Санкт-Петербургский государственный университет

Мартынов Артем Васильевич

Влияние корпоративной устойчивости на финансовые результаты компании: эмпирическое исследование российских и зарубежных компаний

Направление 38.04.01 «Экономика»

Магистерская программа «Мировая экономика»

Научный руководитель: Малова Александра Сергеевна

Санкт-Петербург

2017

ОГЛАВЛЕНИЕ

Generating Table of Contents for Word Import ...

ВВЕДЕНИЕ

В последнее время все больше компаний по всему миру начинают применять практики социально-ответственного инвестирования, направленные на достижение корпоративной устойчивости. Эти фирмы начинают проявлять заботу об окружающей среде, местных сообществах и стремятся поддерживать этичное ведение бизнеса. Часть из них осуществляют этот переход в добровольном порядке, другие вынуждены подстраиваться под соответствующие законодательные изменения своих стран. При этом эмпирические исследования не дают однозначных результатов о положительном влиянии использования практик корпоративной устойчивости на финансовые результаты компаний. Большинство исследований рассматривают либо отдельные страны, либо небольшую выборку компаний, либо короткий временной интервал, что может быть одной их причин изменчивости в получаемых результатах. В данной работе мы сделали попытку устранить эти недостатки и провести исчерпывающий анализ влияния практик корпоративной устойчивости на финансовые результаты на основе широкой выборки компаний и длительного временного промежутка анализа.

Объектом данного исследования является корпоративная устойчивость компаний.

Предметом диссертации является совокупность финансовых и нефинансовых характеристик, опубликованных фирмами в своей отчетности, а также интегральные показатели корпоративной устойчивости, основанные на этих характеристиках.

Целью данной работы является эмпирическое выявление и оценка влияния корпоративной устойчивости на финансовые результаты деятельности ряда отечественных и зарубежных компаний.

Для достижения поставленной цели были поставлены следующие задачи:

- Анализ академических публикаций, в которых раскрываются теоретические аспекты корпоративной устойчивости;
- Критический обзор исследований, в которых проводится эмпирическая оценка влияния практик корпоративной устойчивости на финансовые результаты фирм;
- Сбор и обработка финансовых и нефинансовых показателей деятельности компаний для осуществления эмпирического проверки гипотезы о влиянии корпоративной устойчивости на финансовые результаты деятельности фирм;
- Моделирование искомого влияния с помощью статистических и эконометрических методов;
- Интерпретация полученных результатов, выявление страновых отличий, выработка рекомендаций для отечественных компаний.

Данная диссертация организована следующим образом:

Введение определяет актуальность, степень научной разработки темы, предмет и объект исследования, его цели и задачи.

В первой главе рассматриваются исторические и теоретические аспекты возникновения понятия корпоративной устойчивости, объясняется его возможная связь с производительностью компаний.

Вторая глава посвящена обзору собранных данных и ряду статистических тестов, среди которых тест на равенство средних и регрессионный анализ, выполненные в отдельности для каждой отрасли.

Третья глава раскрывает влияние страновых различий на степень влияния корпоративной устойчивости.

В заключении подводятся итоги исследования, формируются окончательные выводы.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ СТРАТЕГИИ КОРПОРАТИВНОЙ УСТОЙЧИВОСТИ

1. Понятие корпоративной устойчивости и его связь с устойчивым развитием. Исторический экскурс

В настоящее время, с учетом глобализации и неумолимого технического прогресса, бок о бок с которым идет антропогенное воздействие на окружающую природу, все более актуальной становится тема устойчивого развития. Сегодня этот термин достаточно распространен в современном научном, корпоративном и политическом лексиконе. Данная тема стала предметом обсуждения как на национальном, так и наднациональном уровнях: концепция устойчивого развития признана всеми странами, входящими в ООН, все большее количество компаний осознает необходимость использования ее методов в рамках своей деятельности. Таким образом, возникает вопрос оценки устойчивого развития экономических систем не только на макро-, но и на микроэкономическом уровне.

Первоначально, термин «устойчивое развитие» относился к развитию экономики в целом на уровне государства и заключался в том, что возможности

будущих поколений не должны быть сокращены за счет обеспечения наших потребностей сегодня. В самой идее была заложена мысль, что природная, экономическая, а позднее и социальная составляющие должны развиваться равномерно относительно друг друга и находиться в равновесии, иначе общество не сможет обеспечить себе стабильное состояние. А так как бизнес является одним из движителей современной экономики, в конце концов, фокус сместился от анализа устойчивости на макроуровне к исследованию корпоративной устойчивости и ее взаимосвязи со стратегией и результатами отдельно взятых компаний.

Формирование концепции социальной ответственности и устойчивого развития бизнеса явилось следствием процесса активной экологизации науки и экономики, изучения вопроса о социально-экономическом развитии общества, что было характерным для конца шестидесятых – начала семидесятых годов. Обострение проблем загрязнения окружающей среды, перенаселения, ограниченности природных ресурсов – все это не могло не актуализировать вопросы о перспективах развития общества и неизбежности глобального кризиса при сохранении модели потребления, характерной некоторым странам. Проблемы этической стороны предпринимательства также становились вопросом времени, в связи с чем были предприняты первые попытки научно обосновать данную концепцию.

Пионером в концептуализации устойчивого развития стал так называемый «Римский клуб», сформированный в 1968 году группой влиятельных бизнесменов, известных ученых и политиков. Основной целью данной некоммерческой организации стала разработка научных методик анализа прогнозируемого глобального кризиса и способов достижения глобального равновесия. Таким образом, в результате исследования и моделирования динамики социума планетарного масштаба ряд выдающихся ученых-членов клуба создали серию работ под общим названием «Трудности

человечества», результаты которых были опубликованы и обсуждались во всем мире.

Первым докладом Римскому клубу стал проект Дэнниса и Донеллы Медоуз из Университета Нью Гэмпшира «Пределы роста» (1972), представлявший в результате популярного в то время имитационного компьютерного моделирования 12 сценариев развития человечества. Модель World3, использованная в данной монографии, основывалась на наработках учителя Д. Медоуза профессора MIT Джея Форрестера (также описанных в его книге «Системная динамика»), но была отчасти лишена их ошибок. Как и прежде, работа во многом перекликалась с идеями английского ученого XVIII века Т. Мальтуса, согласно одной из теорий которого неограниченный рост населения увеличивается в геометрической прогрессии, в то время как производство продуктов питания – в арифметической, что неизбежно приводит к социальной катастрофе, т.н. «мальтузианской ловушке». И хотя многие теоретические предположения и эмпирические утверждения Мальтуса были дискредитированы (сегодня постулат о «мальтузианской катастрофе» считается ошибочным, однако, не исключает возникновения подобных «провалов» в локальных случаях), в более широком смысле слова высказанные им сомнения остаются влиятельными как для сторонников евгеники, так и для носителей более общепринятых взглядов.

Модель была подвергнута критике как примитивно имитирующая основные процессы мировой системы и не учитывающая возможные технологические разработки в области экологии, энергосбережения, а также гибкость рыночных механизмов, способных быстро подстраиваться под изменчивые ситуации. В связи с чем, в 1974 году М. Месаровичем и Э. Пестелем была предложена вторая глобальная модель «Человечество на перепутье». Концепция «нулевого роста» была изменена на теорию «органического роста», при котором развитие частей глобальной системы

происходит согласованно, а каждая из них выполняет отдельную роль, подобно органам или клеткам живых существ, и не может изменяться в ущерб другой.

Приблизительно то же время (июнь 1972) в Стокгольме проходит «Конференция ООН по проблемам окружающей человека среды», что свидетельствует о переходе концепции устойчивого развития на мезоуровень. Впервые «раздельно воспринимаемые проблемы» формулируются системно на международном уровне. По итогам конференции принимается Декларация из 26 принципов, выражающих отношение мирового сообщества к проблемам экологии, образован Фонд окружающей среды и постоянно действующий при ООН орган по охране окружающей среды – ЮНЕП.

Параллельно с исследованиями воздействия человека на природу и (вытекающей из экономической деятельности по определению) проблематики ограниченности ресурсов, развивается чисто предпринимательский подход к этичному ведению бизнеса. Важно отметить, что несмотря на то, что впервые о необходимости рассмотрения нефинансовых факторов влияния на экономику фирмы заговорили еще в начале XX века, их систематический анализ начался лишь 1950-х гг. с публикации работы Г. Боуэна «Социальная ответственность бизнесмена» (Bowen H, 1953), в которой были определены рамки и заданы направления изучения социальной составляющей теории корпоративной устойчивости. Социальная ответственность пока еще была персонифицирована и относилась сугубо к «обязательствам» предпринимателей либо выражалась в формировании концепции корпоративной культуры (К. Левин, Э. Шайн, Г. Мицберг, 1940-е), но со временем претерпевала изменения и расширяла свои границы за счет переноса субъекта социально ответственного поведения с физического лица на юридическое. Начиная с 1967 года, появляется мнение, что некоторые социально ответственные решения менеджмента представляют собой «хорошие перспективы для получения фирмой долгосрочного экономического эффекта» (Davis K., 1960), повышающего конкурентоспособность и стоимость компании – социальная ответственность

становится характеристикой устойчивой корпорации. Систематизация знаний в этой области со временем позволяет объединить аналогичные теории в единую Концепцию Социальной Ответственности (КСО), которая теперь уже начинает рассматриваться как стратегический аспект деятельности фирмы.

В контексте набирающих популярность идей Римского клуба, которые также претерпели ряд изменений (впоследствии модели Д. Форрестера и Д. Медоуза многократно перерабатывались, но именно они положили основу системного подхода в решении проблемы устойчивого развития), деловые круги не могли не обратить внимание на схожесть трактовок. Глобальный нефтяной кризис 1970-х годов лишь усилил ажиотаж вокруг «устойчивости» и выявил вполне актуальную проблему исчерпаемости ресурсов. Подталкиваемые с одной стороны, надгосударственными политическими структурами, а с другой – социальным заказом гражданского общества, часть положений концепции устойчивого развития была перенесена корпоративными управляющими на микроэкономический уровень.

Важной вехой в интеграции бизнеса в мировую модель устойчивого развития стала статья 1994 года Дж. Элкингтона «На пути к устойчивой корпорации: беспроигрышная корпоративная стратегия, ведущая к устойчивому развитию». Дж. Элкингтон, который в 1987 году основал консалтинговую компанию «SustainAbility», в попытке связать КСО с глобальным устойчивым развитием ввел понятие «тройного итога» или «тройного критерия» (triple bottom line, TBL или 3BL), согласно которому предприниматели или менеджмент должны выстраивать свою работу не только вокруг экономических показателей, но и брать в расчет социальные и экологические результаты деятельности компании. По замыслу ученого, три столпа устойчивого развития, которые должен усвоить бизнес – это планета, люди и прибыль (3P: Planet, People, Profit), причем именно в указанной последовательности. Подобное нововведение касалось не только стратегических решений, но и изменений в самой финансовой отчетности. Термином «bottom line» (или итоговая строка) в

традиционном понимании бухгалтерского учета обычно описывается результат в виде прибыли или убытка, который отражен в отчете о совокупном доходе. Дж. Элкингтон предложил расширить его, добавив социальные и экологические эффекты деятельности компании. Отчитываясь о своих успехах, компании смогут демонстрировать свое соучастие в рамках КСО, осуществляя:

- Вовлеченность на высшем уровне (топ менеджмент, совет директоров);
- Соответствующую инвестиционную политику (энергосбережение и др.);
- Различные социальные программы;
- Принятие добровольных стандартов;
- Соответствие Принципам CERES (Коалиция за создание экологически ответственной экономики), Глобального договора ООН и др.

Концепция TBL требует, чтобы ответственность компании была больше связана со стейкхолдерами, чем с собственниками. В данном случае она обращается к теории заинтересованных сторон и проведенным несколько ранее исследованиям Э. Фримана. Так, согласно определению, в качестве «стейкхолдеров» понимаются любые организации и физические лица, способные прямо или косвенно влиять на компанию или, наоборот, оказываться под влиянием внешних эффектов (side-effects), вызванных ее деятельностью. Согласно этой теории, бизнес должен действовать не только ради максимизации прибыли акционеров, но и восприниматься в качестве инструмента, координирующего интересы стейкхолдеров, которые представляют некий тип неформального сотрудничества. Стейкхолдерами могут выступать клиенты компании, поставщики, кредиторы, инвесторы и государство. Таким образом, устойчивая компания, характеризуется способностью согласовывать интересы своих финансовых и нефинансовых стейкхолдеров, формирующихся в пространстве взаимодействия трех компонент – экологической, социальной и экономической.

Несмотря на, казалось бы, различия в уровнях и серьезный временной задел между формированием концепции КСО (1950-е) и концепции устойчивого

развития (1970-е), во многих научных статьях, так или иначе связанных с корпоративной устойчивостью, проводится параллель между этими терминами. Так, сотрудниками University of Leoben (D. Ebner, Dr. R.J.Baumgartner) в 2006 году был проведен семантический анализ зарубежных статей, выпущенных в 1998-2006 годах в экономических журналах, всего – 43 статьи в 19 научных изданиях. В соответствии с результатами этого исследования, им удалось выделить 5 современных направлений мысли, в рамках которых, по мнению авторов рассматриваемых монографий, происходит синтез исходных понятий:

- Основа устойчивого развития – это отчет Брунтланд (тезис, выдвинутый на World Commission on Environment and Development (UN). 1987) или TBL. К данной группе относятся работы ученых, концентрирующих внимание на УР и игнорирующих терминологию КСО (сравнительно небольшая группа – всего 9 статей). Все статьи фокусируются на УР и основывают свои дефиниции на этической концепции Брунтланд, которая является наиболее обобщенным определением УР. С одной стороны, это рождает преимущества, так как определение Брунтланд имеет в то же время наиболее целостный и общий вид, с другой – авторы заведомо нивелируют существующий опыт в области социальной ответственности. Так, социальная сторона концепции УР по-прежнему является самой слабой – на протяжении многих лет ею пренебрегают, в отличие от двух других.
- КСО как социальный аспект устойчивого развития/стейкхолдерский подход. Сюда вошли 12 работ, в которых КСО определена либо как социальный вопрос, имеющий тенденцию к стейкхолдерскому подходу, либо как непосредственно его «эволюция». Присутствует также альтернативное мнение, что КСО не фокусируется сугубо на теории заинтересованных сторон, в соответствии с чем, КСО определяется как ряд социальных проблем, которые компания должна брать во внимание. Тем не менее, очевидно, что основные мотивы компании будут лежать в

отношении ее стейкхолдеров – это единственная общая вещь, которая присутствует в статьях этого кластера. Они не доказывают, что другие аспекты, кроме социального, могут рассматриваться в рамках КСО. Примечательно, что в данной группе работ, лишь половина указывает на связь КСО с социальным концептом УР. Их авторы утверждают, что несмотря на то, что понятие УР многократно обсуждалось и многие остались несогласны, но «понятие устойчивости, тем не менее, должно стать основой для КСО и корпоративного экологического менеджмента» (Korhonen, J., 2003). Другие ученые также утверждают, что КСО составляют множество принципов, среди которых и «устойчивая отчетность» (accountability) и корпоративное гражданство, которые так или иначе являются выражением социального аспекта УР. Но без идентификации стейкхолдерских запросов, ни одна компания не сможет действовать в социальном ключе, поэтому проявление устойчивости – это естественная эволюция теории заинтересованных сторон.

- Устойчивое развитие – основа КСО. В этом кластере находятся всего 3 статьи, в которых УР рассматривается как этически-оправданная основа для КСО. Сторонники такого подхода верят, что УР предоставляет широкий функционал ввиду своей триединой структуры, но эта концепция применима для государств и отдельных людей и не фокусируется на компаниях. КСО же рассматривает эти вопросы на корпоративном уровне в качестве корпоративной устойчивости, ориентированной на нужды стейкхолдеров и охрану окружающей среды. M. van Marrewijk (Marrewijk, M. van, 2002) утверждает, что корпоративная устойчивость (которую он использует как синоним устойчивому развитию на микроуровне) и КСО – почти идентичные понятия, с небольшим существенным различием. Корпоративная устойчивость относится к принципу посредничества, который сфокусирован на создании стоимости, экологическом менеджменте, управлении

человеческим капиталом, в то время как КСО связана с понятием общности людей и организаций и выражается в виде «прозрачности, диалоге с заинтересованными сторонами и устойчивой отчетности».

- Устойчивое развитие и КСО – синонимы. В данную группу вошли 16 работ, что по мнению авторов исследования является довольно странным и обескураживающим, поскольку очевидно, что это разные понятия. Тенденция к использованию данной посылки идет от американских ученых, несмотря на то, что компании США в большей степени фокусируются на социальных аспектах КСО, нежели на природоохранных.
- Разное. Последний кластер из трех статей, которых нельзя распределить между предыдущими группами по смыслу. Среди них: мнение о том, что КСО является этическим каркасом концепции УР на корпоративном уровне (что противоречит группе 3), и подход, в рамках которого КСО рассматривается как инструмент для организационного обучения (не давая собственного определения КСО и УР).

(наверное, нужно это сократить и представить в виде плюрализма мнений, а не результатов исследования)

В результате анализа данных идей, авторы исследования (D. Ebner, Dr. R.J.Baumgartner) приходят к выводу, что в некоторых современных работах понятия КСО, корпоративной устойчивости и устойчивого развития используются не в своих первоначальных семантических смыслах. Ученые, использующие термин КСО в качестве синонима УР, либо утверждающие, что УР является основой КСО, смешивают понятия и изменяют их оригинальное значение, в связи с чем в науке тема устойчивости становится более размытой. В конце концов, авторы дают рекомендацию, как правильно, по их мнению, объяснить эту взаимосвязь:

1. КСО является социальным аспектом концепции УР, которая во многом основана на теории заинтересованных сторон;

2. КСО уделяет особое внимание корпоративному взаимодействию, реализуя ответственность фирмы как члена общества и оправдывая ожидания всех заинтересованных сторон.

На наш взгляд, данный подход также не лишен изъяна, так как рассматривает КСО только с одной стороны, делая акцент на названии феномена и игнорируя его смысл. В действительности же КСО, или концепция социальной ответственности, скорее подразумевает собой не столько сугубо социальный аспект УР, сколько ответственность компании в целом перед обществом. Ответственность, выраженную в экологическом, социальном и экономическом содействии фирмы своим стейкхолдерам. Данный подход разделяет и вышеупомянутый ученый Marcel van Marrewijk, во-первых, утверждая, что в современной западной литературе все чаще понятие social сменяется понятием societal, а, во-вторых, указывая на то, что корпоративная устойчивость рассматривается компаниями как некая цель, которую можно достичь, внедряя практики КСО (которые включают все три аспекта УР). По всей видимости, тому же подходу следует и европейское правительство, организуя встречи под название «КСО: вклад бизнеса в Устойчивое Развитие»[1].

2. Фундаментальные основы концепции устойчивости и ее критика

Как было показано выше, современный вид концепции корпоративной устойчивости во многом основывается на концепции устойчивого развития. Кроме того, в современной научной и бизнес среде превалирует мнение, что КСО способна решить чуть ли не те же проблемы, что и УР, но на более низком корпоративном уровне. Именно поэтому сторонники КСО вынуждены отстаивать состоятельность не только своей позиции, но и состоятельность идеи устойчивости в целом, учитывая, что за время своего существования она приобрела также немало противников, считающих, с одной стороны, что предпринимательство должно ставить своей целью прежде всего извлечение

[1] Commission of the European Communities «CSR: A business contribution to Sustainable Development», 02.07.2002, Brussels

прибыли, а с другой – уверенных, что дополнительные расходы не могут положительно сказаться на состоянии фирмы – относится к КСО. Так как целью данного исследования является как раз изучение того, как ESG инвестирование влияет на финансовые показатели бизнес среды, понимание развития теории устойчивости, исторического контекста, аргументов pro et contra поможет правильнее сформулировать гипотезу и корректнее интерпретировать полученные результаты.

Всю критику относительно идеи устойчивости, можно условно разделить на 3 группы:

1. Критика концептуальных основ устойчивого развития (критика фундаментальных основ);
2. Критика в отношении предпринимаемых мер на государственном уровне (критика международных организаций, критика политической структуры);
3. Проблемы интеграции идеи устойчивости в существование коммерческих предприятий.

В связи с тем, что концепция устойчивого развития изначально предполагала ограничение экономического роста, к первой группе скептиков прежде всего относятся замечания по поводу этого тезиса. В мире идея бесконечного научно-технического развития эпизодически подвергается сомнению, в связи с чем возникает вопрос: могут ли пределы развития быть следствием каких-то фундаментальных законов природы? В свое время им задавались различные ученые-экономисты такие как: Адам Смит («Исследование о природе и причины богатства народов», 1776), Томас Мальтус («Очерк о законе народонаселения», 1798), Джон Стюарт Милль («Принципы политической экономии», 1848), Джон Мейнард Кейнс («Экономические возможности для наших правнуков», 1930), Николас Джорджеску-Реген («Закон энтропии и экономический процесс», 1971) и многие другие. И, хотя в современной риторике сторонников устойчивого развития призывы к

сдерживанию экономического роста звучат гораздо реже, а в интерпретациях некоторых ученых и сам факт ограничений противоречит термину «развитие», в официальном определении, сформированном Комиссией Брунтланд, как было показано выше, предпосылки для создания баланса все же имеются.

Противники стабилизации роста в основном используют два аргумента:

1. Технический прогресс способен побороть существующие пределы (идея технологического оптимизма);
2. Экономика может расти без использования большого количества ресурсов, т.е. она может быть дематериализована (аргумент «разъединения»).

При этом и тот и другой аргументы предполагают некий технологический скачок, с помощью которого можно будет достигнуть более высоких уровней производства с более низкими уровнями затрат материалов и энергии. Сторонники «дематериализации» приводят пример перехода к информационной экономике, снижения количества углекислого газа в расчете на 1$ продукции, но эти успехи происходят на фоне увеличения ВВП. Кроме того, недавние исследования экологического следа показали, что достижения развитых стран в «разъединении» сильно преувеличены и являются следствием использования несовершенной статистической методики, а сама «дематериализация» выражена заменой собственного производства импортом, отчего общий расход ресурсов только растет (Wiedman, T. O., Schandl H. et al., 2012): с 1970 года выбросы диоксида углерода из ископаемых видов топлива увеличились на 80% (Jackson, T., 2009), за последние 30 лет добыча сырья увеличилась на 94%, причем темпы роста после 2000 года только возросли (Giljum, S., Dittrich, M. et al., 2013). Критики нулевого роста считают также эффективность использования ресурсов одним из способов смягчения проблем, но, как показывает история, увеличение эффективности, с которой используется сырье, лишь увеличивает скорость потребления этого ресурса, а сам феномен носит

название обратного эффекта сохранения или парадокса Джевонса (Alcott, B., 2005).

Такая позиция возможно связана с неправильным пониманием причин экологических проблем, связанных, в первую очередь, не столько с самим истощением природных ресурсов, сколько с увеличением производства отходов от их использования. Зато данное правило учтено в трех условиях устойчивости Германа Дейли, американского экологического экономиста, одного из создателей «экономики устойчивого развития»:

1. Темпы использования возобновляемых ресурсов не должны превышать темпов их естественного восстановления;
2. Скорость использования невозобновляемых ресурсов не должна превышать скорость перехода к их замещающим возобновляемым аналогам (часть доходов от использования исчерпаемых ископаемых должна строго инвестироваться в развитие альтернативной технологии, основанной на аналогичном, но возобновляемом сырье, чтобы к моменту иссякания первого, его заменить);
3. Темпы продуцирования загрязнений не должны превышать скорость, с которой эти отходы могут быть разложены, поглощены или переработаны средой без вреда для соответствующего стока.

Кроме того, результаты сравнения текущих данных с обновленной моделью, представленной в «Пределах роста: 30 лет спустя» (2004), говорят о том, что текущий уровень производства товаров и еды соответствует значениям, предсказанным в 1972 году (Graham M. Turner, 2008).

В связи с вышеизложенным, можно сделать вывод, что концепция устойчивого развития научно обоснована, широко признана, имеет первостепенную значимость для всего человечества, и решение задач, которые она ставит перед ним, несет наивысший приоритет. Но как понять, что принятые меры регулирования антропогенного воздействия достаточны для обеспечения искомой устойчивости?

20-22 июня 2012 года в Рио-де-Жанейро, спустя почти 20 лет после Конференции ООН по окружающей среде и развитию (1992), на которой была принята «Повестка дня XXI век», состоялась Конференция ООН по устойчивому развитию. Форум, собравший 45 тысяч человек и 192 национальные делегации, получил название «Рио +20», поскольку был приурочен к 20-ой годовщине «Саммита Земли». По признанию экспертов ООН, изменения, наблюдаемые в настоящий момент в земной системе, носят беспрецедентный характер. Организация ООН по окружающей среде (ЮНЕП) накануне Саммита опубликовала «Резюме для политиков и лиц, принимающих решения» – доклад «Geo-5 (Глобальная экологическая перспектива)», в котором констатирует полный провал намеченного 20 лет назад плана «экологического развития», из 90 целей и задач которого значительный прогресс был показан только для четырех. Доклад утверждает, что «глобальное потепление сдержать не удалось, океаны становятся все более кислыми, биологические виды исчезают со скоростью вымирания динозавров, растут отходы и вырубка лесов» (Мантатов В.В. (2012), Конференция ООН «Рио +20»: Новая парадигма глобального устойчивого развития). В связи с этим, многими участниками высказывалось мнение о несостоятельности капитализма, как общемировой экономической системы, приведшей к такому плачевному положению дел, и призывы к переходу к иной форме более сбалансированного потребления. Также произошло некоторое смещение акцентов: необходимой предпосылкой создания условий для устойчивого развития мира было объявлено искоренение нищеты.

При этом, не смотря на довольно осознанные выдвигаемые участниками тезисы и признание негативных изменений в окружающей среде, многими общественными организациями итоги Конференции были признаны удручающими, в частности, Всемирный фонд дикой природы (WWF) заявил, что «Проект декларации Конференции ООН по устойчивому развитию "Рио+20" содержит правильные призывы, но недостаточно практических мер

для того, чтобы человечество смогло в ближайшее десятилетие ответить на глобальные вызовы в области продовольствия, воды и энергии»[2]. По их мнению, итоговый документ оказался не согласован до конца, а провал попытки поддержать создание ведущего глобального природоохранного органа из Программы ООН по окружающей среде (ЮНЕП) указывает на перспективную недостаточность юридических основ принятых на себя добровольных обязательств.

Очевидно, что в вопросах природоохраны, регулирование деятельности общества в отношении окружающей среды носит краеугольный характер и является известной проблемой, рассматриваемой в экономике, социологии и экологии, под названием «трагедия общин» или трагедия ресурсов общего пользования. Ситуация пользования общим ресурсом не раз моделировалась в экономических играх, а также подробно рассматривалась на реальных примерах. Вот некоторые из них:

- Исследование влияния социального неравенства на распределение воды в южной Танзании (Lecoutere, E., D'Exelle, B., Campenhout B. van., 2015);
- Социальный эксперимент Кевина Брехнера 1977 года, анализирующий управление общим возобновляемым ресурсом (Brechner, Kevin C., 1977);
- Анализ управления компьютерной моделью социума с возобновляемыми ресурсами (Dietrich Dorner, 1996);
- Исследование влияния наличия кооперации у участников при распределении блага между собой и следующими поколениями (Hauser, O., Rand, D., Peysakhovich, A., Nowak. M., 2014).

Все эти исследования говорят о несостоятельности решения «трагедии общин» не только с помощью приватизации, но и, в некоторых случаях, даже при наличии регулятора, если такое управление является недостаточно эффективным, что подтверждается яркими примерами из жизни вроде Трескового кризиса в Канаде 1992 года (Dolan, Holly, et al. 2005). При этом в

---

[2] URL: https://ria.ru/eco/20120112/538243479.html

ряде экспериментов участники погубили общий ресурс, даже когда пробовали договориться ограничить свой эгоизм.

Локальный дефицит ресурсов уже не раз приводил к трагедиям, именно поэтому решение этих задач является чрезвычайно важным. В 2009 году профессор Университета Индианы в Блумингтоне (США) Элинор Остром получила Нобелевскую премию за исследования в области экономической организации, став первой женщиной, получившей номинацию в области экономики. Остром в своей работе наглядно показала, как в процессе создания и управления общими ресурсами социум придумывает такие механизмы хозяйствования, которые позволяют, с одной стороны, не исчерпать используемый ими ресурс, а, с другой – эффективно решать возникающие в процессе эксплуатации споры и конфликты. Общество при этом может передать общий ресурс в частное владение, либо использовать централизованное распределение с помощью государственного управления. Однако, Остром доказала, что возможен и третий вариант – полицентрический подход, где ключевые решения принимаются как можно ближе к месту событий и самими участниками, насколько это возможно (Ostrom, E., 1990). Именно поэтому ученый выступала против создания единого межправительственного органа на глобальном уровне для координации совместных действий по защите окружающей среды, так как единого подхода не существует: то, что может быть полезно для одних, может оказаться гибельным для других.

На этом фоне скепсис природоохранных организаций по поводу недостатка регулирования выглядит довольно натянуто. Кроме того, как заявила министр окружающей среды Бразилии Изабелла Тешейра на пресс-конференции по итогам саммита 2012 года, заголовки газет о встрече 1992 года, которая сейчас считается истоком всего процесса перехода к устойчивому развитию и «зеленой» революции, тоже начинались со слова «разочарование»[3]. В результате прошедшей конференции было заключено соглашение изучить

[3] URL: https://ria.ru/eco/20120623/679787921.html

альтернативы ВВП в качестве меры благосостояния, разработав индексы устойчивого развития, способные отражать реальное состояние экономики страны с поправкой на внутренний человеческий потенциал и понесенный экологический ущерб; всеми странами было принято обязательство по сокращению субсидий на добычу ископаемого топлива вплоть до полного отказа от них; общий объем заявленных обязательств, который бизнес добровольно взял на себя превысил 510 миллиардов долларов; и многое другое. В 2015 году также были подведены обнадеживающие итоги по Целям развития тысячелетия (ЦРТ), принятым еще в 2000 году, и установлены новые 17 Целей устойчивого развития (ЦУР), официально известные как «Преобразование нашего мира: повестка дня в области устойчивого развития на период до 2030 года» (С. Бобылев, 2016).

В целом, международный диалог по проблемам экологии можно охарактеризовать как удовлетворительный: постоянно проводится оценка воздействия на окружающую среду и ее компоненты, изучаются способы уменьшения этого воздействия, реструктурируется экологическая политика стран, регионов и даже отдельных городов. Демографический переход развитых стран подтверждает возможную теорию о стабилизации численности населения мира и говорит о том, что «мальтузианская катастрофа» может быть пройдена за счет повышения образованности и уровня жизни, что, впрочем, и было объявлено основными условиями для создания устойчивого будущего. Результаты опроса «Мой мир», проводимого ООН с 2013 года соответствуют данному тезису: по мере роста Индекса человеческого развития, население страны более озабочено проблемами экологии[4]. Тем не менее, необходимо понимать, что экологические проблемы могут быть решены только совместным вовлечением всех участников и только с их подлинной заинтересованностью, ведь как показывают экспериментальные данные, достаточно лишь нескольких

[4] По результатам опроса «Мой мир», в странах с самым высоким ИЧР на третье место вышла «доступность чистой питьевой воды» (несмотря на отсутствие этих проблем), а с самым низким – она была на 9-ом месте, в то время как на третьем стояла «перспективная работа» (URL: http://data.myworld2015.org/)

отказавшихся игроков, чтобы все пошло насмарку. Но если последствия демографического перехода наблюдаются в развитых странах, то перехода в потреблении нигде не происходит.

Важным этапом на пути к устойчивому развитию должно стать изменение модели потребления на более экономичное, и этот процесс невозможен без участия коммерческих институтов. Но поскольку в классической экономике постоянный рост потребления является основным условием успешного развития рыночной системы, едва ли подобное изменение социо-культурной парадигмы находится в зоне интересов самих производителей. В арсенале современного бизнеса есть множество инструментов влияния на экологию окружающей среды, начиная с регулирования собственных производственных процессов, заканчивая управлением восприятием клиентов своей продукции посредством рекламы. К сожалению, некоторые из них зарекомендовали себя как приносящие сомнительную экологическую ценность. Так, например, многочисленные исследования в области энергосбережения говорят о наличии парадокса Джевонса или «эффекта рикошета», когда после покупки автомобиля с экономичным двигателем потребление топлива не снижается, если экономия бензина компенсируется увеличением пробега. Сам же производитель за счет перехода к производству более дешевого изделия, либо из-за осуществленных в такой переход инвестиций, вынужден увеличивать свою прибыль, расширяя производство, негативный эффект от которого перевешивает экономию или пользу для окружающей среды. Переход на «устойчивое производство», когда изменяется сам технологический процесс на более экологичный, как, например, в случае с «устойчивой цепью поставок», может действительно сократить нагрузку на природу, но здесь следует понимать, что собственник осуществляет его, проводя комплексную модернизацию, параллельно снижая свои издержки, а не внедряя сугубо «зеленые» практики. Вообще, вопрос о мотивах бизнеса в этом ключе обычно остается за кадром: основной подход, в данный момент рассматривающийся в рамках КСО – теория заинтересованных сторон –

объясняет вовлечение бизнеса возможностью получать более высокую прибыль через какое-то время, тем самым отрицая необходимость защиты окружающей среды «при любых обстоятельствах». Этим обуславливается и внутренняя политика фирм, где процессы КСО обычно существуют самостоятельно среди прочих бизнес-процессов и, соответственно, могут быть приостановлены в случае неблагоприятной экономической обстановки. То есть желание быть «устойчивым» сохраняется только до тех пор, пока эта устойчивость является рентабельной, что, в принципе, не противоречит пирамиде Кэрролла, объясняющей восприятие бизнесом собственной ответственности, но противоречит «идеалам» самой устойчивости:

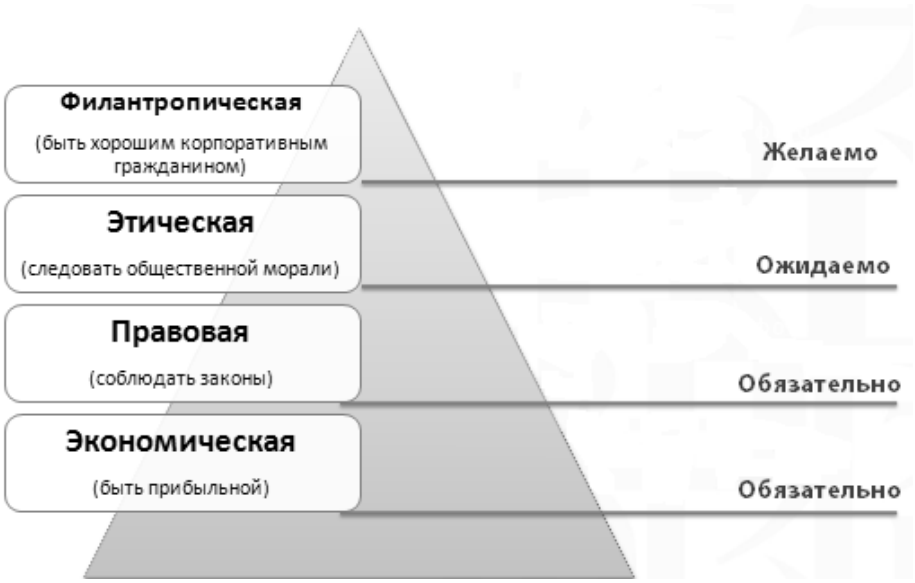


Рис.1.1 **Пирамида Корпоративной Социальной Ответсвтенности**
Источник: Carroll A. The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders // Business Horizons. 1991. P. 42 (адаптировано)

Тем не менее, именно такая двойная выгода, когда развитие инноваций, с одной стороны, снижает экологический ущерб, и, с другой – сокращает затраты через экономию сырья и энергии, а также стимулирует рыночную конкуренцию, обеспечивает приемлемость европейской политики модернизации для бизнеса и населения.

Общей проблемой экологической модернизации до сих пор остается недооценка социально-психологических факторов, влияющих на потребительское поведение, и безоговорочная вера в эффективность рыночных механизмов, временами подрываемая самими участниками рынка ради достижения более конкурентного положения, как это произошло с дискредитацией концепции экомаркировок или недавний скандал с манипуляцией данных об изменении климата компанией ExxonMobil. На этом фоне отдельные заявления о том, что государство и международный институты не играют ключевой роли в устойчивом развитии (Коваленко В., 2014) выглядят несостоятельно. Возникает вопрос о принципиальной возможности перехода к устойчивому развитию в условиях агрессивной конкурентной среды. Учитывая, что снижение объемов потребления в целом, как одного из залогов устойчивого развития, прежде всего невыгодно самим производителям.

По всей видимости, подобный симбиоз – единственное, что в данный момент готов предложить бизнес

Именно поэтому авторы данного исследования предлагают рассматривать корпоративную устойчивость только как конкурентное преимущество, представляющее собой скорее комплекс маркетинговых решений, направленных на формирование общественного мнения о компании, чем какое-то реальное решение экологических проблем.

3. Корпоративная устойчивость как стратегический аспект деятельности современных компаний

Неоклассическая теория экономики и некоторые теории менеджмента подтверждают, что объективная цель любой фирмы — это максимизация прибыли с учетом всех возможностей и существующих ограничений. Ключевым агентом в таких моделях является акционер, выступающий в качестве главного бенефициара, и в то же время предоставляющий необходимые финансовые ресурсы для деятельности компании (Jensen, M. and

Meckling, W. 1976; Zingales, L. 2000). Однако, в том, каким именно образом компании конкурируют и стремятся максимизировать прибыль, есть существенные различия: разные фирмы уделяют больше или меньше внимания долгосрочному и краткосрочному планированию (Brochet, F., Loumioti, M., and Serafeim, G. 2012), по-разному заботятся о влиянии внешних факторов своей деятельности на другие заинтересованные стороны, по-разному сосредоточены на этических принципах своих решений (Paine Sharp, L. 2004) и по-разному определяют роль собственных акционеров среди остальных «стейкхолдеров» (например, Southern Airlines определяет своих сотрудников и клиентов в качестве основных заинтересованных сторон) (Freeman, R. E., Harrison, J. S., and Wicks, A. C., 2007). В течение уже 20 лет относительно небольшое, но растущее число компаний добровольно включают социальные и экологические меры в свои бизнес-модели, операционную деятельность и стратегическое управление путем принятия соответствующих корпоративных практик. Такая интеграция неэкономических факторов в бизнес-процессы ставит перед внутренними аналитиками фирм ряд фундаментальных вопросов:

- Отличается ли структура управления фирм, принимающих такую политику, и, если да, то каким образом?
- Различаются ли процессы взаимодействия со стейкхолдерами и временные горизонты планирования у таких фирм?
- Как учитываются результаты кампаний по работе с заинтересованными сторонами и как они могут быть включены в отчетность?
- Какими результатами выражается интеграция такой политики в стратегических и операционных аспектах деятельности компании и как она влияет на их эффективность?

В соответствии с этим, в научной и корпоративной среде разрабатываются различные подходы к пониманию того, следует ли компаниям внедрять подобные этичные практики. В связи с тем, что на настоящий момент существует множество различных теорий, объясняющих как рациональность

применения этих мер, так и мотивацию фирм, авторы данного исследования предлагают следующую классификацию:

1) Агентский/Акционерный подход

С точки зрения агентской теории, принятие экологической и социальной политики может привести к снижению благосостояния акционеров за счет проблемы принципала-агента (Friedman, M., 1970; Clotfelter, C. 1985;Navarro, P. 1988;Galaskiewicz, J. 1997), так как менеджмент получает частные выгоды от внедрения экологической и социальной политики в виде репутации, расходуя финансовые ресурсы организации (Balotti, R. and Hanks, J. 1999; Brown, W., Helland, E., and Smith, K. 2006). По мнению сторонников этой позиции, стоимость акций – основной показатель, максимизация которого должна стать одной из основных целей менеджмента. В случае, если управленцы хотят способствовать улучшению общества, они могут осуществлять пожертвования как частные лица, а не за счет средств компании. Кроме того, компании, осуществляющие нецелевые инвестиции, могут иметь более высокую структуру затрат, например, если работникам выплачивается заработная плата выше рыночной. Следовательно, фирмы, у которых отсутствуют дополнительные расходы на охрану окружающей среды, будут более конкурентоспособны и, в результате, более успешны в условиях высокой рыночной конкуренции. Как утверждает М. Дженсен (Jensen, M. 2001) «компании, занимающиеся этим [социально ответственным инвестированием, прим. автора] будут либо устранены конкурентами, которые предпочитают быть менее общественно-ориентированными, либо выживут только за счет потребления своей экономической ренты».

2) Филантропический подход

В качестве филантропического подхода в самом широком смысле могут быть рассмотрены как различные несистематические действия бизнеса в виде благотворительности и меценатства, направленные на поддержание общества, так и последовательное моральное исполнение принятых на себя

экономических, легитимных и этических обязательств перед социумом. К данной категории могут быть отнесены ранние работы в рамках КСО – в частности, монография Г. Боуэна «Социальная ответственность бизнесмена» и концепция «корпоративного альтруизма», предложенная Комитетом по экономическому развитию США – развивавшиеся до формирования теории заинтересованных сторон. Данные подходы не имели четких представлений о выгоде для компаний (сам Боуэн рассматривал СО как инструмент создания благоприятных перспектив для компании, но не больше), т.е. не предлагали строго прагматичного обоснования, в связи с чем, не являлись стратегическим аспектом деятельности компаний.

3) Теоретико-игровой подход (теоретико-игровое моделирование также может рассматриваться в рамках других подходов)

С точки зрения теории игр проблема применения практик КУ рассматривается с использованием соответствующего математического и методологического аппарата, в виде игр в нормальной и экстенсивной формах. Наиболее широко распространен взгляд на мотивацию внедрения различных социальных и природоохранных мер компаниями как на источник конкурентного преимущества. В случае игры в нормальной (стратегической) форме, такое поведение игроков может быть описано следующим образом:

- Прежде всего, предполагается, и данное условие вписывается в классические представления о КУ, что в краткосрочной перспективе внедрение практик корпоративной устойчивости негативно влияет на экономические показатели деятельности компании. Тем не менее, подразумевается, что в долгосрочной перспективе их применение способствует созданию стоимости для организации, обуславливая этим необходимость оценки действий конкурентов.
- Так как клиенты анализируют компанию, сравнивая ее с конкурентами, то у менеджмента возникает дилемма относительно внедрения корпоративной стратегии устойчивого развития. С одной стороны, такая

стратегия может быть весьма затратной, с другой, в связи с влиянием на потенциальных потребителей, может способствовать увеличению доли рынка. Но так как даже положительный исход требует определенных затрат, оптимальным решением в краткосрочной перспективе для всех фирм отрасли – не внедрять принципы устойчивого развития в свою деятельность, т.е. сохранять главной целью максимизацию прибыли.

- В случае же, если компания не внедрит стратегию устойчивого развития, в то время как остальные компании отрасли сделают это, то она может потерять своих потенциальных клиентов, сотрудников, инвесторов, так как компании, действующие на основе принципов устойчивого развития, являются для них более привлекательными.
- Таким образом, в конечном счете все компании в той или иной мере вынуждены применять практики корпоративной устойчивости, чтобы не отставать от конкурентов.

В таком случае схема игры может быть представлена следующим образом:

Таблица 1.1

Матрица принятия решений 1

		Компания 2	
		Внедрять	Не внедрять
Компания 1	Внедрять	(-1;-1)	(3;-3)
	Не внедрять	(-3;3)	(0;0)

Составлено автором

Данный подход тоже носит неоднозначный характер, в связи с тем, что рядом других работ в области оценки влияния корпоративной устойчивости на конкурентную позицию компании принимается только первая часть гипотезы о том, что прибыль компаний, применяющих практики КСО в одностороннем

порядке в краткосрочном периоде ниже. В этом случае игра принимает вид дилеммы заключенных;

Таблица 1.2

Матрица принятия решений 2

		Компания 2	
		Внедрять	Не внедрять
Компания 1	Внедрять	(3;3)	(-1;5)
	Не внедрять	(5;-1)	(0;0)

Источник: Zhu, W., Li, H. 2013. CSR Based on Game Theory. American Journal of Industrial and Business Management, 3: 610-613

4) Ресурсный поход

В рамках ресурсного подхода оцениваются затраты компании на операционную деятельность, возможность их сокращения и увеличения производительности. С этой точки зрения практики корпоративной устойчивости могут рассматриваться как альтернатива более энергоемкому производству. Компании, используя различные инструменты энергосбережения, энергоэффективности, сокращая объемы использования воды и выработки отходов, либо внедряя их вторичную переработку, а также совершенствуя цепочку поставок, осуществляют не только интеграцию принципов устойчивого развития, но и банально повышают свою эффективность. Кроме того, внедрение практик корпоративной устойчивости предполагает вложения в человеческий капитал, который является самым ценным ресурсом среди наукоемких компаний. Предприятия, осуществляющие обучающие программы для своих сотрудников, увеличивают их квалификационную подготовку, тем самым обеспечивая себе высокий уровень производительности труда. Кроме того, за счет работы с персоналом, повышается его мотивация, увеличивается репутация компании. Фирма также может бороться за сохранение талантливых кадров, устанавливая более высокий уровень заработной платы и предоставляя сотрудникам социальное обеспечение.

5) Теория заинтересованных сторон

Как было описано в предыдущем параграфе, теория заинтересованных сторон предполагает, что фирма действует в постоянно изменчивой среде различных стейкхолдеров (т.е. заинтересованных сторон), которыми могут выступать как различные организации, так и физические лица, и которые способны прямо или косвенно оказывать влияние на саму компанию или, наоборот, оказываться под влиянием внешних эффектов, вызванных ее деятельностью. Согласно этой теории, бизнес должен действовать не только ради максимизации прибыли акционеров, но и восприниматься в качестве инструмента, координирующего интересы стейкхолдеров, которые представляют некий тип неформального сотрудничества. Стейкхолдерами могут выступать клиенты компании, поставщики, кредиторы, инвесторы и государство. Таким образом, устойчивая компания, характеризуется способностью согласовывать интересы своих финансовых и нефинансовых стейкхолдеров, формирующихся в пространстве взаимодействия трех компонент – экологической, социальной и экономической. Для этого согласования фирмы могут осуществлять различные социально-ответственные практики, вписывающиеся в КСО, и раскрывать эту информацию в виде дополнительных отчетов в рамках TBL.

Кроме того, в рамках этого подхода может быть рассмотрен ряд теории, которые в большинстве исследований на тему корпоративной устойчивости остаются как бы за кадром:

- Теория легитимации

Теория легитимации, основанная на социально-политической точке зрения, утверждает, что фирмы должны сохранять свою легитимность, выполняя свои социальные и политические контракты. Фирмы должны сообщать ценную и релевантную финансовую информацию об ESG устойчивости и участвовать в нефинансовых мероприятиях, чтобы получить легитимность и выполнить «социальный контракт» (Guthrie, James, and Lee D.

Parker. 1989; Tilling, Matthew V. 2004). Теория легитимации предполагает, что нефинансовые показатели устойчивости ESG желательны для всех заинтересованных сторон, включая клиентов, общество и окружающую среду. Теория легитимации важна для закрепления репутации компаний, поэтому их товары и услуги должны быть желательными, правильными и качественными в рамках социальных норм и ценностей и должны приносить пользу, а не вредить окружающей среде и обществу (Suchman, Mark C. 1995). В то время как в рамках акционерного подхода, например, табачные компании могут увеличивать свою прибыль, продавая свою продукцию с риском нанесения вреда здоровью клиентов.

- Сигнальная теория

Теория сигнализации помогает объяснить методы управления реакцией инвесторов на раскрытие информации об эффективности устойчивого развития за счет достижения определенных финансовых и нефинансовых результатов (Grinblatt, Mark, and Chuan Yang Hwang. 1989). Данный подход предполагает, что фирмы раскрывают «хорошие новости» посредством использования различных обязательных финансовых отчетов и добровольной отчетности о результатах нефинансовой деятельности, чтобы отличать себя от менее устойчивых фирм.

Приведенные выше подходы носят скорее теоретический характер, поэтому для понимая причин, почему компании решают применять стратегию корпоративной устойчивости и в чем именно она будет выражаться необходимо обратиться к практической стороне данного вопроса.

Очевидно, что на практике внутри компаний больше всех обеспокоены влиянием практик устойчивости на итоговые результаты советы директоров, генеральные и финансовые директора. На различных уровнях они должны обосновать, что КСО соответствует стратегиям фирмы и что она финансово

устойчива. При этом мнение других сотрудников компании о приоритете КСО в повестке главного управляющего может отличаться:

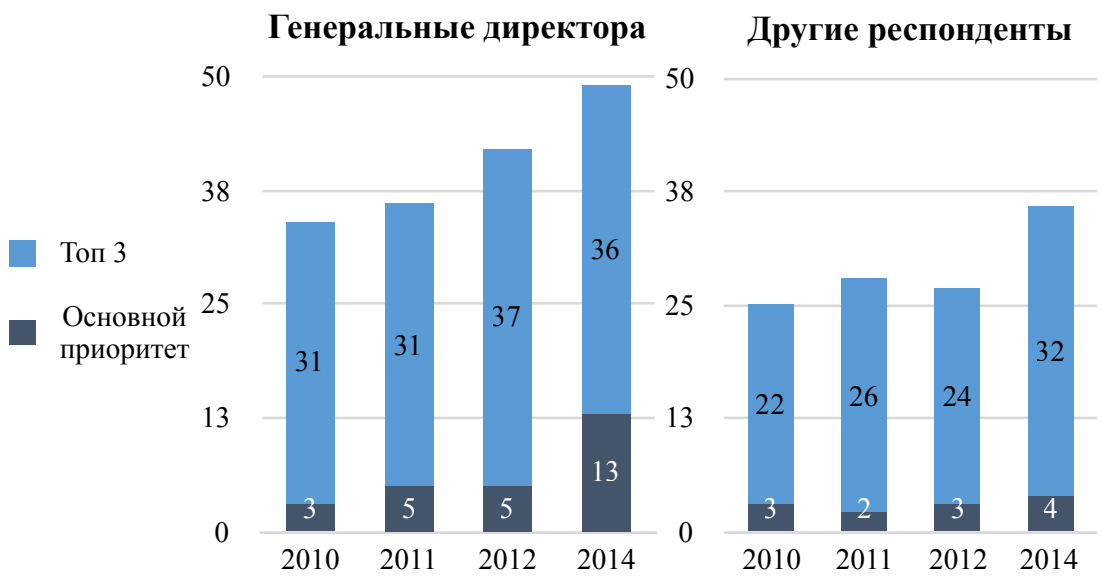


Рис.1.2. **Стратегическая позиция устойчивости в повестке Генерального Директора**
Источник: Sustainability's strategic worth: McKinsey Global Survey results, исследование McKinsey, 2014

Инфографика, составленная по данным исследования международной консалтинговой компании McKinsey говорит о том, что персонал организаций, осуществляющих деятельность в области КСО, склонен недооценивать ее значимость для менеджмента, вне зависимости от того является ли устойчивость основным приоритетом или же входит в первую тройку целей.

Следует также подчеркнуть, что в течении долгих лет происходило развитие множества различных бизнес-кейсов для имплементации социальной ответственности, но в итоге ни один из них не является конечным. Для моделей КСО не существует единого бизнес-сценария, также, как и нет единого обоснования ее влияния на финансовый результат.

В не которых случаях, предлагается следующее объяснение, почему многими фирмами происходит переориентация на КСО (Zadek, S., 2000):

- Защита репутации;

- Выгода от этих мероприятий покрывает расходы;
- КСО интегрирована с их более широкими стратегиями;
- Управление рисками и инновации.

Другой подход предполагает, что компании, внедряют корпоративную устойчивость для (Kurucz, E., Colbert, B. and Wheeler, D., 2008):

- Снижения риска и издержек;
- Получения конкурентного преимущества;
- Развития репутации и легитимации;
- Поиска взаимовыгодных результатов за счет создания стоимости.

Оба подхода имеют множество точек соприкосновений и в принципе отражают реальное положение дел:

Рис.1.3. **Три основные причины, которые решаются с помощью устойчивости по мнению респондентов**
Источник: Sustainability's strategic worth: McKinsey Global Survey results, исследование McKinsey, 2014

В свою очередь, применение той или иной модели КСО также требует от компании достаточно глубокого анализа соответствующих показателей, которые могут оказаться под ее воздействием. Работы в этой области можно условно разделить на две категории:

1. Качественные исследования
    a. Анализ причин перехода на устойчивое развитие
    b. Анализ влияния на стейкхолдеров (J. Margolis and J. Walsh, 2003; P. Godfrey, 2005)
    c. Анализ рисков (Sen, S., Gurhan-Canli, Z. And Morwitz, V. 2001)
2. Эмпирические исследования
    a. Оценка зависимости между финансовыми результатами и уровнем устойчивости бизнеса

Первая группа исследований расследует неколичественные взаимосвязи, которыми может обуславливаться деятельность компаний в области корпоративной устойчивости. Помимо приведенных примеров, здесь также могут быть рассмотрены различные законодательные нормы, регулирующие ответственное инвестирование, либо предоставляющие льготный режим налогообложения, а также сам факт наличия регулирования (Ioannou, I., Serafeim, G. 2011).

Что касается влияния внедрения устойчивости на корпоративную эффективность, то ясно, что это воздействие трудно измерить количественно и оценить в денежном выражении. Тем не менее, было предпринято много попыток проанализировать связь между показателями эффективности деятельности компаний и устойчивостью. Различные выполненные исследования сообщают о разных и даже противоречивых результатах. Это объясняется тем, что они имеют разные цели и следуют различным методологиям. С точки зрения корпоративного управления, крайне важно прояснить связь между стратегическими ресурсами фирмы и ее будущими результатами.

Таблица 1.3

Различия в результатах существующих эмпирических исследований

Взаимосвязь	Исследование	Авторы

Отсутствует	Оценка финансовых результатов компаний, входящих в индекс корпоративной устойчивости (ISE), с результатами других компаний (индекс IBOVESPA и др) в Бразилии	Cunha and Samanez (2013, 2014)
Отсутствует	Оценка реакции рынка на вхождение/исключение компании в/из индекса DJSI STOXX в краткосрочном периоде	Ortas and Moneva (2011)

Продолжение таблицы 1.3

Взаимосвязь	Исследование	Авторы
Отрицательная	Оценка влияния включения немецких компаний в индекс DJSI World на финансовые результаты	Oberndorfer et al. (2013)
Положительная и отрицательная	Оценка влияния экологической политики на финансовые показатели внутренней (-ROA) и внешней (+рыночная капитализация) результативности румынских компаний	Achim and Borlea (2014)
Положительная и отрицательная	Оценка финансовых результатов североамериканских компаний, входящих в индекс DJSI	DiSegni et al. (2015)
Положительная	Оценка ROE между компаниями, входящими в индекс корпоративной устойчивости (ISE), и другими компаниями	Lourenço and Branco (2013)
Положительная	Оценка инвестиционной привлекательности (по размеру выручки) у компаний, входящих в индекс FTSE4Good, в сравнении с остальными компаниями	Collison et al. (2008)
Положительная	Оценка изменения стоимости акций американских и канадских компаний в течении 10 дней после их включения/исключения в/из индекса DJSI	Robinson et al. (2011)

Стоит отметить, что аргументы самого бизнеса в плане использования моделей КСО основываются на предположении о том, что мероприятия для достижения корпоративной устойчивости, будут вознаграждены рынком в экономическом и финансовом плане. Этот более узкий взгляд оправдывает такие инициативы, только когда они приводят к прямым и явным связям с финансовыми показателями фирмы. В основном, узкое представление бизнес-модели фокусируется на немедленной экономии затрат в рамках ресурсного подхода. Напротив, широкий взгляд на обоснование применения практик КСО

оправдывает инициативы в области корпоративной устойчивости, когда они осуществляют прямое или косвенное воздействие на результаты деятельности компаний. Преимущество более широкого подхода состоит в том, что он предоставляет компании больше возможностей для использования КСО. В рамках него фирма может не только реализовать выгоды от снижения издержек и рисков, и укрепить репутацию, которые обуславливает традиционный подход, но повысить свои конкурентные преимущества и создать беспроигрышные отношения со своими заинтересованными сторонами. Такой подход способствует принятию бизнес-моделей КСО, поскольку признает сложный и взаимосвязанный характер отношений между корпоративной устойчивостью и финансовыми показателями фирмы. Признание этой сложности приводит к более четкому пониманию влияния инициатив КСО на устойчивые финансовые результаты при учете влияния посреднических переменных и ситуационных непредвиденных обстоятельств. Важную роль здесь начинают играть трансмиссионные каналы передачи импульсов, которые создает механизм корпоративной устойчивости и то, как он приводит в действие попутные элементы системы, запуская их отклик на экономическом благополучии организации. Таким образом, несоответствия в результатах исследований рентабельности практик КУ могут быть оправданы.

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ КОРПОРАТИВНОЙ УСТОЙЧИВОСТИ В РАЗРЕЗЕ ОТРАСЛЕВОЙ СПЕЦИФИКИ

2.1.Сбор данных

Поиск конкурентных преимуществ является приоритетом для фирм, работающих в сложной глобальной среде. Их наличие обеспечивает способность создания ценности в долгосрочной перспективе. В настоящее время считается, что подобные преимущества связаны с принятием социально ответственного поведения. В свою очередь, интерес, который проявляют инвесторы к практикам устойчивости в качестве критерия для отбора акций, привел к появлению индексов, связанных с финансовыми рынками. Среди них – линейка индексов Dow Jones Sustainability Family, индекс этичных инвестиций FTSE4Good и социальный индекс Domini. Эти индексы были разработаны признанными рейтинговыми компаниями-аналитиками и дали доверие понятию инвестиций в фирмы, которые осуществляют социально- и экологически-ориентированную политику. На сегодняшний день самым популярным индексом корпоративной устойчивости является Dow Jones Sustainability Index, разработанный в 1999 году компанией S&P Dow Jones Indices, и рассчитываемый ею совместно с компанией RobecoSAM, которая является видным аналитиком в области ESG инвестирования. RobecoSAM также ежегодно представляет доклад в виде рейтинга корпоративно устойчивых компаний, проводя их обобщающую оценку.

Идея, лежащая в основе этого индекса, заключается в том, что практики устойчивого развития представляют собой потенциальный элемент для создания долгосрочной ценности. Эти методы помогают развить возможности и управлять экономическими, экологическими и социальными рисками. Концепции, выбранные для измерения КСО в DJSI, аналогичны концепциям, предлагаемым наиболее часто используемыми руководствами по корпоративной социальной ответственности (GRI, Global Compact) и используются многими европейскими фирмами для разработки и раскрытия их отчетов об устойчивом развитии. DJSI включает в себя оценку ряда показателей, которые позволяют увидеть, как компания оценивает свои нематериальные активы, развивает ли человеческий капитал, как решает организационные вопросы, как строит стратегические планы, корпоративное управление и отношения с инвесторами. Фирмы приспосабливают свои отчеты об устойчивости к требованиям субъекта, который их оценивает.

Компании должны удовлетворять критериям, установленным в трех областях: экономической, экологической и социальной. Каждой фирме присваивается рейтинг, чтобы определить ведущие компании в области корпоративной устойчивости в каждом секторе. Индекс анализирует различные вопросы, которые ежегодно пересматриваются для обеспечения их актуальности, и включает лучшие практики в области корпоративной устойчивости.

Так как целью данной работы являлось именно исследование корпоративной устойчивости, нами были запрошены результаты составления данной линейки индексов непосредственно у его разработчика посредством электронной почты. В итоге был получен полный перечень компаний, исследованных для составления всей группы индексов с 2004 по 2016 год, в том числе список тех фирм, что не прошли отбор через установленные критерии:

Таблица 2.1

Сводный список данных, полученных от RobecoSAM

Параметр	Информация
Время	2004 - 2016
Индексы	- DJSI World - DJSI World Enlarged - DJSI North America - DJSI Europe - DJSI Asia Pacific - DJSI MILA - DJSI Chile - DJSI Korea - DJSI Australia - DJSI Emerging Markets

Продолжение таблицы 2.1

Параметр	Информация
Страны	47 стран*
Отраслевые группы ГСКО	24 группы*
Отрасли RobecoSAM	60 отраслей*
Компании	3535 компаний* **

*- по состоянию на 2016 год
**- по методике RobecoSAM (отбирает компании по эмитированным ценным бумагам [акции, привилегированные акции, ARD], обращающиеся на фондовых рынках, за счет чего некоторые компании дублируются в списке)

Анализ данного перечня выявил наличие 32-х российских компаний, отобранных в сводный индекс устойчивости Доу Джонса (DJSI World) в 2016 году. Для того, чтобы их сравнение с иностранными компаниями было максимально оправданным, мы рассматривали зарубежные аналоги только соответствующих отраслей:

Таблица 2.2

Отрасли, в которых представлены российские компании

по итогам 2016 года

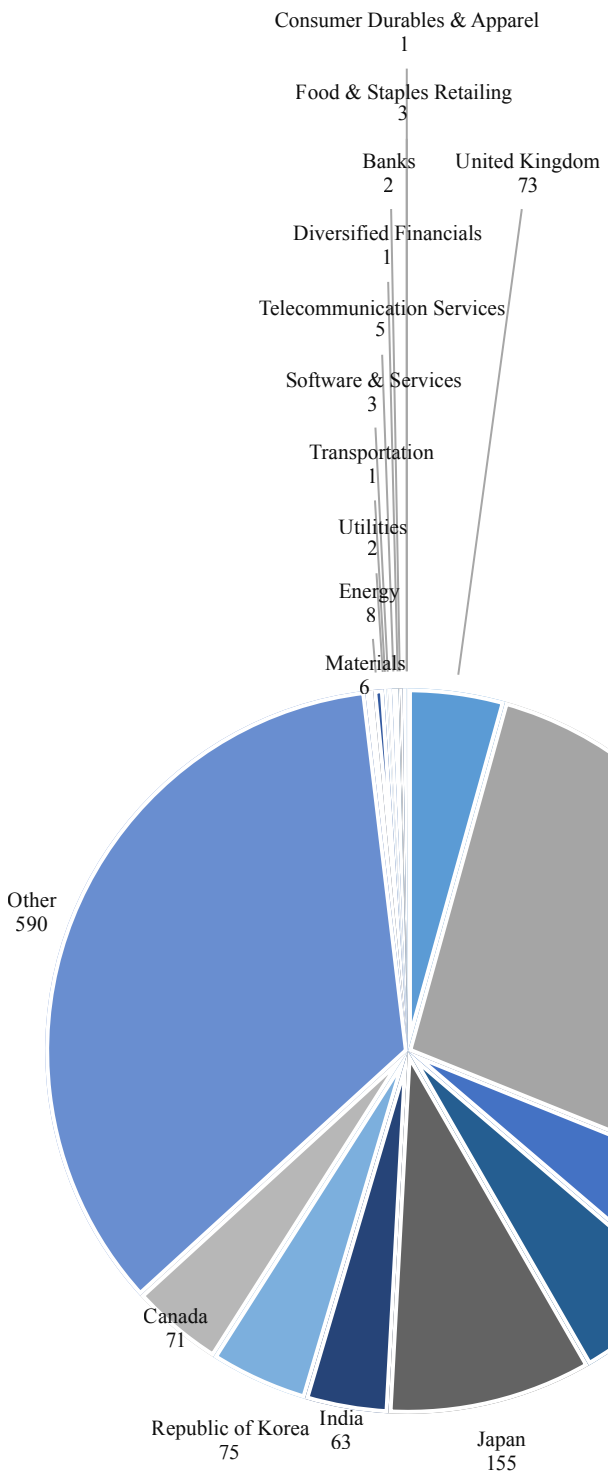
Отрасль (ГСКО eng)	Отрасль (ГСКО rus)	Подотрасль (RobecoSAM eng)	Подотрасль (RobecoSAM rus)
Materials	Обрабатывающая промышленность	- MNX metals & Mining - STL Steel - CHM Chemicals	- Добыча и металлопрокат - Сталь - Химическое производство
Energy	Энергетика	- OGX Oil & Gas Upstream - PIP Oil & Gas Storage & Transportation	- Добыча нефти и газа - Хранение и транспортировка нефти и газа
Utilities	Коммунальные услуги	ELC Electric Utitlities	Электро-энергетика
Transportation	Транспорт	AIR Airlines	Авиалинии
Software & Services	Программное обеспечение и услуги	TSV IT services & Internet	Услуги IT и интернет

Продолжение таблицы 2.2

Отрасль (ГСКО eng)	Отрасль (ГСКО rus)	Подотрасль (RobecoSAM eng)	Подотрасль (RobecoSAM rus)
Telecommunication	Услуги связи	TLS Telecommunication	Услуги связи
Diversified Finance	Финансовые компании широкого спектра услуг	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets	Рынки капитала
Banks	Банки	BNK Banks	Банки
Food & Staples Retailing	Розничная торговля продуктами питания	FDR Food & Staples Retailing	Розничная торговля продуктами питания
Consumer Durables & Apparel	Товары длительного пользования и одежда	HOM Homebuilding	Строительство

Составлено по данным RobecoSAM

После отбора, итоговый список компаний был сокращен почти в 2 раза, что видно из следующей диаграммы:


Consumer Durables & Apparel
1
Food & Staples Retailing
3
Banks
2
United Kingdom
73
Diversified Financials
1
Telecommunication Services
5
Software & Services
3
Transportation
1
Utilities
2
Energy
8
Materials
6
Other
590
Canada
71
Republic of Korea
75
India
63
Japan
155

Мир; 1659 Россия; 32

Рис.2.1. **Доля российских компаний среди всех компаний соответствующих отраслевых групп в DJSI 2016 года**
Составлено по данным RobecoSAM

Также нам было необходимо снизить объем выборки и по количеству стран, которых все еще оставалось слишком много для анализа. Поэтому, чтобы сохранить максимальную репрезентативность, мы остановили свое внимание на ряде стран с переходной экономикой, связанных с Россией участием в одной международной группе: Бразилия, Индия, Китай и Южно-Африканская Республика. А также добавили в итоговый перечень некоторые развитые страны, такие как США, Германия и Испания, и так называемые новые индустриальные страны в виде Мексики и Таиланда, с целью разнообразить наблюдения для анализа регионального влияния.

Стоит отметить, что количество устойчивых компаний в США, Бразилии и Китае значительно превышает число отечественных фирм, поэтому здесь мы также были вынуждены ограничить итоговую выборку. При отборе предприятий использовался встроенный рандомайзер MS Excel:

Таблица 2.3

Сравнение количества компаний по выбранным странам до и после отбора

Страна	Количество компаний в предварительной выборке	Количество компаний в итоговой выборке
Россия	32	32
Китай	56	32
Индия	45	32
Бразилия	36	30
ЮАР	29	29
США	300	60
Германия	21	21
Испания	18	18

Мексика	29	29
Таиланд	17	17
Всего:	585	300

Составлено по данным RobecoSAM

Итоговый смысл преобразований с данными генеральной совокупности, полученной от RobecoSAM можно представить в следующем виде:

Таблица 2.4

Сравнение количества компаний итогового списка до и после отбора

Параметр	**Генеральная совокупность**	**Конечная выборка**
Период	2004 - 2016	2004 - 2016
Страны	47 стран*	10 стран*
Отраслевые группы ГСКО	24 группы*	10 групп*
Отрасли RobecoSAM	60 отраслей*	13 отраслей*
Количество наблюдений	3535 компаний**	300 компаний

Составлено по данным RobecoSAM
*- по состоянию на 2016 год
**- по методике RobecoSAM (отбирает компании по эмитированным ценным бумагам [акции, привилегированные акции, ARD], обращающиеся на фондовых рынках, за счет чего некоторые компании дублируются в списке)

Априорно можно сказать, что существует определённый водораздел между фирмами, которые включены в индексы устойчивости, и теми, которые не попадают в них: последние не отвечают требованиям к раскрытию информации об устойчивости. Чтобы принадлежать индексам устойчивости, компании должны разрабатывать и раскрывать информацию, которая отражает

критерии, принятые в вопросах устойчивости; Эта информация обычно появляется в отчетах об устойчивом развитии. Практика, которая следует за критериями устойчивости, формирует инвестиционные и финансовые решения фирм и дает нам хорошую перспективу для наблюдения за корпоративным управлением. Группа по устойчивому управлению активами (SAM Group) проводит аудит и обеспечивает соблюдение критериев. Для фирм, которые раскрывают такую информацию, прозрачность имеет приоритет над другими проблемами. Предполагается, что раскрытие этой информации будет иметь общие положительные последствия. Таким образом, раскрытие информации может представлять собой целенаправленное действие, когда целью является воздействие на поведение разных участников и создание более благоприятных условий, чем у конкурентов, что также несет в себе некоторую выгоду.

Чтобы собрать данные по всем видам раскрываемой отчетности в области экономической и ESG устойчивости, нами было решено использовать информационную базу данных Bloobmerg. С помощью нее были собраны данные по 121-му финансовому и нефинансовому показателю:

Таблица 2.5

Сравнительный перечень показателей

Финансовые	**Устойчивость**	**Руководство**	**Социальное развитие**	**Охрана природы**
Рыночные:	ESG Disclosure score	Governance Disclosure score	Social Disclosure score	Environmental Disclosure score
- Дивиденды	Sustainable Growth Rate	% of Ind. Directors	Fatalities	Emissions (CO2, NOX, SO2)
- Капитализация	CDP Performance Score	CSR Committee	Accidents	Energy consumption
Стоимость компании:	Sustainable inv/ CAPEX	CEO Resp. for CSR	Training policy	Water use
- CF, EV	Inv on Op. Sustainability	Board ave. age	Employee ave. age	Waste
- Мультипликаторы	RobecoSAM Latest Update	GRI	Employee turnover	Environmental fines

Рентабельность		Mgmt CSR bonus	Social Controversies	Envrmtl Controversies
Ликвидность		Female CEO	% Women in workforce	Energy efficiency
Финансовая отчетность		% of Fem Executives	% Minorities in workforce	Climate change policy
		% Women on board	Anti-Bribery policy	Sustainability Packaging

Составлено по данным Bloomberg

К сожалению, по большинству компаний данные до 2010 года оказались неполными, что еще раз подтверждает актуальность данного исследования, учитывая то, как много организаций сейчас начинают обращать внимание на оценку своей нефинансовой ориентации. Тем не менее объем собранной информации является достаточным, и чтобы проводить дальнейшие исследования в этой области.

2.2.Непараметрический тест на равенство средних

Для выявления секторальных различий в чувствительности к уровню устойчивости, данные по компаниям были подвергнуты проверке непараметрическим тестом на равенство средних Манна-Уитни. Данный статистический критерий используется для оценки различий между двумя независимыми выборками по уровню какого-либо признака, измеренного количественно. Основным критерием для ранжирования группировок нами был выбран результат вхождения в общий индекс устойчивости Доу-Джонса (DJSI World). В качестве исследуемых переменных были использованы различные рыночные и внутренние финансовые показатели компаний. Чтобы снизить воздействие случайных эффектов, данные были протестированы в динамике за 3 периода (2014, 2015 и 2016 годы). Ниже представлены результаты этого тестирования по отдельным отраслям за 2016 год с помощью программы SPSS:

Таблица 2.6

Статистически значимые различия средних значений показателей компаний в зависимости от уровня корпоративной устойчивости (по итогам 2016 г.)*

Показатель	Отрасль (ГСКО)							
	Банки	Рынки капитала	Энерге-тика	Матери-алы	Коммунал ь-ные услуги	Информа-ционные технолo-гии	Услуги связи	Розничная продажа еды
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Объем выплаченных дивидендов		-100.14/ **-487.72**		-152.31/ **-367.38**		-3.32/ **-1253.24**	-152.24/ **-1296.22**	-43.49/ **-443.03**
Рыночная капитализация		2680.2/ **15786.95**	5000.23 / **27260.83**	5044.47/ **14955.86**	3980.35/ **13283.69**	2617.28/ **87706.57**	4229.99/ **44146.56**	3021.5/ **20628.87**
Продолжение таблицы 2.6								
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Коэффициент P/B				2.23/**3.08**				
Базовая EPS				0.43/**2.24**			0.24/**0.6**	0.25/**2.63**
FCFF		142.34/ **1263.06**	340.15/ **4011.94**	489.41/ **899**		87.58/ **5417.47**	350.73/ **2913.91**	101.94/ **1064.66**
ROE (Common)	14.09/**9.1**	22.82/**12.37**		11.21/**15.5**				
ROA	1.61/**1.35**		-0.15/**-0.64**	6.27/**5.69**	6.38/**1.89**	11.59/**9.72**		
ROIC					9.33/**4.05**			
Финансовый рычаг				78.62/ **106.4**		11.2/ **421.98**		
WACC				11.15/**9.15**	9.97/**6.22**	12.48/**8.98**	9/**7.68**	10.75/**10.66**
Текущая ликвидность			3.27/**1.73**	2.55/**2.29**	1.27/**0.85**			
Быстрая ликвидность	0.99/**0.19**							

Доля чистого рабочего капитала в активах			21.79/ **5.52**		1.08/ **-3.35**		-	

Составлено по данным Bloomberg и RobecoSAM;
Примечание: жирным цветом выделены средние значения для компаний, вошедших DJSI; указаны значения для уровня p<0.1 и ниже.

Результаты теста Манна-Уитни для банковского сектора выявили примечательную взаимосвязь: для банков, вошедших в DJSI в 2016 году, значения рентабельности капитала и активов в среднем были ниже, чем для тех, что в индекс устойчивости не вошли. Скорее всего, это означает, что внедрение практик корпоративной устойчивости напрямую не отражается на увеличении рентабельности активов (ROA), а, наоборот, снижает ее. Данное снижение является прямым следствием сокращения объема прибыли, за счет высоких инвестиций в КСО. В то же время такие внутренние показатели как ROA отражают эффективность работы менеджмента компании. Таким образом, в краткосрочной перспективе эффективность управления будет снижаться из-за увеличения непроизводственных затрат на природоохранные и социальные мероприятия.

Забегая вперед, стоит отметить, что такая ситуация повторялась и при анализе ряда других секторов, но там, как и в этом случае, данное влияние было характерно и статистически значимо только в пределах одного года. С одной стороны, такая вариация может говорить об отсутствии какого-либо систематического влияния устойчивости на показатели рентабельности, и наличии каких-то случайных эффектов. С другой – для выявления подобных эффектов, случайных или постоянных, корректнее пользоваться результатами построения моделей панельных данных. Нагляднее эту взаимосвязь поможет выявить корреляционная матрица и обычный регрессионный анализ, который будет приведен ниже.

В отличие от рентабельности, более стабильно ведет себя значение рыночной капитализации, которое в среднем больше у банков, вошедших в

DJSI. Данное различие статистически значимо (на 1% уровне) для 2014 и 2015 годов. Значение p-value для 2016 года также довольно низко (p=0.13), тем более если сравнивать с ним вариацию других финансовых показателей, доверительный интервал которых изменяется от довольно высоких (80-90%) до несущественно низких значений. Более крупный размер рыночной капитализации у устойчивых компаний может свидетельствовать об эффективности рынка и о его способности адекватно и своевременно реагировать на внешнюю информацию, а это значит, что инвесторы и спекулянты оценивают акции таких фирм по более высоким ценам.

Значимость в различиях свободного денежного потока между устойчивыми и неустойчивыми компаниями также сильно варьируется от года к году: если разница в размерах FCF и FCFE в 2014 и 2015 годах была статистически велика, то в 2016 году она практически отсутствует. Поэтому данные коэффициенты мы склонны проигнорировать.

Также стоит отметить низкие значения быстрой ликвидности у более устойчивых банков. Нормативное значение данного коэффициента начинается от 1 и из данных таблицы видно, что у компаний, вошедших в DJSI оно заметно ниже (0,19 против 0,99). С другой стороны, такие значения могут обуславливаться низким числом наблюдений по переменной (N=6) ввиду несовершенства источника данных.

В целом, можно сделать вывод, что применение практик корпоративной устойчивости негативно влияет на доходы банков. Более низкое значение оборачиваемости активов, которое значимо на 5% уровне в 2015 году и имеет довольно низкие (близкие к 10% уровню значимости) значения в 2014 и 2016 годах, говорит либо о росте активов, которые неэффективно используют (согласно низкому ROA), либо о более низких объемах продаж у устойчивых банков. Кроме того, ожидается, что сходные результаты покажет тестирование других финансовых компаний, включенных в работу.

С другой стороны, в пользу гипотезы о том, что внедрение моделей корпоративной устойчивости положительно влияет на доходную часть бизнеса, говорит существенно более высокое значение выплаченных дивидендов у банков, включенных в DJSI. В связи с тем, что источником их выплаты является прибыль после налогообложения, увеличение объемов дивидендов может говорить об увеличении дохода, правда только в том случае, если ранее компании была свойственна дивидендная политика. С точки зрения другого подхода, компания может пренебрегать выплатой дивидендов, направляя всю прибыль в собственный рост. Если следовать этой логике, для таких фирм характерно реинвестирование прибыли в основные средства, указывающее на значительный потенциал роста и инвестиционную активность, которая может быть связана и с применением практик КСО. Но как показывают результаты тестирования, такие банки, наоборот, являются менее устойчивыми. В связи с такими противоречивыми результатами, мы склонны предполагать, что более устойчивыми являются компании, осуществляющие открытую дивидендную политику, что, с одной стороны, говорит об отсутствии необходимости в обширных капиталовложениях в существующую деятельность, а с другой, указывает на достаточность средств для удовлетворения требований акционеров и покрытие расходов на природоохранные и социальные мероприятия. В целом такая ситуация скорее говорит о финансовом благополучии компании, что подтверждается и большими объемами рыночной капитализации, исходя из чего мы ожидаем сохранения этих тенденций и в других отраслях. Кроме того, это позволяет сделать вывод о том, что активная политика в области корпоративной устойчивости проводится компаниями не в ущерб выплатам своим акционерам, то есть сохраняются принципы неоклассического подхода.

Здесь стоит отметить, что в существующих исследованиях по данной тематике, авторы намеренно исключают финансовый сектор из анализа, обосновывая это решение фундаментальными отличиями в специфике бизнеса

и применимых практиках корпоративной устойчивости (Ioannou, I., Serafeim, G. 2011; Achim, M.V., Borlea, S.N., 2014). Тем не менее, данное решение обуславливается тем, что последующий эконометрический анализ проводится для всех компаний совокупности без разделения по отраслям. Соответственно, статистический анализ финансовой отрасли отдельно от остальных секторов полностью оправдан.

Рассмотрим результаты теста Манна-Уитни для финансовых компаний. Как и предполагалось, среди других финансовых организаций, также, как и среди банков, существенно значимы различия в выплатах дивидендов между компаниями, вошедшими и не вошедшими в общий индекс устойчивости Доу-Джонса. Данный показатель значительно выше для устойчивых компаний. Тенденция сохраняется и для объема рыночной капитализации, высокие значения которого характерны для компаний, осуществляющих практики КСО. Как и прежде, можно сделать вывод, что устойчивыми финансовыми организациями являются состоявшиеся компании, реинвестирующие прибыль не в ущерб своим акционерам. Более предпочтительными с точки зрения рынка являются и акции этих компаний, базовая EPS которых также значительно выше. Тем не менее, EPS является абсолютным показателем, который необходимо сравнивать в динамике. На приведенной ниже таблице видно, что его значение для не вошедших в DJSI компаний со временем повышается, в то время как для устойчивых ведет себя достаточно противоречиво.

Таблица 2.7

Средние значения базовой прибыли на акцию для финансовых компаний широкого спектра услуг и рынков капитала*

Значение DJSI	Средняя базовая прибыль на акцию		
	2014	2015	2016
Не входит	0,285	0,385	0,565
Входит	2,308	1,898	1,919

Составлено по данным Bloomberg и RobecoSAM

Бухгалтерские показатели для финансовых организаций оказались менее значимыми, среди них хотелось бы отметить только существенные различия в размере FCFE, что соответствует рыночным оценкам; и рентабельность собственного капитала, которая также негативно реагирует на непрофильное использование средств.

Для энергетических компаний оказалось существенным различие средних по показателям, связанных с размером рабочего капитала (Working Capital), такими как коэффициенты ликвидности и доля рабочего капитала в активах. Это, скорее всего, обусловлено спецификой деятельности (газ и нефть учитываются в финансовой отчетности в качестве ТМЗ). Довольно неожиданное значение этих индикаторов – у компаний, не вошедших в DJSI – их значение выше, объясняется при сравнении их с нормативным значением, которое варьируется в диапазоне от 1,5 до 2,5. В приведенной ниже таблице видно, что средние значения текущей ликвидности у менее устойчивых компаний выходит далеко за рамки нормативного интервала.

Таблица 2.8

Средние значения текущей ликвидности для компаний нефтегазовой отрасли*

Значение DJSI	Средняя текущая ликвидность		
	2014	2015	2016
Не входит	3,209	3,815	3,269
Входит	1,5103	1,590	1,729

Составлено по данным Bloomberg и RobecoSAM

Такое существенное превышение может говорить, как об отсутствии доступа к краткосрочному кредитованию, так и о недостаточно активном использовании оборотных активов. В целом же имеет место неэффективная

структура капитала, что подтверждает и значение финансового рычага меньше 100 – существует упущенная возможность повысить рентабельность собственного капитала за счет привлечения заемных средств.

Помимо коэффициентов, рассчитанных на основе бухгалтерских данных, значимыми показателями оказались и объем рыночной капитализации и EV, средние значения которых выше для устойчивых компаний.

Также стоит обратить внимание на само количество индикаторов, величина которых значимо различается для устойчивых и не устойчивых компаний: предполагается, что компании энергетической отрасли более чувствительны к показателям устойчивости, чем финансовые организации. Тот же результат наблюдается у компаний обрабатывающей промышленности и электроэнергетики в связи со специфичностью их деятельности, связанной с обширным использованием природных ресурсов и их обработкой, для которой характерно негативное воздействие на окружающую среду и, как следствие, наличие компенсирующих это воздействие практик.

Обрабатывающее производство – самая чувствительная к уровню устойчивости отрасль не только из-за объема значимых различий между группами переменных, но и по количеству индикаторов, показавших стабильную значимость в течении 3-х периодов, среди которых находится ряд рыночных (EV, базовая EPS, рыночная капитализация, WACC) и бухгалтерских (FCFF, FCFE) показателей. В целом, закономерности, описанные выше для других секторов, сохранены: объем дивидендных выплат, рыночной капитализации и базовая EPS значимо выше у устойчивых компаний. Значение текущей ликвидности у них в 2014 году превышает нормальное значение, но в 2015 и 2016 годах уже находится в пределах нормы: 2,22 и 2,29 соответственно.

В генерирующей отрасли также много значимых результатов, появившихся к 2016 году. Скорее всего, это вызвано тем, что практики устойчивости, применяемые компаниями, со временем порождают все более существенные различия между ними. Кроме того, данный эффект может быть

негативным и для них самих: так, для компаний, вошедших в DJSI, характерно более низкое значение ROA, ROIC и коэффициента текущей ликвидности.

Рентабельность инвестированного капитала (Return on Invested Capital) является важным показателем, характеризующим отдачу на инвестированный капитал и отражает способность компании использовать средства для генерации выручки. Он является индикатором, отражающим прошлую деятельность компании. При этом для устойчивых компаний он значимо ниже, чем для тех, что не вошли в индекс Доу-Джонса. Еще одной важной функцией этого показателя является его связь со средневзвешенной стоимостью капитала (Weighted Average Cost of Debt), высокое значение которого, также характерно для менее устойчивых компаний. Если ROIC больше WACC, то фирма оценена выше, чем ее балансовая стоимость, если меньше – то происходит разрушение стоимости. При этом данное соотношение имеет более негативный эффект для устойчивых организаций в связи с тем, что рентабельность инвестированного капитала у них меньше в большей степени, чем значение его средневзвешенной стоимости. Тоже самое касается значений коэффициента текущей ликвидности 85% (нормативное значение начинается от 150%), который регистрирует наличие трудностей в покрытии текущих обязательств и необходимость сокращать кредиторскую задолженность и оборотные активы. Тем не менее, значение стоимости компании у устойчивых организаций в разы выше (7187,49 и 25988,89 млн. долларов соответственно), поэтому ее снижение можно расценивать как незначительное, тем более, что оно может быть вызвано различными фундаментальными факторами, которые в данной работе не были рассмотрены.

Еще одна группа компаний, среди участников которой широко распространена социально-ориентированная деятельность, отчего тестирование выявило значимые результаты – отрасль информационных технологий, а именно создание ПО и других программных продуктов. Несмотря на отсутствие серьезного негативного воздействия на окружающую среду,

данными фирмами применяется довольно широкий спектр практик КСО, направленный, прежде всего, на привлечение высококвалифицированных кадров. Такая тенденция вызвана наукоемкостью этого производства, в связи с чем, многими компаниями осуществляются социальные инвестиции в регионах присутствия в виде создания различных образовательных программ и развития репутации фирмы «как отличного места работы» для выявления и удержания талантливых сотрудников. Мы ожидаем, что сходные, хоть и в меньшей степени, тенденции характерны и для телекоммуникационных компаний, поэтому предполагаем, что анализ средних у них также выявит значимые различия по широкой группе результирующих.

Среди же разработчиков программного обеспечения тест Манна-Уитни выявил значимые различия в средних значениях переменных, присущих и другим секторам. Среди рыночных коэффициентов – это, прежде всего, объем рыночной капитализации и EV, среди бухгалтерских – значения свободных денежных потоков. Также стоит отметить структурные различия в доле финансового рычага и коэффициенте общей платежеспособности – для устойчивых компаний более характерно использование заимствованных источников и, в связи с чем, неполное покрытие долга своими активами. В то же самое время более низкие значения средневзвешенной стоимости капитала в 2016 году говорят о дешевизне заемного капитала, из чего следует более эффективное управление активами.

Также стоит отметить значимость в различиях коэффициента P/B, которая была крайне существенна в 2014 году ($p=0.07$) и близко к существенному уровню в 2015 и 2016 годах. Данный коэффициент отражает стоимость активов компании, сформированных за счет собственных средств, в расчете на одну акцию. К сожалению, он применим только для компаний, на балансе которых есть материальные активы (здания, земля или финансовые активы в случае банков), и не подходит для оценки сервисных или технологичных компаний, у

которых основные активы – нематериальные (патенты, лицензии, торговые марки).

Для телекоммуникационных компаний сохранились тенденции, описанные в предыдущих случаях: для устойчивых фирм характерны более высокие объемы выплаченных дивидендов, рыночной капитализации, базовая EPS, значения свободных денежных потоков и более дешевая стоимость капитала.

Данный тренд сохраняется и для компаний розничной торговли продуктами. Здесь также хотелось бы отметить сохранение высокого уровня значимости у всех показателей в течении нескольких периодов. В 2016 году более высокие значения положительных коэффициентов характерны для устойчивых компаний.

В целом, как и предполагалось, можно сделать вывод о том, что устойчивым компаниям характерны более высокие значения финансовой результативности. Существует ряд показателей, таких как, рыночная капитализация, объем выплаченных дивидендов, стоимость компании, свободный денежный поток), значения которых существенно различаются между компаниями, вошедшими и не вошедшими в DJSI, в разрезе различных отраслей экономики. При этом они существенно выше для фирм, осуществляющих практики КСО. С другой стороны, стоит отметить негативные тенденции в заниженных показателях рентабельности у этих организаций, таких как ROA. Нагляднее эту взаимосвязь можно проследить на следующих диаграммах:

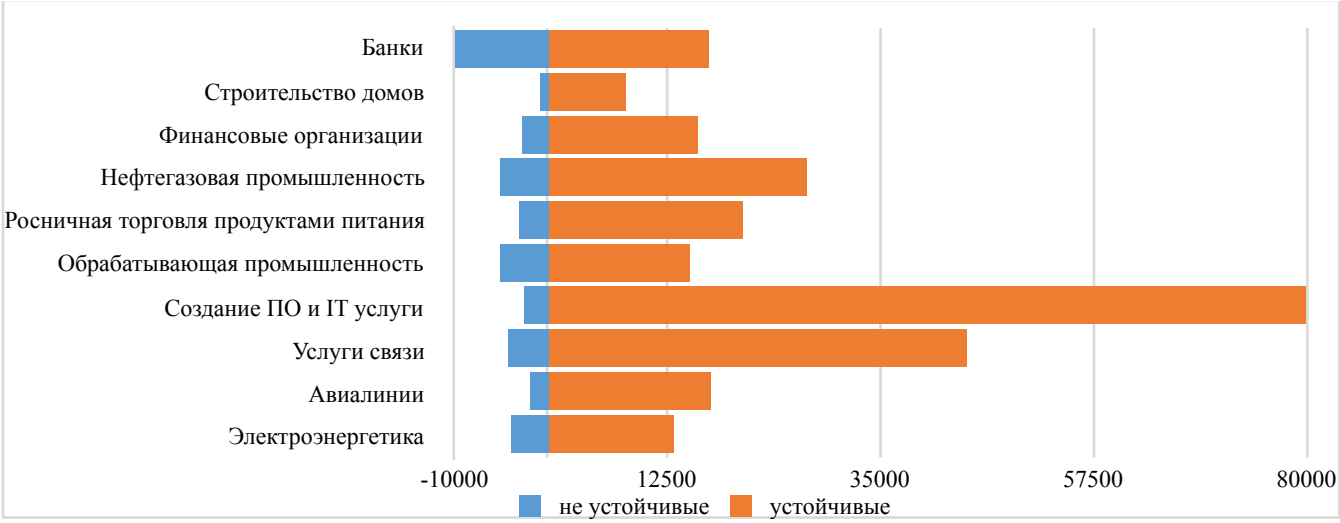


Рис.2.2. **Средний размер рыночной капитализации (млн. долл.) по отраслям**
Составлено автором

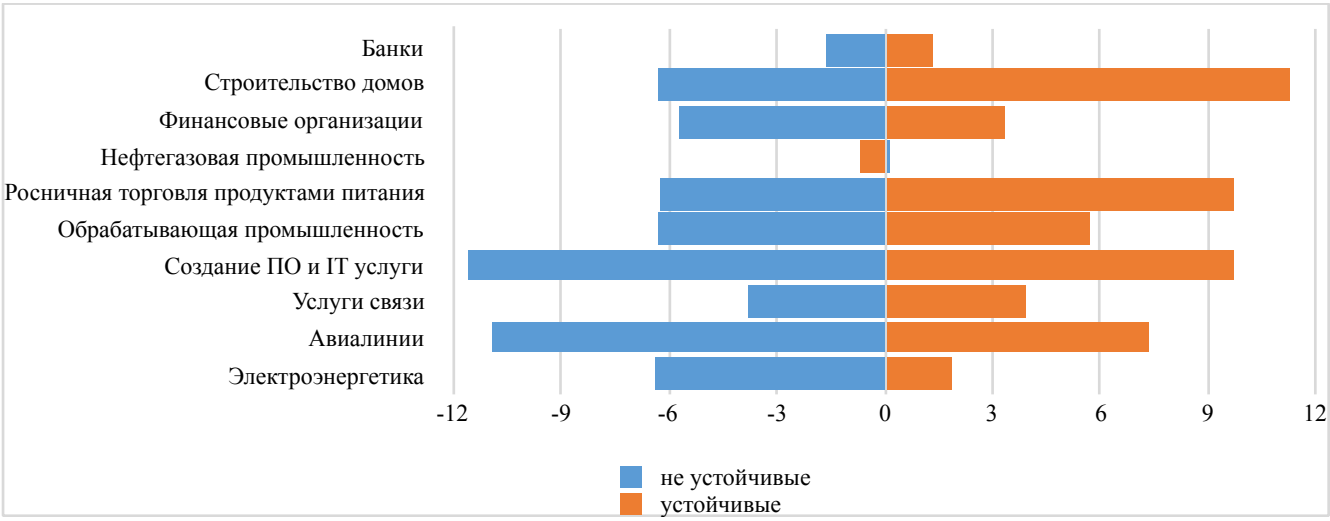


Рис.2.3. **Среднее значение рентабельности активов по отраслям**

Также есть ряд других индикаторов (в основном это бухгалтерские коэффициенты), динамика которых различается для разных секторов. Так, устойчивость положительно влияет на рентабельность собственного капитала в обрабатывающей промышленности, отрасли IT, в сфере услуг связи и розничной продаже продуктов питания, в то время как для других секторов она оказалась негативным или незначимым фактором. То же касается коэффициентов ликвидности и финансового рычага, значения которых меняются в зависимости от отрасли. Тест Манна-Уитни не позволяет определить являются ли такие противоречия случайными флуктуациями или

структурными эффектами, чья статистическая значимость будет сохраняться всегда.

2.3.Регрессионный анализ влияния корпоративной устойчивости

Для более глубокой оценки влияния корпоративной устойчивости на экономические показатели фирм, нами был применен регрессионный анализ. Построение эконометрических моделей в исследованиях, направленных на выявление подобной взаимосвязи, осуществлялось многократно, среди них хотелось бы выделить работу гарвардских ученых «The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance» (Eccles, Robert G., Ioannis Ioannou, and George Serafeim), различные монографии румынских авторов Monica Violeta Achim и Borlea Nicolae Sorin, посвященные изучению социально-ответственных и природоохранных инвестиций, а также многие другие. К сожалению, большинство данных работ игнорируют отраслевую специфику рассматриваемых компаний, в лучшем случае выделяя лишь финансовый сектор, в то время как остальные рассматриваются в общей совокупности. В данной работе нами было решено восполнить этот пробел, изучив влияние ESG-практик на финансовую результативность в разрезе различных секторов, как это было сделано выше при анализе средних значений.

С целью измерения экономических показателей фирм в литературе по этой тематике существует 2 подхода:

1. Оценка бухгалтерских или производных от бухгалтерских показателей, которая отражает внутреннюю эффективность, выраженную через различные индикаторы рентабельности, эффективности, ликвидности и роста, такие как: рентабельность продаж (Return on Sales, ROS), рентабельность активов (Return on Assets, ROA), рентабельность активов по денежному потому (Cash Flow Return on Assets), рентабельность собственнгоо капитала (Return on Equity, ROE), оборачиваемость активов

(Assets Turnover), финансовый рычаг (Leverage ratio), размер рабочего капитала (Working Capital), темп роста (Growth Ratio), итд.

2. Оценка рыночных или производных от рыночных показателей, отражающих внешнюю эффективность компании, выраженную в объеме рыночной капитализации, соотношении рыночной и балансовой стоимости акции (Price-to-Book Ratio), прибыли на акцию (Earnings per Share), соотношении рыночной стоимости и выручки на акцию (Price-to-Sales Ratio), дивидендном доходе (Dividends yield), Q Тобина (Tobin's Q) и другие.

Чтобы воспользоваться преимуществами обоих подходов, нами было решено использовать по три коэффициента каждой из этих групп. В соответствии с этим, были выбраны:

1. Показатели внутренней результативности:

Из всех финансовых коэффициентов, представляющих доходность в финансовой литературе, наиболее известными и широко распространенными являются: маржа прибыли, ROA и ROE. Целью данных коэффициентов является измерение степени эффективности, с которой фирма использует свои активы, и степенью эффективности, с которой менеджмент ею управляет. В центре их внимания является итоговый результат финансовой деятельности организации или чистая прибыль. При прочих равных условиях, очевидно, что желательна относительно высокая рентабельность. Высокая норма (маржа) прибыли (PM) отражает низкие расходы компании относительно ее продаж. Рентабельность активов (ROA) – показатель прибыли за доллар активов. Рентабельность собственного капитала (ROE) – показатель прибыльности акционерного капитала. Поскольку основополагающая цель большинства публичных компаний – это приносить прибыль своим акционерам, ROE является истинным показателем результатов деятельности фирмы.

2. Показатели внешней результативности:

Рыночные показатели компании в основном направлены на инвесторов и тех акционеров, что предпочитают этот вид измерения рентабельности, в связи с тем, что они лучше отражают их доход (стоимость активов). В данной работе мы использовали в качестве зависимых переменных:

- объем рыночной капитализации, отражающий рыночную оценку компании на основании сделок с ее акциями;
- P/B коэффициент, равный отношению рыночной капитализации фирмы к ее балансовой стоимости;
- коэффициент Тобина (Tobin's Q), равный отношению рыночной стоимости фирмы к восстановительной стоимости ее активов;

Формально рыночная капитализация представляет собой стоимостную оценку трех компонентов:

- чистых активов фирмы, гудвилла, как совокупности уникальных характеристик, и сформированных их оценкой ожиданий рынка;
- организационно-технологической структуры фирмы, ее деловых связей;
- ожиданий инвесторов в отношении ценных бумаг, эмитированных компаней.

P/B коэффициент не предоставляет никакой информации о способности компании приносить прибыль акционерам, однако этот коэффициент даёт инвестору представление о том, не переплачивает ли он за то, что останется от компании в случае её немедленного банкротства.

В данной работе мы использовали приблизительный коэффициент Тобина, равный отношению суммы рыночной капитализации фирмы и стоимости ее долга к стоимости всех активов.

В качестве показателей устойчивости, чье воздействие на изучаемую переменную будет изучаться, мы использовали:

- DJSI World – фиктивная переменная, отражающая вхождение компании в общемировой индекс устойчивости Доу Джонса (результаты предоставлены компанией RobecoSAM);

- RobecoSAM Total Sustainability Rank – общая оценка корпоративной устойчивости фирмы, выполненная компанией RobecoSAM в 2016 году, принимающая значения от 1 до 100 (данные Bloomberg).

С целью как можно лучше измерить влияние корпоративной устойчивости на финансовые результаты компаний, нами были использованы контрольные переменные. Добавление этих регрессоров в исследываемую модель приводит к повышению точности объяснения степени влияния на независимую переменную:

- Размер фирмы (натуральный логарифм от суммарных активов, либо натуральный логарифм от выручки);
- Интенсивность капитала (отношение суммарных активов к объему продаж);
- Темп роста выручки относительно предыдущего отчетного периода;
- Устойчивый темп роста, отражающий способность фирмы расти за счет собственного капитала (Return on Common Equity*[(1 - Dividend Payout Ratio) / 100]) (Sus_Growth_Rate);
- Кредитное плечо, или финансовый рычаг (объем долговых обязательств к собственному капиталу);
- Коэффициент текущей ликвидности;
- Базовая прибыль на акцию;
- Показатель выплаты дивидендов (отношение объема выплаченных дивидендов к чистой прибыли)

Также в качестве объясняющих переменных использовались изучаемые финансовые и рыночные индикаторы, если модель строилась не для них. При этом среди контрольных переменных, включаемых в модель, прежде всего, отдавалось предпочтение показателям размера фирмы и интенсивности капитала, чтобы сделать форму спецификации наиболее универсальной.

Таким образом, предполагаемую модель исследования можно представить в виде:

$FP_i = f(C_i; I_i)$, где

FP_i - финансовая результативность деятельности компании i

C_i - контрольная переменная, относящаяся к компании i;

I_i - нематериальный показатель (устойчивость) компании i

Тестируемые спецификации:

$$ROA = \alpha_1 + \alpha_2 * FirmSize + \alpha_3 * CI + \alpha_4 * Control\ Variables + \alpha_5 * Sustainability + \varepsilon$$

$$ROE = \beta_1 + \beta_2 * FirmSize + \beta_3 * CI + \beta_4 * Control\ Variables + \beta_5 * Sustainability + \omega$$

$$PM = \gamma_1 + \gamma_2 * FirmSize + \gamma_3 * CI + \gamma_4 * Control\ Variables + \gamma_5 * Sustainability + \psi$$

$$MarkCap = \delta_1 + \delta_2 * FirmSize + \delta_3 * CI + \delta_4 * Control\ Variables + \delta_5 * Sustainability + \chi$$

$$P/B = \lambda_1 + \lambda_2 * FirmSize + \lambda_3 * CI + \lambda_4 * Control\ Variables + \lambda_5 * Sustainability + \varphi$$

$$Tobin's\ Q = \mu_1 + \mu_2 * FirmSize + \mu_3 * CI + \mu_4 * Control\ Variables + \mu_5 * Sustainability + \upsilon$$

В результате нами был построен ряд моделей, объясняющих влияние применения практик корпоративной устойчивости на финансовые результаты компаний, выраженные во внутренних и внешних показателях, по различным отраслям экономики. С целью повышения качества регрессии, в некоторых случаях нам пришлось изменить функциональную форму спецификаций, взяв натуральный логарифм от используемых переменных. Представленные ниже модели являются наиболее значимыми с точки зрения статистических показателей, таких как значения статистики Фишера, Стьюдента, объясненной доли дисперсии зависимой переменной, фактора инфляции дисперсии (VIF), результатов теста на пропущенные переменные (RESET-тест Рамсея) и теста не

гетероскедастичность остатков (тест Бройша-Пагана). Расчеты были выполнены с помощью статистического пакета Stata/MP 13.0.

Полученные результаты для наглядности были сведены в единую таблицу, отражающую как вхождение/не вхождение в индекс устойчивости Доу-Джонса и сводная оценка корпоративной устойчивости, выставленная RobecoSAM, воздействуют на экономические показатели компаний. В целях получения наиболее правдоподобных результатов, которые носили бы постоянный эффект, регрессии были построены по данным 2015 и 2016 годов.

Таблица 2.9

Влияние практик корпоративной устойчивости на финансовые результаты компаний по отраслям

Показа-тель	Банки	Рынки капитала	Нефтегаз. пром-ть	Электро-энергетика	Обрабат. пром-ть	Услуги связи	Создание ПО	Рознич. торговля продуктами
2015								
ROA	нет	+	нет	нет	нет	нет	нет	+
ROE	-	нет	нет	-	-	нет	нет	+
PM	нет	нет	нет	нет	нет	нет	нет	нет
MC	+	+	+	+	+	+	нет	+
P/B	нет	нет	+	+	нет	+	нет	нет
Q Tob	нет	нет	+	+	нет	+	нет	нет
2016								
ROA	нет	+	+	нет	нет	нет	нет	+

Продолжение таблицы 2.9

Показа-тель	Банки	Рынки капитала	Нефтегаз. пром-ть	Электро-энергетика	Обрабат. пром-ть	Услуги связи	Создание ПО	Рознич. торговля продуктами
ROE	-	-	+	нет	нет	нет	нет	+
PM	+	нет	нет	нет	нет	нет	нет	нет
MC	+	+	+	+	+	+	нет	+

P/B	+	нет	+	нет	нет	+	нет	нет
Q Tob	+	нет	+	нет	нет	+	нет	нет

Составлено автором
Примечение: **нет** – не удалось составить статистически значимую модель

Таким образом, можно сказать, что корпоративная устойчивость положительно влияет на рыночные показатели компаний, такие как: объем рыночной капитализации, соотношение рыночной к балансовой стоимости, коэффициент Тобина. Что касается внутренних показателей результативности, то это влияние неоднозначно и может изменяться в зависимости от отрасли, в которой компания осуществляет свою деятельность. Так, для финансовых организаций, не относящихся к банкам, рентабельность активов показала положительную связь, в отличие от других секторов, в которых статистически значимое воздействие обнаружить не удалось, несмотря на то, что сходные результаты были показаны и при анализе средних значений. Похожей спецификой обладает и нефтегазовая промышленность, показавшая в 2016 году увеличение ROA при применении практик корпоративной устойчивости. Правда, подобное отношение может быть и случайным, так как в предыдущем периоде оно не было выявлено.

Также хотелось бы объяснить отсутствие двух секторов: строительный бизнес и авиалинии не были рассмотрены в данном анализе, так как выявили предельно низкое количество наблюдений. Эта погрешность может быть устранена в дальнейших исследованиях, посвященным данной тематике за счет увеличения количества наблюдений по соответствующим секторам. Кроме того, построение моделей для IT-сегмента не выявило каких-либо значимых результатов во влиянии применения практик корпоративной устойчивости на финансовые показатели. На наш взгляд — это можно объяснить спецификой компаний, занимающихся разработкой ПО, которые представляют собой современные наукоемкие производства, в большей степени основанные на человеческом капитале, что определяет социальную направленность данного

вида бизнеса. С точки зрения экологической ориентации, данная отрасль не несет серьезного воздействия на окружающую среду, в связи с чем «зеленые» технологии внедряются здесь в куда меньшей степени. Также стоит отметить, что программное обеспечение является достаточно уникальным продуктом, в следствие чего, товар-заменитель для конкретного изделия может отсутствовать, что обуславливает его низкую эластичность и, как следствие, относительно стабильный уровень прибыли, в независимости от предпочтений клиентов.

Как упоминалось выше, в качестве индикаторов устойчивости выступала либо переменная DJSI, либо оценка корпоративной устойчивости по методике RobecoSAM. Данный подход оправдал себя, так как значения коэффициентов перед ними во многих случаях отличались, также, как и отличался их знак. Так, показатель оценки социальных, природоохранных и экономических параметров RobecoSAM оказался более слабым, чем просто индекс устойчивости Доу-Джонса, у которого значение коэффициентов значительно выше, в связи с чем мы отталкивались именно от этого фактора.

Рассмотрим более подробно результаты внутри каждой отрасли. Для банков влияние КУ на рентабельность активов по данным 2015 года не было выявлено, ее влияние на рентабельность собственного капитала оказалось негативным, а на норму прибыли и рыночные показатели – положительным. При этом данное воздействие было характерным и для 2016 года, что говорит о достижении значимых результатов.

Корпоративная устойчивость занимает особое место в банковской сфере: из-за недавнего глобального мирового кризиса, последствия которого распространились на весь мир, многими банками была осознана необходимость создания такой системы управления, которая была бы способна не только поддерживать текущую результативность процессов банковской системы, но и обеспечивать ее эффективность и надежность в долгосрочной перспективе. Поэтому сегодня многими банками в свою деятельность внедряются принципы

корпоративного управления и корпоративной социальной ответственности, что позволяет им систематизировать регулирование процессов, создать эффективную IT-поддержку, повысить информационную открытость результатов своей финансовой и нефинансовой деятельности, вернуть доверие банковской системе и обеспечить реализацию ее развития. Так, например, политика ПАО «Сбербанк» в области корпоративной устойчивости основывается на следующих принципах, определенных международным стандартом ISO 26000[5]:

- Принцип подотчетности;
- Принцип прозрачности;
- Принцип этичного поведения;
- Принцип уважения интересов заинтересованных сторон;
- Принцип соблюдения верховенства закона и международных норм поведения;
- Принцип соблюдения прав человека.

Основными преимуществами внедрения системы КСО для банков являются: повышение репутации и стоимости бренда, сокращение операционных расходов, увеличение качества обслуживания, лояльности клиентов и повышение конкурентоспособности, что в конечном счете ведет к увеличению объемов продаж и темпов экономического роста. Этим обусловлено и повышение нормы прибыли для корпоративно устойчивых банков. Кроме того, очевидно, что реализация внедрения систем корпоративного управления требует серьезных затрат и сопутствующих издержек на ее информационное обеспечение. Скорее всего, снижение рентабельности собственного капитала обуславливается именно этим фактором. Оно также может происходить и из-за того, что рост прибыли происходит в меньшей степени, чем наращивание капитала. В то же самое время, важной частью собственного капитала является нераспределенная прибыль

[5] Политика компании Сбербанк в области устойчивого развития // http://www.sberbank.ru/csr/approach

предыдущих периодов, которая была сохранена «до лучшего времени». Банки, не израсходовавшие полученные денежные средства, могут перевести этот доход на формирование или увеличение фондов. Если обратиться к результатам непараметрического теста, который был проведен параграфом ранее, то можно обнаружить, что банки, вошедшие в DJSI, осуществляли более обширные дивидендные выплаты, что также подтверждает положительное влияние применения практик КСО на выручку. В случае же, если выручка не изменилась, это говорит о сокращении операционных расходов, что также положительно сказывается на итоговом результате финансовой деятельности.

Деньги предыдущих периодов, сохраненные в виде собственного капитала, могут быть израсходованы на внедрение более эффективных бизнес-процессов и, что важно для банков, IT-поддержку существующих. После того как подобные инвестиции будут осуществлены и капитализированы, размер активов будет увеличен, что, при прочих равных условиях, снизит эффективность их управления. С другой стороны, как говорилось выше, полученная прибыль может быть распределена и среди акционеров, а, следовательно, размер фондов останется прежним. Такие противоположные результаты в отношении рентабельности активов приводят к отсутствию значимого результата по данной величине.

При всем при этом, рыночные показатели ведут себя достаточно однозначно. В соответствии с сигнальной теорией, действия банков, направленные на создание долгосрочной ценности для своих стейкхолдеров, получают положительный отклик со стороны потенциальных инвесторов, за счет чего происходит рост стоимости акций и объемов рыночной капитализации. Рыночные оценки, как правило, отличаются от бухгалтерских в связи с тем, что учитывают и синергетический эффект от деятельности компании, рассматривая не только балансовую стоимость активов, но и существующие деловые связи, репутацию банка и его бренд в стоимостном выражении. Поэтому коэффициент P/B – является важным для банка

мультипликатором, с помощью которого инвесторы также могут оценивать эффективность использования средств акционеров по отношению к требуемым ставкам доходности на рынке и свою переплату в случае немедленной ликвидации компании. Данный показатель может быть рассчитан двумя способами: как отношение рыночной капитализации компании к балансовой стоимости банка, и как отношение рыночной стоимости акции к ее стоимости по Форме №1 финансовой отчетности. Его снижение говорит о том, что акции компании недооценены. Помимо прочего, для более глубоко анализа коэффициента P/B, необходимо учитывать и его величину относительно других фирм отрасли, но в связи с региональными различиями вариация этого индикатора оказалась достаточно велика, что снизило его значимость при анализе средних. В общем случае, при прочих равных условиях, применение практик корпоративной устойчивости закономерно оказывает положительное воздействие на P/B, что обуславливается более высокими темпами роста объемов рыночной капитализации по сравнению с ростом балансовой стоимости.

Схожим импульсом обладает и коэффициент Тобина, по сути являющийся скорректированным на величину долга мультипликатором P/B. Этот индикатор также отражает рыночную оценку стоимости капитала компании по отношению к той, что указана в финансовой отчетности. Соответственно, его значение выше единицы говорит о том, что восстановительная стоимость капитала компании оценена рынком выше, и банк может выпустить дополнительные акции, с доходом вложив средства в капитал. С другой стороны, более низкие значения, как и в случае с P/B, означают, что рынок недооценивает компанию.

Для рынков капитала влияние корпоративной устойчивости на финансовые результаты оказалось подобным тенденциям, присущим банковскому сектору. Применение ESG практик также снижает значения рентабельности собственного капитала и обуславливает рост рыночной капитализации у них. С другой стороны, построение регрессий не выявило

существенного воздействия КУ на коэффициенты P/B и Тобина в этой отрасли. Также нельзя говорить и о значимом изменении доли прибыли в выручке. Такой результат, параллельно с увеличением ROA, может достигаться только в том случае, если прибыль компании увеличивается в той же степени, что и объем выручки, то есть при отсутствии оптимизации бизнес-процессов, снижающих операционные издержки.

Очевидно, что биржи, как компании, осуществляющие этот специфический вид деятельности, применяют единый подход к фирмам, которые производят листинг на их площадках, поэтому структура их основной деятельности принимает минимальные изменения. В то же время такие организации обладают широчайшими полномочиями в плане воздействия на своих стейкхолдеров путем внедрения различных регуляционных механизмов, которые могут быть использованы для развития социальной ориентации всех остальных видов бизнеса (Киселева Е.В. «Методы фондовых бирж по усилению социальной ориентации компаний» // Экономика и социум №11(30) 2016), из-за чего при оценке их корпоративной устойчивости применяются несколько другие методы. Биржи могут устанавливать различные требования по раскрытию информации, в том числе, по КСО, а также участвовать в составлении индексов устойчивого развития. Их ключевой особенностью в рамках стейкхолдерского подхода также является способность влиять, помимо эмитентов ценных бумаг, на инвесторов. Например, требования листинга, носящие как рекомендательный, так и обязательный характер, могут ограничивать доступ на рынок неэкологичных фирм, что, в свою очередь, обеспечивает размещение средств инвесторов только в социально-ответственных корпорациях. Такая практика, с одной стороны, позволяет получить более подробную информацию о публичных компаниях для потенциальных акционеров, а с другой, стимулирует эмитентов внедрять практики корпоративной устойчивости. Наиболее известным среди этих мер является подход «соблюдай или объясняй» («Comply or Explain Statement»),

который заключается в том, что компания должна подробно объяснить свой отказ от публикации отчетности в области КСО в случае его отсутствия, либо выполнить все требования, определенные биржей. Данный подход имеет «мягкий» характер, так как его несоблюдение не ведет к каким бы то ни было санкциям, но, тем не менее, его применение во многом стимулирует эмитентов выпускать полный перечень нефинансовых отчетов.

Внедрение биржами индексов устойчивости также побуждает публичные компании предоставлять прозрачную отчетность и применять практики КСО, создавая конкурентное преимущество для фирм, желающих попасть в такой индекс.

Кроме того, компаниями этой отрасли осуществляется популяризация концепции устойчивого развития среди своих заинтересованных сторон. Многими из них создаются специальные рабочие группы, которые проводят конференции и тренинги в рамках социально-ориентированных институтов и альянсов бирж (таких как Всемирная федерация бирж), продвигая идеи КСО для различных слоев населения по всему миру.

Следующей отраслью, рассматриваемой нами, является нефтегазовая промышленность, представленная, прежде всего, крупными транснациональными корпорациями. Стоит отметить, что их роль и вес в регионах базирования является стратегически важным и для самой страны: успешная деятельность таких компаний ведет к существенному увеличению ВВП, созданию новых рабочих мест и развитию инноваций. С другой стороны, отсутствие устойчивости в их бизнес-процессах может приводить к серьезным экологическим и социальным последствиям, чем оправдывается широчайшее применение практик КСО. Помимо потенциальных угроз, обусловленных спецификой деятельности этих фирм, существует общественное давление, которое также подталкивает их к более широкому взаимодействию в сложной среде социальных институтов.

Таким образом, стратегия КСО данными компаниями может быть выражена:

1) В виде ответственности перед обществом:

- Соблюдение текущего законодательства страны базирования и стран (регионов) присутствия, внедрение антикоррупционной политики, политики полового равенства;
- Соблюдение прав человека;
- Участие в регулирование нефтегазовой отрасли стран базирования;
- Развитие и поддержка инфраструктуры регионов присутствия;
- Осуществление спонсорской и благотворительной деятельности;
- Сотрудничество с университетами, подготовка кадрового резерва компании, довузовская подготовка молодых специалистов;

2) В виде взаимодействия с персоналом:

- Создание системы объективной оценки результатов труда и соразмерного уровня вознаграждения, в соответствии с опытом, знаниями и сложностью выполняемых работ;
- Исследование региональных рынков труда и обеспечение конкурентной заработной платы, либо на уровне выше рыночного;
- Обеспечение безопасности на производстве, соблюдение санитарных норм;
- Проведение политики повышения квалификации кадров за счет осуществления различных тренингов и программ на базе собственных или партнерских учебных центров;
- Взаимодействие с профсоюзами, предоставление социальных льгот, реализация программ пенсионного обеспечения и предоставления жилья, поддержка здорового образа жизни сотрудников и здоровых трудовых отношений, осуществление обратной связи;
- Проведение мероприятий по укреплению репутации компании среди персонала;

3) В виде взаимодействия с бизнес-средой:

- Учет мнений акционеров, предоставление им доступа к корпоративной информации, информирование инвесторов с помощью публичной отчетности;
- Соблюдение принципов деловой этики;
- Использование открытой системы тендеров;
- Создание благоприятных условий для долгосрочного сотрудничества с контрагентами, ориентация на принципы открытости и честной конкуренции;

4) В виде экологического менеджмента:

- Внедрение инновационных технологий энерго- и ресурсосбережения, вторичное использование отходов, в том числе попутного природного газа;
- Имплементация политики сокращения эмиссии вредных веществ, политики противодействия изменению климата;
- Осуществление природоохранного надзора;
- Повышение надежности основных фондов, трубопроводов, вышек и тп.;
- Строительство очистных сооружений, использование инновационных методов обнаружения и ликвидации аварийных разливов нефти, предупреждения и реагирования при чрезвычайных ситуациях;
- Проведение обучающих тренингов по требованиям безопасности для персонала.

Указанные практики, такие как социально-ориентированные мероприятия, во многом характерны и для компаний других отраслей, но именно в нефтегазовой отрасли имеют наиболее широкое применение. Схожая специфика деятельности других секторов промышленности, связанных с потенциальной экологической опасностью, также вынуждает многие компании этой сферы оказывать повышенное внимание применению стандартов корпоративной устойчивости. При этом, в связи с тем, что риск возникновения

катастрофы на предприятиях нефтегазового производства присутствует одинаково на всех стадиях бизнес-процесса, начиная от добычи полезных ископаемых, заканчивая транспортировкой и хранением готовой продукции, а также учитывая объемы поставок и их, во многих случаях, транснациональный уровень, обуславливающий соблюдение международного законодательства и норм отдельных стран, наиболее полный спектр практик КСО определен именно здесь. Поэтому для большинства компаний этой отрасли характерен стратегический уровень использования социальных и природоохранных мер, с одной стороны, и повышенное внимание как со стороны общественности и государства, так и со стороны акционеров и инвесторов с другой.

Этим также объясняется и то, что осуществление практик корпоративной устойчивости среди компаний данного сектора обеспечило по итогам 2016 года значимый рост всех исследуемых финансовых результирующих за исключением нормы прибыли. Применение ресурсо- и энергосберегающих технологий, а также использование отходов второго цикла и совершенствование способов хранения конечной продукции значительно сокращает операционные издержки, что в конечном счете увеличивает рентабельность активов и капитала. Развитие долгосрочных связей с контрагентами и заметные инвестиции в безопасность собственного производства увеличивают количество и объемы контрактов, что также ведет к увеличению выручки, не смотря на всеобъемлющее падение цен на нефть. Обеспечение высокого уровня внутренних показателей экономических результатов было отражено и во внешних: при прочих равных условиях, применение стратегии корпоративной устойчивости привело к росту рыночной капитализации, росту коэффициента P/B и коэффициента Тобина. Очевидно, что рынок однозначно поощряет экологическую ориентацию нефтегазовых компаний.

Менее выраженная взаимосвязь между финансовыми показателями и уровнем устойчивости в 2015 году на наш взгляд может быть объяснена более глубоким падением цен на нефть, который сгладил различия между теми и

другими компаниями. Если данная теория верна, возникает вопрос о корректности применения термина «устойчивость», учитывая, что эта стратегия не оправдывает себя в период серьезных шоков.

Как и ожидалось, компании обрабатывающей промышленности и электроэнергетики имеют схожие тенденции с компаниями нефтегазового сектора, исключение составил лишь показатель рентабельности собственного капитала, что, скорее всего, говорит о том, что фирмы этих секторов наращивают свои резервные фонды с помощью нераспределенной прибыли. Так, для компаний обрабатывающего производства, среди которых в данной работе рассматривались предприятия металлопрокатной и сталелитейной промышленности в 2015 году был характерен серьезный спад стоимости продукции на биржевых рынках сырья. Возможно, консервация прибыли в капитале была оправдана именно этим фактором.

Следующей отраслью, подвергнутой анализу, был сектор телекоммуникационных услуг, доминирующее положение в котором занимает рынок мобильной связи. Формируя коммуникационную структуру в экономической жизни страны, а также способствуя повышению коммуникаций внутри населения, данный сегмент бизнеса также имеет большое значение для государства и оказывает сильнейшее влияние на современное состояние и развитие общества. Данные фирмы по природе своего бизнеса выполняют важную социальную функцию, обеспечивая связь и возможность участия в социуме как жителям отдаленных регионов, так и людям с ограниченными возможностями. Таким образом, принципы корпоративной устойчивости интегрированы в специфику этих компаний и напрямую связаны с их профильной деятельностью, чего не может быть достигнуто на том же уровне в других отраслях.

По итогам построения регрессионных моделей можно сделать вывод, что влияние применения практик корпоративной устойчивости никак не сказалось на внутренних результатах финансовой деятельности компаний этой отрасли,

зато данный факт стал побудительным сигналом для роста рыночных оценок. Подобное «безразличие» показателей, основанных на прибыли, объясняется тем, что данный рынок обладает многими признаками олигополистической конкуренции. В связи с тем, что основным драйвером выручки у данных компаний являются ее клиенты, а сами компании являются слишком похожими друг на друга, оттока потребителей не происходит, как и не меняется объем потребляемых ими услуг.

В завершении хотелось бы упомянуть отрасль розничной торговли продуктами питания, анализ которой показал наибольшую подверженность финансовых результатов влиянию применения практик корпоративной устойчивости. Так, в разрезе обоих периодов была выявлена положительная зависимость между вхождением компании в сводный индекс устойчивости Доу-Джонса и показателями рентабельности активов и капитала, и объемом рыночной капитализации компании. Здесь стоит отметить, что, помимо увеличения коэффициента ROA, статистически значимую взаимосвязь с которым удалось выявить еще только у рынков капитала, значения коэффициентов перед переменными у регрессоров в моделях, построенных для организаций этого сегмента, превышают значения коэффициентов в моделях для других секторов в несколько раз. Во многих отраслях эта цифра не превышает единицы, в то время как в розничной торговле оно достигает 19.9, что говорит о высоком влиянии корпоративной устойчивости в этом виде деятельности. Такая сила связи также объясняется применением ресурсного подхода и экономии на отходах предприятия: ритейлеры внедряют политику энергосбережения, обеспечивают себя энергией, произведенной за счет возобновляемых источников, снижают количество упаковки там, где это возможно. Изменение структуры цепочек поставок, направленное на увеличение продаж продукции местных производств, сокращает объем эмиссии парниковых газов, т.к. снижается количество топлива, затрачиваемого на транспортировку. Помимо этого, политика сдачи мусора в переработку взамен

вывоза его на полигон в развитых странах приносит дополнительную прибыль. Все эти факторы ведут к более эффективному использованию активов и капитала, за счет чего увеличивается их рентабельность.

ГЛАВА 3. АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ КОРПОРАТИВНОЙ УСТОЙЧИВОСТИ ПО СТРАНАМ

3.1.Анализ панельных данных

Несмотря на то, что предыдущая часть работы была посвящена оценке межотраслевых различий в степени влияния применения стратегии

корпоративной устойчивости на финансовые результаты, мы не могли не обратить внимания на наличие структурных различий и в международной динамике, учитывая существующий исследовательский задел в этой области. (Moskowitz, M., 2010)

В каждой стране теории и стили корпоративной устойчивости формируются под воздействием национальной культуры и ее специфики. Анализ работ, рассматривающих мировую практику, позволяет выделить 6 основных разновидностей социального партнерства, каждая из которых повлияла на становление определенной модели КСО в том или ином государстве или регионе. Основным различием этих моделей является источник принятия решения о необходимости имплементации соответствующей стратегии: бизнес определяет меру своего вклада в развитие общества, с одной стороны, или согласование общественных интересов производится другими официальными или неофициальными институтами, впоследствии предъявляющих требования к бизнесу, с другой. В соответствии с тем, какой из этих подходов применяется, согласно терминологии Д. Маттена и Дж. Муна (Matten D., Moon J., 2004.), модель считается «открытой» или «закрытой».

Рассмотрим подробнее каждую из моделей:

1) Американская

Американская модель распространена в США, странах Латинской Америки и в англоязычных странах Африки, и прежде всего характеризуется тем, что активность в области корпоративной устойчивости инициируется самими компаниями. В связи с тем, что она предусматривает максимальную самостоятельность организаций в определении своего вклада в общество, данная модель – единственная, которая относится к «открытому» типу.

Ключевым аспектом данного подхода является ориентация на развитие человеческого потенциала как в пределах компаний, так и в социуме в целом, поэтому основными стейкхолдерами в американской модели КСО являются персонал, различные НКО и местные сообщества.

Также данная модель характеризуется достаточно низким уровнем государственного регулирования, который в основном выражен стимулирующими нормативными актами, сокращающими льготы по налогу на прибыль или вычитающих сумму благотворительных вкладов из налогооблагаемого дохода. Однако, в последнее время, в связи с многочисленными корпоративными скандалами, произошедшими в крупнейших американских компаниях[6], американская модель претерпевает некоторые изменения в степени вмешательства государства в социальные проблемы.

2) Канадская

Канадская модель по основным признакам во многом схожа с американской моделью корпоративной устойчивости, за исключением сотрудничества большинства канадских компаний с Национальным институтом качества Канады (в данный момент изменено название на Excellence Canada[7]), разработавшим специальный стандарт социальной ответственности бизнеса – модель совершенства качества и здорового рабочего места. Уровень государственного регулирования также является достаточно низким, вследствие чего, большинство инициатив в области КСО выходят за его рамки.

3) Европейская

Европейская модель присуща скандинавским странам и ряду других стран континентальной Европы. Для нее характерен высокий уровень государственного вмешательства в регулирование социально-трудовых отношений на уровне отдельного предприятия, отрасли и страны, который выражается как в наличии законодательно установленных рамок корпоративного поведения и правил ведения бизнеса, так и высоком уровне налогообложения и социальной защиты. Тем не менее, европейские компании сами заинтересованы в интеграции стратегии корпоративной устойчивости в

---

[6] PUBLIC LAW 107–204—JULY 30, 2002 // Sarbanes-Oxley Act of 2002. Corporate responsibility. 15 USC 7201 note.// URL: https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf

[7] URL: http://www.excellence.ca/en/knowledge-centre/news/national-quality-institute-is

повседневную деятельность, что подтверждается обширным наличием инициатив в этой области, инициируемых самим бизнесом.

4) Британская

Британская модель КСО характерна для Великобритании и ряда стран Центральной Европы (Франции, Германии, Австрии) и сочетает в себе признаки американской и европейской модели. Для данного подхода характерна значительная вовлеченность государства и некоммерческих институтов в процесс согласования общественных интересов, а также стимулирование использования лучших практик в области корпоративной устойчивости. Общей чертой с американской моделью является поддержка бизнеса со стороны правительства, выраженная в наличии широко ряда законодательных актов, устанавливающих льготное налогообложение для социально- и экологически-ориентированных компаний.

5) Азиатская

Азиатская модель корпоративной устойчивости предполагает инструментарий, применяющийся в двух основных центрах Тихоокеанского региона – Японии и Китае. Для этих стран характерно использование принципов морали в качестве основы корпоративной культуры. В Японии социальная ответственность бизнеса поддерживается культурными традициями страны, что обуславливает активную роль государства, которое на протяжении долгого времени принимало участие в корпоративном стратегическом планировании, и направлена не только на извлечение финансовой прибыли, но и стремлении к прогрессу цивилизации в целом. Китайская модель также предполагает большой вклад компании в развитие общества, который выражается в стремлении приносить обществу пользу. В обеих странах важным аспектом КСО также является защита окружающей среды.

6) Исламская

Исламская модель КСО, как и в случае с исламским бэнкингом предполагает следование принципам социально-экономической

справедливости, изложенных в Коране и Сунне. Значимым отличием в исламском подходе от все других является установка, что компании, соблюдающие религиозную модель КСО, должны осуществлять социально-ориентированную деятельность независимо от своих финансовых показателей. Среди неправительственных организаций, продвигающих как традиционные, так и исламские формы КСО хотелось бы отметить CSR Asia, CSR Malaysia, The Dubai Centre for Corporate Values, CSR Development center (Иран), CSR Association of Turkey, тем не менее, их роль в этой сфере пока еще недостаточно развита, ввиду экономической отсталости большей части стран (Wajdi Dusuki, A., 2008).

Подводя итоги анализа существующих моделей применения практик корпоративной устойчивости, можно сделать вывод, что основным различием между указанными подходами является степень вмешательства государства в бизнес среду и восприятие ответственности самими компаниями. При этом нормативное регулирование может присутствовать как на уровне добровольного стимулирования, так и в виде жестких рамок, являющихся обязательными. С другой стороны, как в случае с Китаем, обеспечение социально-ориентированных инвестиций обуславливается скорее высокой степенью культуры самих корпоративных управляющих, нежели наличием подобных ограничений. Следует также отметить, что в большинстве случаев, модели КСО меняются вместе со связанными моделями корпоративного управления, поэтому не существует единого подхода к стратегии корпоративной устойчивости. При прочих равных условиях применение этих моделей является эффективным, если они соответствуют ожиданиям стейкхолдеров и приносят прибыль. На этом фоне успешно выделяется исламская модель КСО, которая конгруэнтна первоначальным понятиям благотворительности, но в то же время во многом является слишком специфической для развитых обществ.

Для проверки межстрановых различий в подходах к применению практик корпоративной устойчивости и изучения их влияния на финансовые результаты

компаний, нами также было проведено эмпирическое тестирование данных, представленных в предыдущей главе. Для более глубокой оценки была собрана панель, состоящая из наблюдений по 300 компаниям из 10 стран за 2010-2016 годы.

В качестве исследуемых величин нами был выбран показатель рентабельности активов (ROA) и объем рыночной капитализации (MC), зарекомендовавшие себя в качестве достаточно объективных показателей финансовых результатов организаций по большинству отраслей (по итогам построения моделей МНК во второй главе). В качестве индикатора устойчивости была выбрана фиктивная переменная DJSI, отражающая вхождение компании в общемировой индекс устойчивости Доу Джонса (DJSI World), также показавшая статистически значимые результаты.

Построение pooled-моделей, не учитывающих изменение факторов во времени определило функциональную форму спецификаций для обеих зависимых переменных:

$$\ln(ROA) = \alpha_1 + \alpha_2 * \ln(TA) + \alpha_3 * \ln(CI) + \alpha_4 * PM + \alpha_5 * Sustainability + \varepsilon$$

$$\ln(MC) = \delta_1 + \delta_2 * \ln(TA) + \delta_3 * \ln(PM) + \delta_4 * \ln(P/B) + \delta_5 * Sustainability + \chi$$

Далее, нами были построены модели панельных данных с фиксированными эффектами, позволяющие сгладить неизмеримые индивидуальные различия между компаниями. Полученные результаты представлены в следующей сводной таблице:

Таблица 3.1

Результаты построения моделей панельных данных по странам

Показатель	Бразилия	Россия	Индия	Китай	ЮАР	США	Германия	Испания	Мексика	Тайланд
ln(ROA)	нет	нет	+	+	нет	нет	нет	нет	нет	+(RE)

ln(MC)	нет	нет	нет	+	+	+	+	+	нет	нет

Примечание: **RE** (random-effects model) – характерно только для модели со случайными эффектами

Таким образом, различия в применяемых странами моделях КСО действительно носят ярко выраженный характер и по-разному влияют на извлечение прибыли компаниями. Из десяти выбранных стран только в трех (Бразилия, Россия и Мексика) было показано отсутствие статистически значимой взаимосвязи между уровнем корпоративной устойчивости и финансовыми результатами. Рассмотрим каждый регион подробнее:

Прежде всего, остановимся на отчетах по развитым странам, среди которых находятся США, Германия и Испания. Несмотря на то, что Германия и Испания находятся в одном регионе, модели имплементации КСО у них различаются (Кузнецова Н.В., Маслова Е.В, 2013): в то время как для Германии характерна высокая социальная защита, а значит, и уровень государственного вмешательства, в Испании социальная политика носит преимущественно пассивный характер, и государственное стимулирование выражается только в поддержке убыточных компаний, осуществлявших благотворительную деятельность. Для США характерна американская модель, поэтому здесь также можно сделать вывод о наличии налоговых льгот и компенсаций для социально-ориентированных корпораций. Тем не менее, итоги анализа панельных данных говорят о том, что для всех компаний этих стран в целом было обнаружено одинаковое влияние корпоративной устойчивости на финансовые результаты, которое выражалось в положительном воздействии только на рыночные показатели. Как и прежде, это говорит в пользу сигнальной теории, в рамках которой применение практик КСО является стимулом для инвесторов в оценке будущей стоимости фирмы. Воздействие международных различий здесь минимально и указывает лишь на то, что компания осуществляет свою деятельность в соответствии с нормами существующего законодательства страны базирования. В некоторых случаях, возможно укрепление репутации и

создание здорового облика фирмы, имеющей достаточные средства для участия в нерентабельных социальных мероприятиях, но представленный анализ не позволяет сделать такой вывод с высокой точностью.

Отсутствие влияния корпоративной устойчивости на рентабельность подразумевает наличие противоположных эффектов, которые нивелируют друг друга, в результате чего исчезает их статистически значимая оценка. В случае, если практики КУ были выражены в изменении существующих бизнес-процессов, то можно говорить о том, что для одних фирм данные инвестиции привели к росту прибыли, а для других – нет. С учетом того, что политика Германии предполагает компенсации компаниям, применяющих природоохранные меры, становится понятно, что их размер недостаточен для полного покрытия издержек.

Для Южной Африки также характерна американская модель, поэтому итоги, полученные в результате анализа панельных данных по этой стране, мы склонны интерпретировать схожим образом.

Модель Индийской КСО также имеет достаточно длительную историю (Gajare, R.S., 2014): с самого своего основания такие компании как Tata Group, Aditya Birla Group и Indian Oil Corporation были вовлечены в обслуживание сообщества, осуществляя пожертвования и благотворительные мероприятия. Политика, практика и программы в области КСО всесторонне интегрируются все большим числом компаний в рамках их деловых операций и процессов. Все большее число корпораций признают КСО не просто в качестве другой формы косвенных расходов, но и как важную функцию для защиты репутации и повышения конкурентоспособности бизнеса. Кроме того, корпорации все чаще объединяются с неправительственными организациями и используют свой опыт в разработке программ, направленных на решение более широких социальных проблем. Такое партнерство, вкупе с государственной поддержкой призвано инициировать широкие социальные перемены, которые будут содействовать социально-экономическому развитию Индии. Государственное вмешательство

также характеризуется Законом о компаниях 2013 года, согласно которому любая компания с чистым капиталом от 5 млрд. рупий и выше, либо выручкой от 10 млрд. рупий и выше, либо чистой прибылью от 50 млн. и выше обязана расходовать не менее 2% от средней прибыли за 3 года на мероприятия в рамках КСО (Manvi., P., 2014). С другой стороны, рыночный регулятор Индии SEBI (Securities and Exchange Board of India) также обязывает национальные компании раскрывать отчетность в области корпоративной устойчивости («Business responsibility reports must for top 500 listed companies».Business Standard. 24 December 2015).

В связи с тем, что практики корпоративной устойчивости в Индии носят преимущественно социальный характер, можно сделать вывод, что увеличение рентабельности активов, при прочих равных условиях, достигается индийскими компаниями за счет повышения производительности труда, обусловленной внедрением программ обучения и повышения квалификации, то есть за счет увеличения нормы прибыли. Рентабельность также может увеличиться за счет роста объемов продаж, но чтобы сделать такой вывод у нас недостаточно информации. С другой стороны, повышение этой результирующей может быть связано с сокращением суммарных активов компании, но данный фактор должен иметь соответствующий отклик на рынке, чего также не происходит.

Схожим результатом обладает и Тайланд, которому присуща азиатская модель КСО с активным участием государства. Здесь, как и в Индии регулирование направлено преимущественно на социальные аспекты корпоративной устойчивости, но в то же время носит более нормативный характер, обязывая бизнес предоставлять жилье, оплачивать обучение и участвовать в развитии общественной инфраструктуры.

Наиболее значимых результатов в успешности применения практик КУ, в соответствии с анализом панельных данных, достиг Китай. Китайская модель КСО характеризуется достаточно серьезным уровнем государственного вмешательства, что обусловлено уровнем его социально-экономического

развития и экологической обстановкой внутри страны. Правительство активно внедряет стандарты социальной и экологической ответственности в деловую практику бизнеса. Некоторые инициативы направлены на создание репутации и избавление негативного восприятия брендов «made in China». Создана «зеленая» система кредитования, ограничивающая доступ к банковским продуктам неэкологичных фирм. Большое внимание уделяется политике энергоэффективности и генерации электрической энергии за счет возобновляемых источников, что может приводить к сокращению операционных издержек и увеличении рентабельности активов. Положительная динамика в финансовых результатах и создании этичного образа компании, также способствует повышению ее оценок, что в конечном итоге ведет к росту объема рыночной капитализации.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В последние годы обширно обсуждается вопрос социальной ответственности бизнеса и то, как применение практик корпоративной устойчивости влияет на экономический результат деятельности компаний. Исследования, связанные с концепцией устойчивого развития, принятой всеми странами ООН, проводятся на уровне государственных экономик и на уровне

отдельных фирм. Расширяются их методологический аппарат и глубина, вводятся дополнительные оценочные алгоритмы, внедряются новые агрегатные индексы, принимаются соответствующие законодательные изменения. Тем не менее, среди отечественных исследований, тема достаточно нова и не разработана.

Основной проблемой применения стратегии корпоративной устойчивости для современных компаний является отсутствие однозначных эффектов, которые она оказывает на их деятельность. В соответствии с теорией заинтересованных сторон, предполагается, что фирма действует в изменчивой среде, где ее окружает неформальная группа выгодоприобретателей. Влияние, которое оказывает компания на них взаимно, поэтому отсутствие «заботы» о заинтересованных сторонах в конечном счете негативно сказывается на успешности самой фирмы.

Существующие эмпирические исследования также не дают однозначных результатов о положительном влиянии использования практик корпоративной устойчивости на финансовые результаты компаний. Большинство из них рассматривают либо отдельные страны, либо небольшую выборку компаний, либо короткий временной интервал, что может быть одной их причин изменчивости в получаемых результатах. В данной работе мы сделали попытку устранить эти недостатки и провести исчерпывающий анализ влияния практик корпоративной устойчивости на финансовые результаты на основе широкой выборки компаний и длительного временного промежутка анализа.

В качестве метрики устойчивости компании мы использовали факт вхождения компании в Dow Jones Sustainability Index по данным международного аналитического агентства RobecoSAM. Для оценки финансовых результатов компании были взяты внутренние (финансовые и бухгалтерские) и внешние (рыночные) показатели деятельности организации, в том числе показатели расширенной (социальной и экологической) отчетности, представленные в базе данных Bloomberg. Выборка исследования составила

300 компаний из 10 стран в разрезе 10 секторам экономики за период с 2010 по 2016 год.

В результате мы установили, что для компаний, применяющих практики корпоративной устойчивости, характерны высокий объем рыночной капитализации, больший объем свободного денежного потока, активная дивидендная политика (акции дохода), оптимальные значения финансового рычага, но при этом по ряду секторов были характерны более низкие значения рентабельности, более высокая стоимость средневзвешенного капитала и неоптимальная ликвидность. Также стоит отметить, что сильнее всех чувствительными к факту вхождения в DJSI оказались обрабатывающая промышленность, энергетика и высокотехнологичные компании IT: большинство различий, вызванных корпоративной устойчивостью, в финансовых показателях показали именно эти отрасли.

С помощью регрессионного анализа нами была выявлена положительная взаимосвязь стратегии устойчивости с внутренними результатами компаний по отдельным отраслям. Исключением стал финансовый сектор, для которого было характерно снижение рентабельности собственного капитала. Для инвесторов социально-ответственные инвестиции являются хорошим знаком, указывающим на долгосрочную устойчивость фирмы, что соответствует сигнальной теории, поэтому корпоративная устойчивость положительно влияет на все рыночные оценки. Более крупный размер рыночной капитализации у устойчивых компаний может свидетельствовать об эффективности рынка и о его способности адекватно и своевременно реагировать на внешнюю информацию, а это значит, что инвесторы и спекулянты начинают оценивать акции таких фирм по более высоким ценам. Также, в пользу гипотезы о том, что внедрение моделей корпоративной устойчивости положительно влияет на доходную часть бизнеса, говорит существенно более высокое значение выплаченных дивидендов у банков, включенных в DJSI.

На панельных данных были проанализированы и международные различия применения практик корпоративной устойчивости, которые также показали значимые результаты. К сожалению, их интерпретация затруднена в связи с отсутствием явных воздействий режима конкретных стран на специфику деятельности компаний. Тем не менее, регулирование в данной области создает некоторые изменения в моделях устойчивости, которые принимает на себя бизнес, заставляя его, с одной стороны, осуществлять обширные социальные и природоохранные инвестиции, а с другой – компенсируя эти расходы, что поддерживает уровень прибыли корпоративно устойчивых компаний.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Международные программные документы

1. Commission of the European Communities «CSR: A business contribution to Sustainable Development», 02.07.2002, Brussels

2. Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future // World Commission on Environment and Development (UN). 1987.

Статьи в журналах

1. Бобылев, С., Соловьева, С. (2016) ООН: смена целей, Мировая Экономика и Международные Отношения, Том 60, 5, с. 30-39
2. Коваленко, В. (2014) 6 Тенденций Устойчивого Развития, EY Marketing Media Review, #3-4
3. Кузнецова Н.В., Маслова Е.В., 2013. Модели корпоративной социальной ответственности. Вестник Томского государственного университета. Экономика. №4(24)
4. Achim, M.V., Borlea, S.N., 2014. Environmental performances-way to boost up financial performances of companies. Environ. Eng. Manag. J. 13 (4), 991-1004.
5. Alcott, B. (2005) Jevon's paradox, in Ecological Economics, Vol 54, 1, 1 July 2005, pp. 9-21
6. Balotti, R. and Hanks, J. 1999. Giving at the office: a reappraisal of charitable contributions by corporations. Business Lawyer 54 (3): 956-966
7. Baumgartner, R. J. and Ebner, D. (2005). Sustainable Development in Companies: An international survey. In: IAMOT 2005: Productivity Enhancement for Social Advance: The Role of Management of Technology. Ed: T. Khalil, Vienna, Austria
8. Bazin, D. and Ballet, J. (2004). Corporate social responsibility: the natural environment as a stakeholder? In: International Journal of Sustainable Development, Vol. 7, 1, pp. 59-75.
9. Bertinelli Luisito, Strobl Eric, Zou Benteng. Sustainable Economic Development and the Environment: Theory and Evidence// Working paper. 2006

10. Bowen H. Social responsibility of the businessman. New York: Harper and Row, 1953. P. 6.
11. Brechner, Kevin C. 1977. An experimental analysis of social traps. Journal of Experimental Social Psychology 13:552-64.
12. Brochet, F., Loumioti, M., and Serafeim, G. 2012. Short-termism, Investor Clientele, and Firm Risk. Harvard Business School Working Paper
13. Brown, W., Helland, E., and Smith, K. 2006. Corporate philanthropic practices. Journal of Corporate Finance 12: 855-877
14. Carroll A. The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders // Business Horizons. 1991. P. 42
15. Clotfelter, C. 1985. Federal tax policy and charitable giving. Chicago: University of Chicago Press
16. Collison, D.J., Cobb, G., Power, D.M., Stevenson, L.A., 2008. The financial performance of the FTSE4Good indices. Corp. Soc. Responsib. Environ. Manag. 15 (1), 14-28.
17. Cunha, F.A.F.S., Samanez, C.P., 2013. Performance analysis of sustainable investments in the Brazilian stock market: a study about the corporate sustainability index (ISE). J. Bus. Ethics 117, 19-36.
18. Davis K. 1960. Can business afford to ignore social responsibilities? California Management Review 2 (3): 70–76. p. 70
19. DesJardins, J. (1998). Corporate Environmental Responsibility. In: Journal of Business Ethics, Vol. 17, 8, pp. 825-838.
20. Dietrich Dorner.(1996). The Logic of Failure: Recognizing and Avoiding Error in Complex Situations' by Published by Basic Books; New York. ISBN9780201479485
21. DiSegni, D.M., Huly, M., Akron, S., 2015. Corporate social responsibility, environmental leadership and financial performance. Soc. Responsib. J. 11 (1), 131-148

22. Dolan, Holly, et al. «Restructuring and Health in Canadian Coastal Communities.» EcoHealth 2 (2005): 195—208
23. D. Ebner, Dr. R.J.Baumgartner. The relationship between Sustainable Development and Corporate Social Responsibility// Corporate Responsibility Research Conference 2006, 4th-5th September, Dublin
24. Elkington J. 1994. Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development. California Management Review 36(2): 90-100 p. – p. 90
25. Freeman R. E. Strategic Management: A Stakeholder Approach. — First Edition. — Boston: Harpercollins College Div, January 1984. — 275 p.
26. Freeman, R. E., Harrison, J. S., and Wicks, A. C., 2007. Managing for stakeholders: survival, reputation, and success. New Haven, CT: Yale University Press, United States
27. Friedman, M., 1970. The social responsibility of business is to increase its profits. New York Times Magazine, 13 Sept., 32 (33): 122-126
28. Gajare, R.S., 2014. A conceptual study of CSR development in India. In D.B. Patil & D.D. Bhakkad, Redefining Management Practices and Marketing in Modern Age Dhule, India: Atharva Publications, pp. 152-154
29. Galaskiewicz, J. 1997. An Urban Grants Economy Revisited: Corporate Charitable Contributions in the Twin Cities, 1979-81, 1987-89. Administrative Science Quarterly, 42(3): 445-471
30. Gauthier, C. (2005). Measuring Corporate Social and Environmental Performance: The Extended Life-Cycle Assessment. In: Journal of Business Ethics, Vol. 59, 1-2, pp. 199-206.
31. Giljum, S., Dittrich, M. et al. (2013) Global Patterns of Material Flows and their Socio-Economic and Environmental Implications: A MFA Study on All Countries World-Wide from 1980 to 2009, Resources 2014, 3(1), 319-339

32. Godfrey, P. C. 2005. The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective. The Academy of Management Reciew, Vol. 30-4, pp. 777-798
33. Grinblatt, Mark, and Chuan Yang Hwang. 1989. "Signaling and the Pricing of New Issues." Journal of Finance, 44(2): 393-420
34. Guthrie, James, and Lee D. Parker. 1989. "Corporate Social Reporting: A Rebuttal of Legitimacy Theory." Accounting and Business Research, 19(76): 343-52
35. Hauser, O., Rand, D., Peysakhovich, A., Nowak. M., (2014) Cooperating with the future, in Nature 511, 220-223 (10 July 2014)
36. Homer-Dixon, T. F., Percival, V. (1998) Environmental Sacrcities and Violent Conflict: The case of South Africa, in Journal of Peace Research, Vol. 35, 3 (may 1998)
37. Hopkins, M. (2005). Measurement of corporate social responsibility. In: International Journal of Management and Decision Making, Vol. 6, 3/4, pp. 213-231.
38. Ioannou, I., Serafeim, G. 2011. Consequences of Mandanory Corporate Sustainability Reporting. Harcard Business School Research Working Paper, #11-100
39. Jensen, M. 2001. Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. Journal of Applied Corporate Finance (fall): 8-21
40. Jensen, M. and Meckling, W. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics 3(4): 305-360
41. Korhonen, J. (2003). On the Ethics of Corporate Social Responsibility - Considering the Paradigm of Industrial Metabolism. In: Journal of Business Ethics, Vol. 48, 4, pp. 301-315.
42. Kurucz, E., Colbert, B. and Wheeler, D. (2008). The business case for corporate social responsibility. In Crane, A., McWilliams, A., Matten, D.,

Moon, J. and Siegel, D. (eds), The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford: Oxford University Press, pp. 83–112

43. Lecoutere, E., D'Exelle, B., Campenhout B. van. (2015) Sharing Common Resources in Patriarchal and Status-Based Societies: Evidence from Tanzania., in Femenist Economics, Vol. 1, 3: Engendering Economic Policy in Africa
44. Lourenço, I.C., Branco, M.C., 2013. Sustainability development and the quality of assurance reports: empirical evidence. J. Clean. Prod. 57, 134-141.
45. Manvi., P., 2014. The Flag Off of CSR Rules: India Inc.'s To-Do List for Compliance to Section-135. Forbes, 4 March 2014
46. Margolis, J. D. and Walsh, J. P. 2003. Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. Administrative Science Quarterly, Vol. 48, 2, pp. 268-305
47. Marrewijk, M. van: Concepts and Definitions in CSR and Corporate Sustainability: in Journal of Business Ethics (2002)
48. Marrewijk, M. van and Werre, M. (2002). Multiple levels of Corporate Sustainability, European Social Fund, Article 6 Innovative Measures
49. Matten D., Moon J. «Implicit" and "Explicit» CSR: A Conceptual Framework for Understanding CSR in Europe //Habish A., Jonker J, Wegner M, Schmidpeter R. (Eds.) CSR Across Europe, Germany: Springer, 2004, pp. 54-67
50. Moskowitz, M., (edit. Wayne Visser and Nick Tolhurst), 2010// The World Guide to CSR: A Country-by-Country Analysis of Corporate Sustainability and Responsibility
51. Navarro, P. 1988. Why do corporations give to charity? Journal of Business, 61(1): 65-93
52. Oberndorfer, U., Schimidt, P., Wagner, M., Ziegler, A., 2013. Does the stock market value the inclusion in a sustainability stock index? an event study analysis for German firms. J. Environ. Econ. Manag. 66 (3), 497-509

53. Ortas, E., Moneva, J.N., 2011. Sustainability stock exchange indexes and investor expectations: multivariate evidence from DJSI-Stoxx. Rev. Esp. Financ. Contab. 40 (151), 395-416.
54. Ostrom, E. (1990) Governing The Commons. Evolution of Institutions for Collective Action, Political Economy of Institutions and Decisions, pp. 130-136
55. Paine Sharp, L. (2004) Value Shift: Why Companies Must Merge Social and Financial Imperatives to Achieve Superior Performance. New York: McGraw-Hill, pp. 128-132
56. Reuveny, R. (2007) Climate change-induced migration and violent conflict, in Political Geography 26 (2007) 656-673
57. Robinson, M., Kleffner, A., Bertels, S., 2011. Signaling sustainability leadership: empirical evidence of the value of DJSI membership. J. Bus. Ethics 101, 493-505.
58. Sen, S., Gurhan-Canli, Z. And Morwitz, V. 2001. Withholding Consumption: A Social Dilemma Perspective on Consumer Boycotts. Journal of Consumer research 28 (3), 399-417
59. Suchman, Mark C. 1995. "Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches." Academy of Management Journal, 20(3): 571-610
60. Tilling, Matthew V. 2004. "Some Thoughts on Legitimacy Theory in Social and Environmental Accounting." Social and Environmental Accountability Journal, 24(2): 3-7
61. Wajdi Dusuki., A., 2008. What Does Islam Say about Corporate Social Responsibility?// Reviewof Islamic Economics, Vol. 12-1
62. Welford, R. (2005). Corporate Social Responsibility in Europe, North America and Asia. 2004 Survey Results. In: The Journal of Corporate Citizenship, Vol. 17, Spring, pp. 33-52.

63. Wiedman, T. O., Schandl H. et al. (2012) The material footprint of nations. Proceedings of th National Academy of Sciences of the United States of America (PNAS), Vol. 112, 20
64. Zadek, S. (2000). Doing Good and Doing Well: Making the Business Case for Corporate Citizenship. Research Report 1282-00-RR. New York: The Conference Board.
65. Zambon, S. and Del Bello, A. (2005). Towards a stakeholder responsible approach: the constructive role of reporting. In: Corporate Governance, Vol. 5, 2, pp. 130-141.
66. Zhu, W., Li, H. 2013. CSR Based on Game Theory. American Journal of Industrial and Business Management, 3: 610-613
67. Zingales, L. 2000. In Search of New Foundations. The Journal of Finance, 55(4): 1623-1653

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Таблица А.1

Список бразильских компаний*

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Banco Bradesco SA (BBDC4 BZ)	Banks	BNK Banks
Banco do Brasil SA (BBAS3 BZ)	Banks	BNK Banks
Banco Santander Brasil SA (SANB3 BZ)	Banks	BNK Banks
BM&FBovespa SA - Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros (BVMF3 BZ)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Bradespar SA (BRAP4 BZ)	Materials	STL Steel
Braskem SA (BRKM5 BZ)	Materials	CHM Chemicals
BTG Pactual Participations Ltd (BPPA NA)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
CETIP SA - Mercados Organizados (CTIP3 BZ)	Utilities	ELC Electric Utilities
Cia Brasileira de Distribuicao (PCAR4 BZ)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Cia de Transmissao de Energia Eletrica Paulista (TRPL4 BZ)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Cia Energetica de Minas Gerais (CMIG4 BZ)	Utilities	ELC Electric Utilities
Cia Siderurgica Nacional SA (CSNA3 BZ)	Utilities	ELC Electric Utilities
Cielo SA (CIEL3 BZ)	Materials	STL Steel
CPFL Energia SA (CPFE3 BZ)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
EDP - Energias do Brasil SA (ENBR3 BZ)	Utilities	ELC Electric Utilities
Centrais Eletricas Brasileiras SA (ELET6 BZ)	Utilities	ELC Electric Utilities
Engie Brasil Energia SA (EGIE3 BZ)	Utilities	ELC Electric Utilities

Equatorial Energia SA (EQTL3 BZ)	Utilities	ELC Electric Utilities
Gerdau SA (GGBR4 BZ)	Materials	STL Steel
Itau Unibanco Holding SA (ITUB4 BZ)	Banks	BNK Banks
Itausa - Investimentos Itau SA (ITSA4 BZ)	Banks	BNK Banks

Продолжение таблицы А.1

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Metalurgica Gerdau SA (GOAU4 BZ)	Materials	STL Steel
MRV Engenharia e Participacoes SA (MRVE3 BZ)	Consumer Durables & Apparel	HOM Homebuilding
Petroleo Brasileiro SA (PETR4 BZ)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Raia Drogasil SA (RADL3 BZ)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Telefonica Brasil SA (VIVT4 BZ)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
TIM Participacoes SA (TIMP3 BZ)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Transmissora Alianca de Energia Eletrica SA (TAEE11 BZ)	Utilities	ELC Electric Utilities
Ultrapar Participacoes SA (UGPA3 BZ)	Energy	PIP Oil & Gas Storage & Transportation
Vale SA (VALE5 BZ)	Materials	STL Steel

*Составлено по данным RobecoSAM
В скобках указан тикер компании на местной бирже

Таблица А.2

Список российских компаний*

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Aeroflot PJSC (AFLT RM)	Transportation	AIR Airlines

Alrosa PJSC (ALRS RM)	Materials	MNX Metals & Mining
Bashneft PJSC (BANE RM)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Gazprom PJSC (GAZP RM)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Inter RAO UES PJSC (IRAO RM)	Utilities	ELC Electric Utilities
Lenta Ltd (LNTA LI)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
LUKOIL PJSC (LKOH RM)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Luxoft Holding Inc (LXFT US)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
Magnit PJSC (MGNT RM)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Mail.Ru Group Ltd (MAIL LI)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
MegaFon PJSC (MFON RM)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services

Продолжение таблицы А.2

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
MMC Norilsk Nickel PJSC (GMKN RM)	Materials	MNX Metals & Mining
Mobile TeleSystems PJSC (MTSS RM)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Moscow Exchange MICEX-RTS PJSC (MOEX RM)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Novatek PJSC (NVTK RM)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Novolipetsk Steel PJSC (NLMK RM)	Materials	STL Steel
PhosAgro PJSC (PHOR RM)	Materials	CHM Chemicals
PIK Group PJSC (PIKK RM)	Consumer Durables & Apparel	HOM Homebuilding
Polymetal International PLC (POLY LN)	Materials	MNX Metals & Mining

Rosneft Oil Co PJSC (ROSN RM)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Rostelecom PJSC (RTKM RM)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
RusHydro PJSC (HYDR RM)	Utilities	ELC Electric Utilities
Sberbank of Russia PJSC (SBER RM)	Banks	BNK Banks
Severstal PJSC (CHMF RM)	Materials	STL Steel
Sistema PJSC FC (AFKS RM)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Surgutneftegas OJSC (SNGS RM)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Tatneft PJSC (TATN RM)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Transneft PJSC (TRNFP RM)	Energy	PIP Oil & Gas Storage & Transportation
VimpelCom Ltd (VIP US)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
VTB Bank PJSC (VTBR RM)	Banks	BNK Banks
X5 Retail Group NV (FIVE LI)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Yandex NV (YNDX US)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services

*Составлено по данным RobecoSAM
В скобках указан тикер компании на местной бирже

Таблица А.3

Список индийских компаний*

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Asian Paints Ltd (APNT IN)	Materials	CHM Chemicals

Bajaj Finance Ltd (BAF IN)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Bharti Airtel Ltd (BHARTI IN)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Bharti Infratel Ltd (BHIN IN)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Cairn India Ltd (CAIR IN)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
HCL Technologies Ltd (HCLT IN)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
HDFC Bank Ltd (HDFCB IN)	Banks	BNK Banks
Hindustan Zinc Ltd (HZ IN)	Materials	MNX Metals & Mining
Idea Cellular Ltd (IDEA IN)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
IDFC Bank Ltd (IDFCBK IN)	Banks	BNK Banks
JSW Steel Ltd (JSTL IN)	Materials	STL Steel
LIC Housing Finance Ltd (LICHF IN)	Banks	BNK Banks
NHPC Ltd (NHPC IN)	Utilities	ELC Electric Utilities
NMDC Ltd (NMDC IN)	Materials	STL Steel
NTPC Ltd (NTPC IN)	Utilities	ELC Electric Utilities
Oil & Natural Gas Corp Ltd (ONGC IN)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Oil India Ltd (OINL IN)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Petronet LNG Ltd (PLNG IN)	Energy	PIP Oil & Gas Storage & Transportation
Pidilite Industries Ltd (PIDI IN)	Materials	CHM Chemicals
Power Finance Corp Ltd (POWF IN)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Power Grid Corp of India Ltd (PWGR IN)	Utilities	ELC Electric Utilities

Reliance Infrastructure Ltd (RELI IN)	Utilities	ELC Electric Utilities
Rural Electrification Corp Ltd (RECL IN)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Shriram Transport Finance Co Ltd (SHTF IN)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Tata Consultancy Services Ltd (TCS IN)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services

Продолжение таблицы А.3

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Tata Power Co Ltd/The (TPWR IN)	Utilities	ELC Electric Utilities
Tata Steel Ltd (TATA IN)	Materials	STL Steel
Tech Mahindra Ltd (TECHM IN)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
UPL Ltd (UPLL IN)	Materials	CHM Chemicals
Vedanta Ltd (VEDL IN)	Materials	MNX Metals & Mining
WNS Holdings Ltd (WNS US)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
Yes Bank Ltd (YES IN)	Banks	BNK Banks

*Составлено по данным RobecoSAM
В скобках указан тикер компании на местной бирже

Таблица А.4

Список китайских компаний*

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Agricultural Bank of China Ltd (601288 CH)	Banks	BNK Banks
Air China Ltd (601111 CH)	Transportation	AIR Airlines
Alibaba Group Holding Ltd (BABA US)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services

Bank of Communications Co Ltd (3328 HK)	Banks	BNK Banks
CGN Power Co Ltd (1816 HK)	Utilities	ELC Electric Utilities
China Communications Services Corp Ltd (552 HK)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
China Construction Bank Corp (939 HK)	Banks	BNK Banks
China Everbright Ltd (165 HK)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
China Huarong Asset Management Co Ltd (2799 HK)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
China International Capital Corp Ltd (3908 HK)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
China Longyuan Power Group Corp Ltd (916 HK)	Utilities	ELC Electric Utilities

Продолжение таблицы А.4

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
China Minsheng Banking Corp Ltd (600016 CH)	Banks	BNK Banks
China Mobile Ltd (941 HK)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
China Petroleum & Chemical Corp (386 HK)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
China Power International Development Ltd (2380 HK)	Utilities	ELC Electric Utilities
China Resources Power Holdings Co Ltd (836 HK)	Utilities	ELC Electric Utilities
China Southern Airlines Co Ltd (1055 HK)	Transportation	AIR Airlines
China Telecom Corp Ltd (728 HK)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
China Unicom Hong Kong Ltd (762 HK)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services

CNOOC Ltd (883 HK)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Everbright Securities Co Ltd (601788 CH)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Huaneng Power International Inc (902 HK)	Utilities	ELC Electric Utilities
Huaneng Renewables Corp Ltd (958 HK)	Utilities	ELC Electric Utilities
Jiangxi Copper Co Ltd (358 HK)	Materials	MNX Metals & Mining
Kunlun Energy Co Ltd (135 HK)	Energy	PIP Oil & Gas Storage & Transportation
PetroChina Co Ltd (857 HK)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Sinopec Shanghai Petrochemical Co Ltd (600688 CH)	Materials	CHM Chemicals
Sun Art Retail Group Ltd (6808 HK)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Tencent Holdings Ltd (700 HK)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
TravelSky Technology Ltd (696 HK)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
Weibo Corp (WB US)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
Zijin Mining Group Co Ltd (2899 HK)	Materials	MNX Metals & Mining

*Составлено по данным RobecoSAM
В скобках указан тикер компании на местной бирже

Таблица А.5

Список южноафриканских компаний*

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Anglo American Platinum Ltd (AMS SJ)	Materials	MNX Metals & Mining
AngloGold Ashanti Ltd (ANG SJ)	Materials	MNX Metals & Mining

Barclays Africa Group Ltd (BGA SJ)	Banks	BNK Banks
Bid Corp Ltd (BID SJ)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Brait SE (BAT SJ)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Capitec Bank Holdings Ltd (CPI SJ)	Banks	BNK Banks
Clicks Group Ltd (CLS SJ)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Coronation Fund Managers Ltd (CML SJ)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
EOH Holdings Ltd (EOH SJ)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
FirstRand Ltd (FSR SJ)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Gold Fields Ltd (GFI SJ)	Materials	MNX Metals & Mining
Impala Platinum Holdings Ltd (IMP SJ)	Materials	MNX Metals & Mining
Investec Ltd (INL SJ)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
JSE Ltd (JSE SJ)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Massmart Holdings Ltd (MSM SJ)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
MTN Group Ltd (MTN SJ)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Nedbank Group Ltd (NED SJ)	Banks	BNK Banks
Northam Platinum Ltd (NHM SJ)	Materials	MNX Metals & Mining
Pick n Pay Stores Ltd (PIK SJ)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
PSG Group Ltd (PSG SJ)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Remgro Ltd (REM SJ)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets

RMB Holdings Ltd (RMH SJ)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Sasol Ltd (SOL SJ)	Materials	CHM Chemicals
Shoprite Holdings Ltd (SHP SJ)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Sibanye Gold Ltd (SGL SJ)	Materials	MNX Metals & Mining

Продолжение таблицы А.5

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
SPAR Group Ltd/The (SPP SJ)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Standard Bank Group Ltd (SBK SJ)	Banks	BNK Banks
Telkom SA SOC Ltd (TKG SJ)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Vodacom Group Ltd (VOD SJ)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services

*Составлено по данным RobecoSAM
В скобках указан тикер компании на местной бирже

Таблица А.6

Список американских компаний*

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
AK Steel Holding Corp (AKS US)	Materials	STL Steel
AT&T Inc (T US)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Bank of the Ozarks Inc (OZRK US)	Banks	BNK Banks
Capital One Financial Corp (COF US)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Celanese Corp (CE US)	Materials	CHM Chemicals
CME Group Inc (CME US)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets

Cognizant Technology Solutions Corp (CTSH US)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
Compass Minerals International Inc (CMP US)	Materials	MNX Metals & Mining
Costco Wholesale Corp (COST US)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
CSRA Inc (CSRA US)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
Eastman Chemical Co (EMN US)	Materials	CHM Chemicals
Energen Corp (EGN US)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Entergy Corp (ETR US)	Utilities	ELC Electric Utilities
FirstEnergy Corp (FE US)	Utilities	ELC Electric Utilities
Freeport-McMoRan Inc (FCX US)	Materials	MNX Metals & Mining
Great Plains Energy Inc (GXP US)	Utilities	ELC Electric Utilities

Продолжение таблицы А.6

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Hess Corp (HES US)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Huntsman Corp (HUN US)	Materials	CHM Chemicals
International Business Machines Corp (IBM US)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
Invesco Ltd (IVZ US)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Investors Bancorp Inc (ISBC US)	Banks	BNK Banks
JetBlue Airways Corp (JBLU US)	Transportation	AIR Airlines
Kinder Morgan Inc/DE (KMI US)	Energy	PIP Oil & Gas Storage & Transportation
Lennar Corp (LEN US)	Consumer Durables & Apparel	HOM Homebuilding
Level 3 Communications Inc (LVLT US)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Monsanto Co (MON US)	Materials	CHM Chemicals

Murphy Oil Corp (MUR US)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Newfield Exploration Co (NFX US)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Newmont Mining Corp (NEM US)	Materials	MNX Metals & Mining
NextEra Energy Inc (NEE US)	Utilities	ELC Electric Utilities
Nucor Corp (NUE US)	Materials	STL Steel
NVR Inc (NVR US)	Consumer Durables & Apparel	HOM Homebuilding
OGE Energy Corp (OGE US)	Utilities	ELC Electric Utilities
Olin Corp (OLN US)	Materials	CHM Chemicals
Parsley Energy Inc (PE US)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Pinnacle West Capital Corp (PNW US)	Utilities	ELC Electric Utilities
PNM Resources Inc (PNM US)	Utilities	ELC Electric Utilities
QEP Resources Inc (QEP US)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Range Resources Corp (RRC US)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Raymond James Financial Inc (RJF US)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Reliance Steel & Aluminum Co (RS US)	Materials	STL Steel
Rite Aid Corp (RAD US)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Royal Gold Inc (RGLD US)	Materials	MNX Metals & Mining
		Продолжение таблицы А.6
Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
RSP Permian Inc (RSPP US)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
SBA Communications Corp (SBAC US)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services

Sherwin-Williams Co/The (SHW US)	Materials	CHM Chemicals
Southwest Airlines Co (LUV US)	Transportation	AIR Airlines
Steel Dynamics Inc (STLD US)	Materials	STL Steel
Targa Resources Corp (TRGP US)	Energy	PIP Oil & Gas Storage & Transportation
Telephone & Data Systems Inc (TDS US)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Texas Capital Bancshares Inc (TCBI US)	Banks	BNK Banks
T-Mobile US Inc (TMUS US)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
United Continental Holdings Inc (UAL US)	Transportation	AIR Airlines
United States Steel Corp (X US)	Materials	STL Steel
Valley National Bancorp (VLY US)	Banks	BNK Banks
Walgreens Boots Alliance Inc (WBA US)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Washington Federal Inc (WAFD US)	Banks	BNK Banks
Western Alliance Bancorp (WAL US)	Banks	BNK Banks
Xerox Corp (XRX US)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
Zayo Group Holdings Inc (ZAYO US)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services

*Составлено по данным RobecoSAM
В скобках указан тикер компании на местной бирже

Таблица А.7

Список немецких компаний*

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Aareal Bank AG (ARL GR)	Banks	BNK Banks
BASF SE (BAS GR)	Materials	CHM Chemicals

Commerzbank AG (CBK GR)	Banks	BNK Banks
Covestro AG (1COV GR)	Materials	CHM Chemicals
Deutsche Bank AG (DBK GR)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets

Продолжение таблицы А.7

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Deutsche Boerse AG (DB1 GR)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Deutsche Lufthansa AG (LHA GR)	Transportation	AIR Airlines
Deutsche Telekom AG (DTE GR)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Evonik Industries AG (EVK GR)	Materials	CHM Chemicals
Freenet AG (FNTN GR)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
FUCHS PETROLUB SE (FPE GR)	Materials	CHM Chemicals
K+S AG (SDF GR)	Materials	CHM Chemicals
LANXESS AG (LXS GR)	Materials	CHM Chemicals
Linde AG (LIN GR)	Materials	CHM Chemicals
METRO AG (MEO GR)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Symrise AG (SY1 GR)	Materials	CHM Chemicals
Telefonica Deutschland Holding AG (O2D GR)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
thyssenkrupp AG (TKA GR)	Materials	STL Steel
Uniper SE (UN01 GR)	Utilities	ELC Electric Utilities
United Internet AG (UTDI GR)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
Wirecard AG (WDI GR)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services

*Составлено по данным RobecoSAM
В скобках указан тикер компании на местной бирже

Таблица А.8

Список испанских компаний*

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Acciona SA (ANA SM)	Utilities	ELC Electric Utilities
Amadeus IT Group SA (AMS SM)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA (BBVA SM)	Banks	BNK Banks
Banco de Sabadell SA (SAB SM)	Banks	BNK Banks
Banco Popular Espanol SA (POP SM)	Banks	BNK Banks
Banco Santander SA (SAN SM)	Banks	BNK Banks
Bankia SA (BKIA SM)	Banks	BNK Banks
Bankinter SA (BKT SM)	Banks	BNK Banks
Bolsas y Mercados Espanoles SHMSF SA (BME SM)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
CaixaBank SA (CABK SM)	Banks	BNK Banks

Продолжение таблицы А.8

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Cellnex Telecom SA (CLNX SM)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA (DIA SM)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Endesa SA (ELE SM)	Utilities	ELC Electric Utilities
Iberdrola SA (IBE SM)	Utilities	ELC Electric Utilities
Indra Sistemas SA (IDR SM)	Software & Services	TSV IT services & Internet Software and Services
Red Electrica Corp SA (REE SM)	Utilities	ELC Electric Utilities
Repsol SA (REP SM)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Telefonica SA (TEF SM)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services

*Составлено по данным RobecoSAM
В скобках указан тикер компании на местной бирже

Таблица А.9

Список мексиканских компаний*

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Alpek SAB de CV (ALPEKA MM)	Materials	CHM Chemicals
America Movil SAB de CV (AMXL MM)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Axtel SAB de CV (AXTELCPO MM)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Banregio Grupo Financiero SAB de CV (GFREGIO MM)	Banks	BNK Banks
Bolsa Mexicana de Valores SAB de CV (BOLSAA MM)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Consorcio ARA SAB de CV (ARA* MM)	Consumer Durables & Apparel	HOM Homebuilding
Controladora Vuela Cia de Aviacion SAB de CV (VOLARA MM)	Transportation	AIR Airlines
Corpovael SA de CV (CADUA MM)	Consumer Durables & Apparel	HOM Homebuilding
Credito Real SAB de CV SOFOM ER (CREAL* MM)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Gentera SAB de CV (GENTERA* MM)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Grupo Aeromexico SAB de CV (AEROMEX* MM)	Transportation	AIR Airlines

Продолжение таблицы А.9

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Grupo Comercial Chedraui SA de CV (CHDRAUIB MM)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Grupo Elektra SAB DE CV (ELEKTRA* MM)	Banks	BNK Banks

Grupo Financiero Banorte SAB de CV (GFNORTEO MM)	Banks	BNK Banks
Grupo Financiero Inbursa SAB de CV (GFINBURO MM)	Banks	BNK Banks
Grupo Financiero Interacciones SA de CV (GFINTERO MM)	Banks	BNK Banks
Grupo Financiero Santander Mexico SAB de CV (SANMEXB MM)	Banks	BNK Banks
Grupo Mexico SAB de CV (GMEXICOB MM)	Materials	MNX Metals & Mining
Grupo Simec SAB de CV (SIMECB MM)	Materials	STL Steel
Industrias CH SAB de CV (ICHB MM)	Materials	STL Steel
Industrias Penoles SAB de CV (PE&OLES* MM)	Materials	MNX Metals & Mining
La Comer SAB de CV (LACOMUBC MM)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Mexichem SAB de CV (MEXCHEM* MM)	Materials	CHM Chemicals
Minera Frisco SAB de CV (MFRISCOA MM)	Materials	MNX Metals & Mining
Organizacion Soriana SAB de CV (SORIANAB MM)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Telesites SAB de CV (SITESL MM)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Ternium Mexico SA de CV (IMSA* MM)	Materials	STL Steel
Unifin Financiera SAB de CV SOFOM ENR (UNIFINA MM)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Wal-Mart de Mexico SAB de CV (WALMEX* MM)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing

*Составлено по данным RobecoSAM
В скобках указан тикер компании на местной бирже

Таблица А.10

Список таиландских компаний*

Наименование	Отрасль (GICS)	Сектор (RobecoSAM)
Advanced Info Service PCL (ADVANC TB)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Bangkok Bank PCL (BBL TB)	Banks	BNK Banks
Bank of Ayudhya PCL (BAY TB)	Banks	BNK Banks
CP ALL PCL (CPALL TB)	Food & Staples Retailing	FDR Food & Staples Retailing
Electricity Generating PCL (EGCO TB)	Utilities	ELC Electric Utilities
Glow Energy PCL (GLOW TB)	Utilities	ELC Electric Utilities
Group Lease PCL (GL TB)	Diversified Financials	FBN Diversified Financial Services and Capital Markets
Indorama Ventures PCL (IVL TB)	Materials	CHM Chemicals
Intouch Holdings PCL (INTUCH TB)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services
Kasikornbank PCL (KBANK TB)	Banks	BNK Banks
Krung Thai Bank PCL (KTB TB)	Banks	BNK Banks
PTT Exploration & Production PCL (PTTEP TB)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
PTT Global Chemical PCL (PTTGC TB)	Materials	CHM Chemicals
PTT PCL (PTT TB)	Energy	OGX Oil & Gas Upstream & Integrated
Siam Commercial Bank PCL/The (SCB TB)	Banks	BNK Banks
TMB Bank PCL (TMB TB)	Banks	BNK Banks
True Corp PCL (TRUE TB)	Telecommunication Services	TLS Telecommunication Services

*Составлено по данным RobecoSAM

В скобках указан тикер компании на местной бирже

ПРИЛОЖЕНИЕ Б

Таблица Б.1

Сравнение средних значений основных экономических показателей компаний по отраслям*

Показатель	Отрасль (ГСКО)							
	Банки	Рынки капитала	Нефтегазовая промышленность	Обрабатывающая промышленность	Электроэнергетика	Информационные технологии	Услуги связи	Потребительские товары повседневного спроса
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Объем выплаченных дивидендов	-237.84/ **-566.62**	-100.14/ **-487.72**	-194.43/ **-610.27**	-152.31/ **-367.38**	-176.6/ **-454.12**	-3.32/ **-1253.24**	-152.24/ **-1296.22**	-43.49/ **-443.03**
Рыночная капитализация	9936.32/ **16741.93**	2680.2/ **15786.95**	5000.23/ **27260.83**	5044.47/ **14955.86**	3980.35/ **13283.69**	2617.28/ **87706.57**	4229.99/ **44146.56**	3021.5/ **20628.87**
Коэффициент P/B	1.53/**1.39**	3.41/**1.71**	1.67/**1.98**	2.23/**3.08**	1.73/**1.62**	4.01/**9.86**	2.54/**2.67**	4.48/**5.27**
Базовая EPS	0.61/**0.74**	0.57/**1.92**	1.12/**27.22**	0.43/**2.24**	0.33/**-0.02**	1.03/**4.24**	0.24/**0.6**	0.25/**2.63**
FCFF	223.07/ нет набл.	142.34/ **1263.06**	340.15/ **4011.94**	489.41/ **899**	397.21/ **84.48**	87.58/ **5417.47**	350.73/ **2913.91**	101.94/ **1064.66**

ROE (Common)	14.09/**9.1**	22.82/**12.37**	4.27/**-4.07**	11.21/**15.5**	13.78/**4.92**	16.42/**24.2**	4.2/**13.06**	23.8/**28.69**
ROA	1.61/**1.35**	5.69/**3.33**	-0.15/**-0.64**	6.27/**5.69**	6.38/**1.89**	11.59/**9.72**	3.78/**3.9**	6.24/**9.72**
ROC	4.95/**4.05**	16.32/**9.73**	2.08/**0.56**	9.9/**10.56**	10.25/**4.68**	15.45/**15.99**	7.32/**7.**4	19.41/**17.13**
ROIC	7.69/**5.8**	13.2/**7.57**	5.13/**0.82**	8.21/**9.61**	9.33/**4.05**	13.96/**13.76**	4.46/**7.38**	23.14/**15.67**
Финансо-вый рычаг	303.88/ **239.37**	494.52/ **131.71**	31.22/ **71.09**	78.62/ **106.4**	103.52/ **151.28**	11.2/ **421.98**	199.07/ **134.71**	46.94/ **180.38**
WACC	9.2/**6.81**	8.99/**9.39**	11.58/**11.31**	11.15/**9.15**	9.97/**6.22**	12.48/**8.98**	9/**7.68**	10.75/**10.66**
Текущая ликвидность	1.17/**0.34**	1.5/**1.47**	3.27/**1.73**	2.55/**2.29**	1.27/**0.85**	2.3/**2.03**	0.94/**0.92**	0.99/**1.17**

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Быстрая ликвидность	0.99/**0.19**	1.24/**0.82**	2.27/**1.38**	1.52/**1.29**	0.77/**0.52**	1.91/**1.57**	0.74/**0.66**	0.35/**0.58**
Доля чистого рабочего капитала в активах	10.46/ **4.71**	12.23/ **7.28**	21.79/ **5.52**	16.07/ **16.39**	1.08/ **-3.35**	28.15/ **18.41**	-2.64/ **-5.68**	-3.73/ **-0.05**

*Составлено автором

Таблица Б.2

Результаты теста на сравнение средних по критерию Манна-Уитни для банковского сектора*

Показатель	DJSI World	2014			2015			2016		
		N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value
Объем выплаченных дивидендов	0	7	25,29	,088	10	26,40	,040	11	23,55	,152
	1	30	17,53		29	17,79		27	17,85	
Рыночная капитализация	0	7	7,00	,001	10	11,80	,008	12	18,08	,130
	1	30	21,80		29	22,83		33	24,79	

Свободный денежный поток	0	7	11,43	,040	10	13,70	,043	11	21,45	,989
	1	30	20,77		29	22,17		31	21,52	
FCFF	0	0[a]	0,00	-	NA	-	-	1	5,00	,046
	1	2	1,50		NA	-		4	2,50	
FCFE	0	6	10,33	,044	9	12,78	,047	10	21,30	,803
	1	29	19,59		28	21,00		30	20,23	
ROE (Common)	0	7	22,29	,372	10	19,90	,974	11	28,73	,063
	1	30	18,23		29	20,03		33	20,42	
ROA	0	7	22,29	,372	10	20,90	,772	11	29,82	,029
	1	30	18,23		29	19,69		33	20,06	
ROIC	0	6	24,17	,149	9	22,44	,363	10	27,80	,095
	1	30	17,37		29	18,59		33	20,24	
Быстрая ликвидность	0	0[a]	0,00	-	1	1,00	,317	1	6,00	,083
	1	2	1,50		1	2,00		5	3,00	
	1	30	18,00		29	17,83		29	19,21	

Составлено автором с помощью программы SPSS

Таблица Б.3

Результаты теста на сравнение средних по критерию Манна-Уитни для финансовых организаций широкого спектра услуг*

Показатель	DJSI World	2014			2015			2016		
		N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value
Объем выплаченных дивидендов	0	8	15,63	,024	11	16,82	,006	16	19,38	,002
	1	14	9,14		13	8,85		13	9,62	
Проценты полученные	0	2	2,50	,564	3	3,67	,302	7	4,86	,062
	1	3	3,33		6	5,67		5	8,80	
Рыночная капитализация	0	7	6,43	,017	12	8,00	,001	17	9,53	,000
	1	14	13,29		13	17,62		13	23,31	
Базовая EPS	0	8	5,88	,002	12	9,75	,034	18	14,89	,423
	1	14	14,71		13	16,00		13	17,54	
Свободный денежный поток	0	8	7,38	,024	11	11,91	,706	16	13,31	,236
	1	14	13,86		13	13,00		13	17,08	
FCFF	0	0[a]	0,00		0[a]	0,00		3	2,00	,050

FCFF	1	7	4,00	-	6	3,50	-	3	5,00	,050
FCFE	0	7	7,14	,044	10	9,90	,193	17	13,06	,082
	1	14	12,93		13	13,62		13	18,69	
EV	0	4	8,25	,903	9	9,00	,462	14	9,36	,020
	1	12	8,58		10	10,90		9	16,11	
ROE (Common)	0	8	11,75	,891	11	13,27	,622	17	18,35	,042
	1	14	11,36		13	11,85		13	11,77	

Составлено автором с помощью программы SPSS

Таблица Б.4

Результаты теста на сравнение средних по критерию Манна-Уитни для нефтегазовой промышленности*

Показатель	DJSI World	2014			2015			2016		
		N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Рыночная капитализация	0	2	7,50	,248	1	6,00	,366	4	4,25	,009
	1	24	14,00		22	12,27		21	14,67	
FCFF	0	2	9,50	,531	1	2,00	,165	3	3,00	,036
	1	22	12,77		14	8,43		11	8,73	
EV	0	2	4,00	,064	1	2,00	,129	4	4,50	,011
	1	25	14,80		23	12,96		22	15,14	
ROA	0	2	25,00	,042	1	20,00	,279	3	16,33	,403
	1	25	13,12		23	12,17		22	12,55	

Продолжение таблицы Б.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Финансовый рычаг	0	2	8,00	,267	1	1,00	,097	4	8,75	,177
	1	25	14,48		23	13,00		22	14,36	
Чистый долг к акционерному капиталу	0	2	2,50	,033	1	2,00	,129	4	6,50	,047
	1	25	14,92		23	12,96		22	14,77	
Абсолютная ликвидность	0	2	24,50	,052	1	24,00	,097	4	17,50	,256
	1	25	13,16		23	12,00		22	12,77	
Текущая ликвидность	0	2	19,50	,308	1	24,00	,097	4	19,50	,088
	1	25	13,56		23	12,00		22	12,41	
Быстрая	0	2	22,50	,116	1	24,00	,097	4	18,75	,136

ликвидность	1	25	13,32	,110	23	12,00	,097	22	12,55	,156
Доля чистого рабочего капитала в активах	0	2	23,50	,079	1	23,00	,129	4	20,75	,039
	1	25	13,24		23	12,04		22	12,18	

Составлено автором с помощью программы SPSS

Таблица Б.5

Результаты теста на сравнение средних по критерию Манна-Уитни для обрабатывающей промышленности*

Показатель	DJSI World	2014			2015			2016		
		N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Объем выплаченных дивидендов	0	20	27,23	,494	21	29,10	,022	24	37,56	,010
	1	30	24,35		26	19,88		36	25,79	
Проценты полученные	0	16	13,63	,212	15	13,13	,526	17	14,24	,056
	1	14	17,64		12	15,08		17	20,76	
Рыночная капитализация	0	20	19,75	,023	21	16,29	,001	24	19,83	,000
	1	30	29,33		26	30,23		36	37,61	
Базовая EPS	0	20	17,10	,001	21	18,33	,011	26	24,35	,008
	1	30	31,10		26	28,58		36	36,67	
Свободный денежный поток	0	20	19,50	,017	21	21,00	,178	24	22,67	,005
	1	30	29,50		26	26,42		36	35,72	
FCFF	0	16	13,75	,001	17	16,76	,082	16	18,00	,058
	1	26	26,27		23	23,26		29	25,76	
FCFE	0	19	19,47	,031	21	18,81	,020	24	25,63	,077
	1	30	28,50		26	28,19		36	33,75	
EV	0	20	20,85	,066	21	17,29	,003	26	21,65	,000
	1	30	28,60		26	29,42		36	38,61	
Коэффициент P/B	0	20	23,20	,362	21	21,19	,207	24	22,88	,008
	1	30	27,03		26	26,27		35	34,89	
ROE (Common)	0	19	20,58	,085	21	23,48	,814	24	28,08	,478
	1	30	27,80		26	24,42		35	31,31	

Продолжение таблицы Б.5

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
ROA	0	19	20,53	,081	21	23,29	,748	24	31,83	,629
	1	30	27,83		26	24,58		36	29,61	

Финансовый рычаг	0	20	25,30	,937	21	23,57	,847	24	25,25	,079
	1	30	25,63		26	24,35		35	33,26	
Текущая ликвидность	0	20	18,55	,006	21	19,24	,032	24	29,88	,821
	1	30	30,13		26	27,85		36	30,92	
Быстрая ликвидность	0	20	20,00	,029	21	19,10	,028	24	29,33	,673
	1	30	29,17		26	27,96		36	31,28	
WACC	0	20	33,95	,001	21	30,43	,004	24	37,58	,010
	1	30	19,87		26	18,81		36	25,78	
Коэффициент Тобина	0	20	25,50	1,000	21	22,10	,392	24	25,42	,066
	1	30	25,50		26	25,54		36	33,89	

Составлено автором с помощью программы SPSS

Таблица Б.6

Результаты теста на сравнение средних по критерию Манна-Уитни для электроэнергетики*

Показатель	DJSI World	2014			2015			2016		
		N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Объем выплаченных дивидендов	0	9	20,22	,001	11	21,91	,000	10	17,80	,114
	1	17	9,94		17	9,71		18	12,67	
Рыночная капитализация	0	9	6,78	,001	11	8,00	,001	12	9,42	,001
	1	17	17,06		17	18,71		19	20,16	
Базовая EPS	0	9	9,56	,056	11	11,00	,070	12	12,92	,133
	1	17	15,59		17	16,76		19	17,95	
EV	0	9	7,00	,002	11	8,09	,001	12	9,67	,002
	1	17	16,94		17	18,65		19	20,00	
ROA	0	9	14,78	,535	11	16,82	,230	12	20,17	,043
	1	17	12,82		17	13,00		19	13,37	
ROIC	0	9	13,33	,936	11	15,64	,557	12	19,67	,074
	1	17	13,59		17	13,76		19	13,68	
Чистый долг к акционерному капиталу	0	9	11,78	,403	11	11,64	,138	12	12,25	,068
	1	17	14,41		17	16,35		19	18,37	
Абсолютная ликвидность	0	9	16,89	,100	11	18,00	,070	12	19,75	,068
	1	17	11,71		17	12,24		19	13,63	

Текущая ликвидность	0	9	15,11	,435	11	16,09	,410	12	20,25	,039
	1	17	12,65		17	13,47		19	13,32	
WACC	0	9	15,22	,403	11	16,91	,213	12	21,17	,012
	1	17	12,59		17	12,94		19	12,74	

Продолжение таблицы Б.6

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Рентабельность продаж	0	9	14,89	,500	11	17,27	,151	12	20,33	,035
	1	17	12,76		17	12,71		19	13,26	
Доля чистого рабочего капитала в активах	0	9	15,00	,467	11	15,91	,466	12	19,67	,074
	1	17	12,71		17	13,59		19	13,68	

Составлено автором с помощью программы SPSS

Таблица Б.7

Результаты теста на сравнение средних по критерию Манна-Уитни для IT сектора*

Показатель	DJSI World	2014			2015			2016		
		N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value
Объем выплаченных дивидендов	0	4	13,50	,040	5	13,40	,112	4	12,38	,054
	1	13	7,62		14	8,79		12	7,21	
Рыночная капитализация	0	4	3,00	,007	5	4,20	,009	5	3,60	,003
	1	13	10,85		13	11,54		14	12,29	
Чистый денежный поток	0	4	4,50	,042	5	4,80	,016	4	2,50	,004
	1	13	10,38		14	11,86		12	10,50	
FCFF	0	4	3,50	,019	4	3,00	,009	4	2,50	,005
	1	11	9,64		11	9,82		10	9,50	
FCFE	0	4	5,00	,070	5	4,40	,012	4	2,50	,004
	1	13	10,23		13	11,46		11	10,00	
EV	0	4	2,75	,005	5	3,60	,004	5	3,80	,004
	1	13	10,92		13	11,77		14	12,21	
Коэффициент P/B	0	4	5,00	,070	5	6,80	,183	5	7,00	,165
	1	13	10,23		13	10,54		14	11,07	
Доля выплаченных дивидендов в выручке	0	4	6,75	,392	5	7,40	,286	5	5,80	,075
	1	12	9,08		13	10,31		12	10,33	
Финансовый	0	4	6,50	,203	5	5,20	,026	5	4,20	,007

рычаг	1	14	10,36	,203	14	11,71	,026	14	12,07	,007
Чистый долг к акционерному капиталу	0	4	8,75	,750	5	7,60	,267	5	6,40	,096
	1	14	9,71		14	10,86		14	11,29	
WACC	0	4	10,00	,832	5	13,40	,116	5	14,00	,064
	1	14	9,36		14	8,79		14	8,57	

Составлено автором с помощью программы SPSS

Таблица Б.8

Результаты теста на сравнение средних по критерию Манна-Уитни для телекоммуникационных компаний*

Показатель	DJSI World	2014			2015			2016		
		N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value
Объем выплаченных дивидендов	0	5	18,20	,189	9	21,22	,041	11	20,64	,015
	1	22	13,05		22	13,86		19	12,53	
Рыночная капитализация	0	5	4,60	,003	8	6,13	,000	11	7,27	,000
	1	22	16,14		22	18,91		21	21,33	
Базовая EPS	0	5	14,40	,901	9	12,11	,128	12	13,25	,092
	1	22	13,91		22	17,59		21	19,14	
Свободный денежный поток	0	5	9,20	,134	9	10,56	,033	11	9,27	,003
	1	22	15,09		22	18,23		19	19,11	
FCFF	0	5	6,60	,055	8	7,75	,011	8	7,63	,012
	1	17	12,94		18	16,06		17	15,53	
FCFE	0	5	9,00	,119	9	12,78	,207	11	9,55	,005
	1	22	15,14		22	17,32		19	18,95	
EV	0	5	4,60	,003	9	6,67	,000	11	7,64	,000
	1	22	16,14		22	19,82		21	21,14	
Коэффициент P/B	0	5	8,40	,097	8	12,25	,283	11	15,64	,869
	1	21	14,71		21	16,05		20	16,20	
WACC	0	5	17,60	,261	9	21,00	,050	12	20,75	,092
	1	22	13,18		22	13,95		21	14,86	

Составлено автором с помощью программы SPSS

Таблица Б.9

Результаты теста на сравнение средних по критерию Манна-Уитни для компаний розничной торговли продуктами питания*

Показатель	DJSI World	2014			2015			2016		
		N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value	N	Средний ранг	p-value
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Объем выплаченных дивидендов	0	7	11,71	,062	8	12,38	,009	9	14,94	,011
	1	10	7,10		9	6,00		12	8,04	
Рыночная капитализация	0	7	5,00	,006	8	4,75	,001	9	6,56	,003
	1	10	11,80		9	12,78		13	14,92	
Базовая EPS	0	7	7,43	,283	8	7,00	,124	9	7,89	,030
	1	10	10,10		9	10,78		13	14,00	
Свободный денежный поток	0	7	5,00	,006	8	6,25	,034	9	7,67	,033
	1	10	11,80		9	11,44		12	13,50	

Продолжение таблицы Б.9

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
FCFF	0	7	5,00	,010	8	5,00	,005	9	7,67	,033
	1	9	11,22		7	11,43		12	13,50	
FCFE	0	7	6,57	,097	8	6,00	,021	8	9,88	,700
	1	10	10,70		9	11,67		12	10,92	
EV	0	7	4,86	,005	8	4,75	,001	9	6,00	,001
	1	10	11,90		9	12,78		13	15,31	
Абсолютная ликвидность	0	7	6,57	,097	8	8,13	,501	9	9,11	,151
	1	10	10,70		9	9,78		13	13,15	
WACC	0	7	10,71	,242	8	11,38	,068	9	12,33	,616
	1	10	7,80		9	6,89		13	10,92	

Составлено автором с помощью программы SPSS

Таблица Б.10

Результаты построения МНК-регрессий для банковского сектора по данным 2016 года (внутренние показатели)*

Зави	Устойчивость		Контрольные переменные		

Зави-симая пере-менная	DJSI	Оценка Robeco	Конс-танта	Размер фирмы	Интенс. капитала	Другие			N	r2
						Фин. Рычаг	Маржа прибыли	P/B		
ln(ROA)	-0.157 (0.367)		1.34 (0.131)	-0.118 (0.078)	-0.039 (0)		1.75 (0)	0.302 (0.012)	39	0.829
ln(ROA)		0.006 (0.257)	3.05 (0.042)	-0.324 (0.013)	-0.036 (0.001)		1.22 (0.002)	0.583 (0.028)	23	0.892
ln(ROE)	-0,196 (0.067)		2.33 (0)	0.12 (ln_Rev) (0.007)	-0.018 (0.008)		0.403 (ln PM) (0)	0.656 (ln P/B) (0)	39	0.854
ln(PM)		0.018 (0.001)	2.06 (0.129)	-0.468 (0.003)	0.293 (ln_CI) (0.092)	-0.002 (0.047)			23	0.733
ln(PM)	-0,059 (0.795)		-1.46 (0.19)	-0.179 (0.038)	0.523 (ln CI) (0.003)			0.61 (ln P/B) (0.02)	40	0.463

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица Б.11

Результаты построения МНК-регрессий для банковского сектора по данным 2016 года (внешние показатели)*

Зави-симая пере-менная	Устойчивость		Конс-танта	Контрольные переменные					N	r2
						Другие				
	DJSI	Оценка Robeco		Размер фирмы	Интенс. Капитала	Фин. рычаг	Маржа прибыли	P/B		
		0.003	1.67	0.807	-0.042			0.514		0.88

ln(MC)		(0.529)	(0.083)	(0.00)	(0.00)			(0.001)	23	0.889
ln(MC)	0.357 (0.007)		2.23 (0.00)	0.765 (0.00)	-0.044 (0.00)			0.555 (0)	40	0.916
ln(P/B)	0.335 (0.014)		2.58 (0.00)	-0.15 (0.004)	-0.026 (0.00)			0.194 (0.04)	40	0.58
Q_TOB		0.001 (0.002)	1.36 (0.00)	-0.035 (0.001)	-0.002 (0.003)		-0.103 (0.039)		21	0.672
Ln(QT)	0.108 (0.002)		0.407 (0.004)	-0.040 (0.00)	-0.003 (0.036)	0.009 (0.004)			31	0.731

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица Б.12

Результаты построения МНК-регрессий для банковского сектора по данным 2015 года*

Зависимая переменная	Устойчивость	Константа	Контрольные переменные					N	r2
					Другие				
	DJSI		Размер фирмы	Интенс. Капитала	Маржа прибыли	P/B	Устойчивый темп роста		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ln(ROA)	-0.236 (0.28)	-0.082 (0.944)	0.008 (0.929)	-0.04 (0.00)	2.09 (0.00)	0.292 (0.044)		44	0.695
ln(ROE)	-0.432 (0.019)	2.2 (0.005)	0.269 (ln Rev) (0.001)	-0.012 (0.241)	0.953 (ln PM) (0.00)	0.468 (ln P/B) (0.03)		44	0.758

ln(PM)	0.15 (0.595)	-0.421 (0.777)	-0.19 (0.098)	0.213 (ln CI) 0.315		0.113 (ln P/B) (0.726)		44	0.172
ln(MC)	0.387 (0.009)	2.78 (0.00)	0.65 (0.00)	-0.034 (0.00)	0.325 (ln PM) (0.00)			44	0.9

Продолжение таблицы Б.12

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ln(P/B)	0.19 (0.161)	3.14 (0.00)	-0.236 (0.00)	-0.019 (0.002)	0.017 (ln PM) (0.825)			44	0.594
ln(QT)	0.033 (0.291)	0.428 0.001	-0.038 (0.00)	-0.002 (0.276)			0.007 (0.037)	40	0.486

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица Б.13

Результаты построения МНК-регрессий для финансовых компаний широкого спектра услуг по данным 2016 года*

Зависимая переменная	Устойчивость	Константа	Контрольные переменные					N	r2
	DJSI		Размер фирмы	Интенс. Капитала	Другие				
					Маржа прибыли	ln (P/B)	ROE		
ln(ROA)	0.292 (0.079)	3.62 (0.00)	-0.298 (0.00)	-0.0308 (0.00)	2.52 (0.00)	-0.2 (0.085)		26	0.915
ln(ROE)	-0.787 (0.004)	1.81 (0.037)	0.217 (ln Rev) (0.084)	0.006 (0.336)	0.446 (ln PM) (0.032)	0.382 (0.041)		26	0.542
ln(MC)	0.925	3.88	0.427	-0.019	1.32			28	0.82

ln(MC)	(0.001)	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.026)			28	9
ln(P/B)	0.361 (0.21)	3.06 (0.00)	-0.321 (0.00)	0.014 (0.044)			0.019 (0.029)	28	0.622

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица Б.14

Результаты построения МНК-регрессий для финансовых компаний по данным 2015 года

Зави-симая пере-менная	Устойчивость	Конс-танта	Контрольные переменные					N	r2
	DJSI		Размер фирмы	Интенс. Капитала	Другие				
					Маржа прибыли	ln (P/B)	ROE		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ln(ROA)	0.822 (0.005)	3.72 (0.002)	-0.322 (0.004)	-0.030 (0.001)	1.31 (0.001)	0.108 0.687		28	0.789

Продолжение таблицы Б.14

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ln(ROE)	-0.323 (0.202)	1.62 (0.031)	0.232 (ln Rev) (0.037)	-0.006 (0.236)	0.629 (ln PM) (0.00)	0.871 (0.00)		28	0.679
ln(MC)	0.712 (0.001)	3.54 (0.00)	0.506 (0.00)	-0.016 (0.001)	0.188 (0.374)			30	0.887
ln(P/B)	-0.164 (0.494)	1.85 (0.008)	-0.163 (0.024)	0.014 (0.012)			0.011 (0.045)	29	0.508

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица Б.15

Результаты построения МНК-регрессий для нефтегазовой промышленности по данным 2016 года*

Зависимая переменная	Устойчивость		Константа	Контрольные переменные					N	r2
						Другие				
	DJSI	Оценка Robeco		Размер фирмы	Интенс. Капитала	Темп роста продаж	Уст. темп роста	Фин. рычаг		
ROA	2.57 (0.177)		6.19 (0.197)	-0.715 (ln Rev) (0.192)			0.546		11	0.961
ln(ROA)		0.032 (0.005)	1.32 (0.05)			19.6 (0.005)			8	0.865
ROE	2.91 (0.084)		10.8 (0.075)	-0.911 (0.135)			0.962 (0.135)		11	0.992
ln(MC)	0.546 (0.084)		1.44 (0.181)	0.759 (0.00)			0.028 (0.005)		11	0.949
ln(P/B)	0.891 (0.005)		4.27 (0.00)	-0.43 (0.00)	-0.09 (0.013)				25	0.587
ln(P/B)		-0.001 (0.691)	2.75 (0.013)	-0.276 (0.006)				0.006 (0.004)	13	0.825
P/B		-0.018 (0.006)	10.5 (0.003)	-0.768 (0.004)			0.116 (0.006)		6	0.997
	0.653		2.88	-0.234			0.035			

Q TOB	(0.05)		(0.022)	(0.058)			(0.002)		11	0.874
Q TOB		-0.008 (0.004)	5.01 (0.00)	-0.329 (0.004)			0.034 (0.007)		6	0.998

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица Б.16

Результаты построения МНК-регрессий для нефтегазовой промышленности по данным 2015 года*

Зависимая переменная	Устойчивость	Константа	Контрольные переменные				N	r2
	DJSI		Размер фирмы		Интенс. Капитала	Уст. темп роста		
			ln (TA)	ln (Revenue)				
ROA	0.064 (0.967)	11 (0.011)		-0.767 (0.099)		0.327 (0.00)	17	0.776
ROE	-2.07 (0.428)	22.7 (0.013)	-1.34 (0.129)			0.554 (0.00)	17	0.803
ln(MC)	0.805 (0.035)	1.72 (0.132)	0.698 (0.00)			0.0325 (0.031)	17	0.88
ln(P/B)	0.379 (0.165)	4.03 (0.00)	-0.406 (0.00)		-0.081 (0.148)		29	0.523
Q TOB	0.666 (0.037)	3.06 (0.005)	-0.244 (0.022)			0.0152 (0.201)	17	0.515

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица Б.17

Результаты построения МНК-регрессий для обрабатывающей промышленности по данным 2016 года*

	Устойчивость		Контрольные переменные		

Зави-симая пере-менная	DJSI	Константа	Размер фирмы	Другие		N	r2
				P/B	Доля выплаченных дивидендов		
ln(MC)	0.294	2.22	0.664	0.161	-0.018	59	0.748
	(0.056)	(0.002)	(0.00)	(0.00)	(0.225)		

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица Б.18

Результаты построения МНК-регрессий для обрабатывающей промышленности по данным 2015 года*

Зави-симая пере-менная	Устой-чивость	Конс-танта	Контрольные переменные					N	r2
					Другие				
	DJSI		Размер фирмы	Интенс. Капитала	Маржа прибыли	Доля выпл. див-ов	P/B		
ln(ROE)	-0.396 (0.001)	1.82 (0.004)	0.281 (ln Rev) (0.00)	-0.198 (0.00)	0.638 (0.00)		0.617 (ln P/B) (0.00)	43	0.913
ln(MC)	0.592 (0.005)	3.31 (0.00)	0.525 (0.00)			-0.0174 (0.153)	0.1	62	0.591

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица Б.19

Результаты построения МНК-регрессий для IT-компаний по данным 2016 года*

Зависимая переменная	Устойчивость		Константа	Контрольные переменные			N	r2
	DJSI	Оценка Robeco		Размер фирмы	Интенс. Капитала	Другие: Маржа прибыли		
ln(ROA)	-0.266 (0.145)		5.06 (0.00)	0.0204 (0.656)	-0.462 (0.00)	0.971 (0.00)	17	0.957
ln(ROA)		-0.002 (0.436)	5.21 (0.063)	-0.00626 (0.902)	-0.558 (0.075)	0.962 (0.038)	6	0.998
ln(MC)	0.292 (0.332)		4.57 (0.00)	0.821 (0.00)	-0.352 (0.001)	0.87 (0.00)	18	0.976

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица Б.20

Результаты построения МНК-регрессий для телекоммуникационных компаний по данным 2016 года*

Зависимая переменная	Устойчивость		Константа	Контрольные переменные				N	r2
	DJSI	Оценка Robeco		Размер фирмы	Другие: Маржа прибыли	ROE	ROA		
ln(MC)		-0.009 (0.077)	2.04 (0.014)	0.922 (0.00)	0.365 (0.012)			11	0.962
ln(MC)	0.754 (0.001)	0	2.53 (0.00)	0.747 (0.00)	0.304 (0.00)			26	0.917

ln(P/B)	0.703 (0.044)	0	3.03 (0.004)	-0.205 (0.071)	0.25 (0.044)			25	0.367
Q TOB		-0.005 (0.047)	1.41 (0.00)			0.013 (0.041)	0.042 (0.019)	12	0.938
ln(QT)	0.343 (0.007)	0	1.54 (0.00)	-0.155 (0.00)			0.026 (0.001)	32	0.569

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица Б.21

Результаты построения МНК-регрессий для телекоммуникационных компаний по данным 2015 года*

Зависимая переменная	Устойчивость	Константа	Контрольные переменные			N	r2
	DJSI		Размер фирмы	Другие			
				Маржа прибыли	ROA		
ln(MC)	0.737 (0.003)	2.61 (0.00)	0.752 (0.00)	0.407 (0.001)		28	0.88
ln(P/B)	0.763 (0.03)	2.91 (0.004)	-0.221 (0.059)	0.203 (0.218)		28	0.325
ln(QT)	0.358 (0.032)	2.04 (0.00)	-0.201 (0.001)		0.0114 (0.234)	34	0.411

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица Б.22

Результаты построения МНК-регрессий для компаний электроэнергетики*

Зави-симая пере-менная	Устойчивость	Конс-танта	Контрольные переменные					N	r2
	DJSI		Размер фирмы	Интенс. Капитала	Другие				
					Маржа прибыли	Коэф. Тобина	Фин. рычаг		
2015									
ln(MC)	0.552 (0.034)	2.66 (0.017)	0.686 (0.00)	-0.05 (0.23)	0.3 (0.013)			32	0.76
ln(P/B)	0.194 (0.069)	-0.093 (0.363)				1.92 (0.00)	0.0002 (0.744)	34	0.846
2016									
ln(MC)	0.308 (0.06)	3.49 (0.00)	0.804 (0.00)	-0.209 (0.00)	0.842 (0.00)			28	0.862

Составлено автором с помощью программы Stata

ПРИЛОЖЕНИЕ В

Таблица В.1

Модель с фиксированными эффектами для оценки рентабельности капитала компаний Бразилии*

```
. xtreg ln_ROA ln_TA ln_CI PM DJSI_W if CountryID==1, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       176
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        29

R-sq:  within  = 0.4763                         Obs per group: min =         1
       between = 0.1004                                        avg =       6.1
       overall = 0.0633                                        max =         7

                                                F(4,143)           =     32.52
corr(u_i, Xb)  = -0.5945                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
      ln_ROA |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |   .4622192   .1768856     2.61   0.010     .1125709    .8118676
       ln_CI |  -.8406817   .1967183    -4.27   0.000    -1.229533   -.4518301
          PM |   3.932692   .4336234     9.07   0.000     3.075552    4.789832
      DJSI_W |   .0051537   .1323489     0.04   0.969    -.2564593    .2667668
       _cons |  -3.120024   1.636372    -1.91   0.059    -6.354628    .1145808
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  1.0715861
     sigma_e |  .52133938
         rho |  .80860758   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(28, 143) =     6.70             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.2

Модель с фиксированными эффектами для оценки рыночной капитализации компаний Бразилии*

```
. xtreg ln_MC ln_TA ln_PM ln_PtoB DJSI_W if CountryID==1, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       175
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        28

R-sq:  within  = 0.2985                         Obs per group: min =         2
       between = 0.6964                                        avg =       6.3
       overall = 0.6359                                        max =         7

                                                F(4,143)           =     15.21
corr(u_i, Xb)  = 0.2325                         Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
       ln_MC |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |   .5291918   .1488182     3.56   0.001     .2350239    .8233596
       ln_PM |   .0523448   .0859729     0.61   0.544    -.1175971    .2222868
     ln_PtoB |   .8091083   .1548538     5.22   0.000     .5030099    1.115207
      DJSI_W |   .0981281   .1467874     0.67   0.505    -.1920253    .3882816
       _cons |   3.554904     1.4274     2.49   0.014     .7333739    6.376434
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .67224644
     sigma_e |  .57632724
         rho |  .57637228   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(27, 143) =     5.92             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.3

Модель с фиксированными эффектами для оценки рентабельности капитала компаний России*

```
. xtreg ln_ROA ln_TA ln_CI PM DJSI_W if CountryID==2, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       197
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        32

R-sq:  within  = 0.4165                         Obs per group: min =         4
       between = 0.2185                                        avg =       6.2
       overall = 0.2454                                        max =         7

                                                F(4,161)           =     28.73
corr(u_i, Xb)  = -0.4093                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
      ln_ROA |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |  -.3807844   .1534868    -2.48   0.014    -.6838913   -.0776774
       ln_CI |   .1212174   .2028939     0.60   0.551    -.2794591     .521894
          PM |   2.446216   .2395952    10.21   0.000     1.973061    2.919371
      DJSI_W |   .1058112   .1257599     0.84   0.401    -.1425404    .3541628
       _cons |    4.98801   1.410735     3.54   0.001     2.202079    7.773941
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .79267909
     sigma_e |  .53312913
         rho |  .68854152   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(31, 161) =     4.82             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.4

Модель с фиксированными эффектами для оценки рыночной капитализации компаний России*

```
. xtreg ln_MC ln_TA ln_PM ln_PtoB DJSI_W if CountryID==2, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       175
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        31

R-sq:  within  = 0.6827                         Obs per group: min =         3
       between = 0.7041                                        avg =       5.6
       overall = 0.7021                                        max =         7

                                                F(4,140)           =     75.32
corr(u_i, Xb)  = -0.3249                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
       ln_MC |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |   .8721148   .0775394    11.25   0.000     .7188153    1.025414
       ln_PM |   .1084547   .0303984     3.57   0.000     .0483555    .1685539
     ln_PtoB |   .7284733   .0572636    12.72   0.000     .6152601    .8416865
      DJSI_W |   .0125993   .0619921     0.20   0.839    -.1099624    .1351611
       _cons |   .6579064   .7466405     0.88   0.380     -.818242    2.134055
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .58827809
     sigma_e |  .24872047
         rho |  .84835285   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(30, 140) =    22.34             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.5

Модель с фиксированными эффектами для оценки рентабельности капитала компаний Индии*

```
. xtreg ln_ROA ln_TA ln_CI PM DJSI_W if CountryID==3, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       183
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        30

R-sq:  within  = 0.5085                         Obs per group: min =         1
       between = 0.7864                                        avg =       6.1
       overall = 0.7368                                        max =         7

                                                F(4,149)           =     38.54
corr(u_i, Xb)  = -0.4815                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
      ln_ROA |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |  -.1276022   .1059394    -1.20   0.230      -.33694    .0817355
       ln_CI |  -1.049704   .1266065    -8.29   0.000     -1.29988   -.7995278
          PM |   4.133543   .4849831     8.52   0.000      3.17521    5.091876
      DJSI_W |   .2688462   .0854377     3.15   0.002     .1000201    .4376723
       _cons |   3.072578   1.006396     3.05   0.003     1.083925     5.06123
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .46181899
     sigma_e |  .33948351
         rho |  .64919333   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(29, 149) =     5.59             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.6

Модель с фиксированными эффектами для оценки рыночной капитализации компаний Индии*

```
. xtreg ln_MC ln_TA ln_PM ln_PtoB DJSI_W if CountryID==3, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       188
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        32

R-sq:  within  = 0.9314                         Obs per group: min =         1
       between = 0.6754                                        avg =       5.9
       overall = 0.7086                                        max =         7

                                                F(4,152)           =    515.72
corr(u_i, Xb)  = -0.2178                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
       ln_MC |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |    .890416   .0313558    28.40   0.000     .8284666    .9523654
       ln_PM |   .1143826   .0221795     5.16   0.000     .0705626    .1582026
     ln_PtoB |   1.054555      .0297    35.51   0.000     .9958768    1.113233
      DJSI_W |   .0242024   .0274751     0.88   0.380    -.0300801    .0784848
       _cons |   .1155378   .2847322     0.41   0.685     -.447006    .6780815
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |   .6673277
     sigma_e |  .10369883
         rho |    .976422   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(31, 152) =   220.07             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.7

Модель с фиксированными эффектами для оценки рентабельности капитала компаний Китая*

```
. xtreg ln_ROA ln_TA ln_CI PM DJSI_W if CountryID==4, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       192
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        32

R-sq:  within  = 0.3416                         Obs per group: min =         2
       between = 0.5567                                        avg =       6.0
       overall = 0.3887                                        max =         7

                                                F(4,156)           =     20.23
corr(u_i, Xb)  = -0.9093                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
      ln_ROA |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |  -.4302737   .1437886    -2.99   0.003    -.7142975   -.1462498
       ln_CI |  -1.420108   .3112905    -4.56   0.000    -2.034996     -.80522
          PM |   2.823324   .4077908     6.92   0.000      2.01782    3.628828
      DJSI_W |   .7164597   .1663225     4.31   0.000     .3879249    1.044995
       _cons |   6.511475   1.501172     4.34   0.000     3.546229    9.476721
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |   1.418351
     sigma_e |  .56391351
         rho |  .86350347   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(31, 156) =     4.26             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.8

Модель с фиксированными эффектами для оценки рыночной капитализации компаний Китая*

```
. xtreg ln_MC ln_TA ln_PM ln_PtoB DJSI_W if CountryID==4, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       182
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        32

R-sq:  within  = 0.7831                         Obs per group: min =         2
       between = 0.8222                                        avg =       5.7
       overall = 0.8263                                        max =         7

                                                F(4,146)           =    131.74
corr(u_i, Xb)  = -0.1071                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
       ln_MC |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |    .744359    .048655    15.30   0.000        .6482     .840518
       ln_PM |   .0412638   .0222829     1.85   0.066     -.002775    .0853025
     ln_PtoB |   .8450491   .0539109    15.67   0.000     .7385025    .9515957
      DJSI_W |   .1183055   .0541404     2.19   0.030     .0113053    .2253057
       _cons |   1.687606   .5170558     3.26   0.001     .6657251    2.709487
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .62439062
     sigma_e |  .15635026
         rho |  .94099718   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(31, 146) =    66.65             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.9

Модель с фиксированными эффектами для оценки рентабельности капитала компаний ЮАР*

```
. xtreg ln_ROA ln_TA ln_CI PM DJSI_W if CountryID==5, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       175
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        28

R-sq:  within  = 0.3274                         Obs per group: min =         3
       between = 0.8213                                        avg =       6.3
       overall = 0.6606                                        max =         7

                                                F(4,143)           =     17.40
corr(u_i, Xb)  = 0.0131                         Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
      ln_ROA |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |  -.0432327   .1841855    -0.23   0.815    -.4073108    .3208455
       ln_CI |  -.6721665   .2665316    -2.52   0.013    -1.199017   -.1453156
          PM |   3.833277   .5237428     7.32   0.000     2.797998    4.868555
      DJSI_W |    .133321    .192464     0.69   0.490    -.2471211    .5137632
       _cons |   1.691204     1.6009     1.06   0.293    -1.473281     4.85569
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .40738138
     sigma_e |  .64151308
         rho |   .2873766   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(27, 143) =     2.41             Prob > F = 0.0005
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.10

Модель с фиксированными эффектами для оценки рыночной капитализации компаний ЮАР*

```
. xtreg ln_MC ln_TA ln_PM ln_PtoB DJSI_W if CountryID==5, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       172
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        28

R-sq:  within  = 0.9375                         Obs per group: min =         1
       between = 0.6104                                        avg =       6.1
       overall = 0.6370                                        max =         7

                                                F(4,140)           =    525.00
corr(u_i, Xb)  = -0.6357                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
       ln_MC |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |   1.019566   .0299751    34.01   0.000     .9603035    1.078828
       ln_PM |   .0283538   .0127108     2.23   0.027     .0032238    .0534838
     ln_PtoB |   .9334979   .0379895    24.57   0.000     .8583907    1.008605
      DJSI_W |   .0643064   .0364818     1.76   0.080      -.00782    .1364328
       _cons |  -1.473579   .2722044    -5.41   0.000    -2.011742   -.9354162
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |   .9220527
     sigma_e |  .11386472
         rho |  .98497917   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(27, 140) =   157.88             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.11

Модель с фиксированными эффектами для оценки рентабельности капитала компаний США*

```
. xtreg ln_ROA ln_TA ln_CI PM DJSI_W if CountryID==6, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       338
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        58

R-sq:  within  = 0.6238                         Obs per group: min =         1
       between = 0.6394                                        avg =       5.8
       overall = 0.6835                                        max =         7

                                                F(4,276)           =    114.40
corr(u_i, Xb)  = -0.2670                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
      ln_ROA |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |  -.1054107   .0928511    -1.14   0.257    -.2881971    .0773757
       ln_CI |   -.988065   .1125599    -8.78   0.000     -1.20965   -.7664799
          PM |     7.7994   .3964866    19.67   0.000     7.018878    8.579922
      DJSI_W |  -.0999579   .0986885    -1.01   0.312    -.2942358      .09432
       _cons |   2.273191   .8256806     2.75   0.006     .6477595    3.898623
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .50585366
     sigma_e |  .36686495
         rho |  .65532001   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(57, 276) =     6.42             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.12

Модель с фиксированными эффектами для оценки рыночной капитализации компаний США*

```
. xtreg ln_MC ln_TA ln_PM ln_PtoB DJSI_W if CountryID==6, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       332
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        57

R-sq:  within  = 0.8120                         Obs per group: min =         1
       between = 0.7098                                        avg =       5.8
       overall = 0.7378                                        max =         7

                                                F(4,271)           =    292.54
corr(u_i, Xb)  = -0.1840                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
       ln_MC |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |   .9931152   .0435925    22.78   0.000     .9072921    1.078938
       ln_PM |   .0902494   .0200343     4.50   0.000     .0508068     .129692
     ln_PtoB |   .5801097   .0322037    18.01   0.000     .5167086    .6435109
      DJSI_W |   .1897217   .0495718     3.83   0.000      .092127    .2873164
       _cons |  -.8405931   .4112682    -2.04   0.042     -1.65028   -.0309062
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .64828894
     sigma_e |  .18021738
         rho |  .92826546   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(56, 271) =    50.48             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.13

Модель с фиксированными эффектами для оценки рентабельности капитала компаний Германии*

```
. xtreg ln_ROA ln_TA ln_CI PM DJSI_W if CountryID==7, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       121
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        20

R-sq:  within  = 0.3436                         Obs per group: min =         3
       between = 0.7645                                        avg =       6.0
       overall = 0.6728                                        max =         7

                                                F(4,97)            =     12.70
corr(u_i, Xb)  = 0.3499                         Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
      ln_ROA |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |  -.2384619   .3916308    -0.61   0.544    -1.015741    .5388167
       ln_CI |  -.4008793   .5488843    -0.73   0.467    -1.490263    .6885042
          PM |   9.262892   1.364975     6.79   0.000     6.553793    11.97199
      DJSI_W |    .131118   .2085599     0.63   0.531    -.2828156    .5450516
       _cons |   2.661933     3.5909     0.74   0.460     -4.46501    9.788875
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .84062757
     sigma_e |  .59209083
         rho |  .66840442   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(19, 97) =     4.48              Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.14

Модель с фиксированными эффектами для оценки рыночной капитализации компаний Германии*

```
. xtreg ln_MC ln_TA ln_PM ln_PtoB DJSI_W if CountryID==7, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       115
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        20

R-sq:  within  = 0.7054                         Obs per group: min =         2
       between = 0.5114                                        avg =       5.8
       overall = 0.5227                                        max =         7

                                                F(4,91)            =     54.47
corr(u_i, Xb)  = -0.6450                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
       ln_MC |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |   .8208488   .0865962     9.48   0.000     .6488361    .9928615
       ln_PM |   .0472483   .0270981     1.74   0.085    -.0065788    .1010753
     ln_PtoB |   .6106317   .0670037     9.11   0.000     .4775372    .7437262
      DJSI_W |   .1855464   .0752693     2.47   0.016     .0360332    .3350596
       _cons |    .483125   .8749767     0.55   0.582    -1.254909    2.221159
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .96943111
     sigma_e |  .18729946
         rho |  .96401489   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(19, 91) =    75.63              Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.15

Модель с фиксированными эффектами для оценки рентабельности капитала компаний Испании*

```
. xtreg ln_ROA ln_TA ln_CI PM DJSI_W if CountryID==8, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       112
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        18

R-sq:  within  = 0.6618                         Obs per group: min =         3
       between = 0.4498                                        avg =       6.2
       overall = 0.4712                                        max =         7

                                                F(4,90)            =     44.03
corr(u_i, Xb)  = -0.2176                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
      ln_ROA |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |   .1443525   .2049128     0.70   0.483    -.2627425    .5514475
       ln_CI |  -.6976712   .2798648    -2.49   0.015    -1.253672   -.1416708
          PM |   11.40121   .9066591    12.57   0.000     9.599978    13.20245
      DJSI_W |  -.0896768    .149387    -0.60   0.550    -.3864601    .2071064
       _cons |  -1.385801   2.115992    -0.65   0.514    -5.589588    2.817985
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  1.0114522
     sigma_e |  .32512518
         rho |  .90635027   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(17, 90) =     7.92              Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.16

Модель с фиксированными эффектами для оценки рыночной капитализации компаний Испании*

```
. xtreg ln_MC ln_TA ln_PM ln_PtoB DJSI_W if CountryID==8, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       111
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        18

R-sq:  within  = 0.5945                         Obs per group: min =         2
       between = 0.5534                                        avg =       6.2
       overall = 0.5220                                        max =         7

                                                F(4,89)            =     32.62
corr(u_i, Xb)  = -0.2931                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
       ln_MC |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |   .7842926   .1055581     7.43   0.000     .5745509    .9940344
       ln_PM |   .0886618   .0338063     2.62   0.010     .0214895    .1558341
     ln_PtoB |   .5780589   .0732038     7.90   0.000     .4326046    .7235132
      DJSI_W |   .2455021   .0963768     2.55   0.013     .0540034    .4370008
       _cons |   .4576632   1.170652     0.39   0.697    -1.868397    2.783724
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .80823028
     sigma_e |  .17310144
         rho |  .95614154   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(17, 89) =   103.59              Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.17

Модель с фиксированными эффектами для оценки рентабельности капитала компаний Мексики*

```
. xtreg ln_ROA ln_TA ln_CI PM DJSI_W if CountryID==9, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       160
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        28

R-sq:  within  = 0.6158                         Obs per group: min =         1
       between = 0.7357                                        avg =       5.7
       overall = 0.6710                                        max =         7

                                                F(4,128)           =     51.30
corr(u_i, Xb)  = -0.6650                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
      ln_ROA |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |  -.2290308   .1686292    -1.36   0.177    -.5626924    .1046308
       ln_CI |  -1.024472   .2437963    -4.20   0.000    -1.506865   -.5420797
          PM |   7.497914   .5629498    13.32   0.000     6.384022    8.611806
      DJSI_W |   .0555724   .1294078     0.43   0.668    -.2004831     .311628
       _cons |   3.195168   1.350027     2.37   0.019     .5239087    5.866427
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .51932021
     sigma_e |  .37674946
         rho |  .65517843   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(27, 128) =     3.43             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.18

Модель с фиксированными эффектами для оценки рыночной капитализации компаний Мексики*

```
. xtreg ln_MC ln_TA ln_PM ln_PtoB DJSI_W if CountryID==9, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       147
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        27

R-sq:  within  = 0.8616                         Obs per group: min =         1
       between = 0.8040                                        avg =       5.4
       overall = 0.8033                                        max =         7

                                                F(4,116)           =    180.58
corr(u_i, Xb)  = -0.2281                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
       ln_MC |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |   .8220351   .0702006    11.71   0.000     .6829941    .9610762
       ln_PM |   .1040655   .0222901     4.67   0.000     .0599172    .1482138
     ln_PtoB |   1.002282   .0420151    23.86   0.000     .9190655    1.085498
      DJSI_W |  -.0665396   .0488408    -1.36   0.176    -.1632749    .0301957
       _cons |   .6843761   .6098236     1.12   0.264    -.5234565    1.892209
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .63303738
     sigma_e |  .13211855
         rho |  .95826002   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(26, 116) =    86.52             Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.19

Модель с фиксированными эффектами для оценки рентабельности капитала компаний Таиланда*

```
. xtreg ln_ROA ln_TA ln_CI PM DJSI_W if CountryID==10, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       113
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        17

R-sq:  within  = 0.4252                         Obs per group: min =         3
       between = 0.7810                                        avg =       6.6
       overall = 0.7451                                        max =         7

                                                F(4,92)            =     17.01
corr(u_i, Xb)  = -0.7046                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
      ln_ROA |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |  -.2608292   .1654047    -1.58   0.118    -.5893372    .0676788
       ln_CI |  -.8170396    .253663    -3.22   0.002    -1.320836   -.3132429
          PM |   2.297406   .4170798     5.51   0.000      1.46905    3.125763
      DJSI_W |   .1706812   .1714461     1.00   0.322    -.1698255    .5111879
       _cons |   4.199798    1.38785     3.03   0.003     1.443408    6.956188
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .68813213
     sigma_e |  .42703945
         rho |  .72196084   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(16, 92) =     5.86              Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata

Таблица В.20

Модель с фиксированными эффектами для оценки рыночной капитализации компаний Таиланда*

```
. xtreg ln_MC ln_TA ln_PM ln_PtoB DJSI_W if CountryID==10, fe

Fixed-effects (within) regression               Number of obs      =       113
Group variable: Comp_Name                       Number of groups   =        17

R-sq:  within  = 0.7850                         Obs per group: min =         3
       between = 0.7525                                        avg =       6.6
       overall = 0.7648                                        max =         7

                                                F(4,92)            =     83.98
corr(u_i, Xb)  = -0.0143                        Prob > F           =    0.0000

------------------------------------------------------------------------------
       ln_MC |      Coef.   Std. Err.      t    P>|t|     [95% Conf. Interval]
-------------+----------------------------------------------------------------
       ln_TA |   .6636937   .0653152    10.16   0.000      .533972    .7934154
       ln_PM |   .1033737   .0512484     2.02   0.047       .00159    .2051574
     ln_PtoB |   .8932368    .073491    12.15   0.000     .7472773    1.039196
      DJSI_W |   .0349826   .0893495     0.39   0.696    -.1424731    .2124383
       _cons |   1.940639   .5936045     3.27   0.002     .7616894    3.119589
-------------+----------------------------------------------------------------
     sigma_u |  .54854663
     sigma_e |  .21119315
         rho |  .87090658   (fraction of variance due to u_i)
------------------------------------------------------------------------------
F test that all u_i=0:     F(16, 92) =    32.75              Prob > F = 0.0000
```

Составлено автором с помощью программы Stata