А. В. Ларин
старший преподаватель кафедры математической экономики Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (Нижний Новгород)

Е. В. Рябова
канд. экон. наук, доцент кафедры финансового менеджмента Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (Нижний Новгород)

В. А. Чепурова
аспирант кафедры финансового менеджмента Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (Нижний Новгород)

РЕАКЦИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА НА ИЗМЕНЕНИЕ ИНДЕКСА УСТОЙЧИВОГО РАЗВИТИЯ: РОССИЙСКИЙ ОПЫТ

Введение

Современные тенденции развития финансов свидетельствуют о расширении предметного поля устойчивого развития. Значимые направления глобальной научной повестки в данной области связаны с: содержанием нефинансовых отчетов; целей и задач компаний в области устойчивого развития; методиками и результатами рейтингов КСО, ESG; оценкой связи корпоративной социальной ответственности бизнеса и показателями деятельности компании.

Ввиду отсутствия обязательных требований к отчетности в этой области для большинства компаний, возникают сложности в сборе и интерпретации показателей устойчивого развития. Большая доля крупных компаний готовит нефинансовую отчетность в соответствии с международными и национальными стандартами, а также иными рекомендациями в данной области. Наиболее популярными являются международные стандарты по раскрытию нефинансовой информации GRI (Global Reporting Initiative), SASB (Sustainability Accounting Standards Board), стандарты серии ISO, AA 1000 и некоторые другие (IIRC, TCFD, CDSB and CDP). Эмитенты «зеленых» инструментов следуют рекомендациям биржевых площадок. На сегодняшний день компании Европы, которые подходят под условия Директивы ЕС по раскрытию нефинансовой информации (Directive 2014/95/EU), в обязательном порядке должны готовить ESG-отчетность. В США вопрос обязательной отчетности обсуждается Комиссией по ценным бумагам и биржам SEC. В России в ближайшее время предполагается введение отчетности по устойчивому развитию, но на добровольной основе[1].

По частоте использования наиболее популярными стандартами подготовки нефинансовой отчетности в России являются GRI. При этом около четверти отчетов составляются одновременно в соответствии с GRI, SASB и ISO[2]. С 2012 г. в России утвержден и введен в действие стандарт ГОСТ Р ИСО 26000-2012 «Руководство

[1] Приказ Министерства экономического развития РФ № 764 от «Методические рекомендации по подготовке отчетности об устойчивом развитии».

[2] Ежегодный аналитический обзор НРА «ESG-рэнкинг российских промышленных компаний промышленного сектора». URL: https://ins-union.ru/esg/esg-rjenking-rossijskih-promyshlennyh-kompanij-promyshlennogo-sektora-22.01.2024.pdf.

DOI 10.31085/1814-4802-2024-20-3-144-19-31

по социальной ответственности», который представляет в обобщенной форме ключевые подходы в сфере устойчивого развития и предназначен для использования организациями всех форм собственности и видов деятельности[1]. Данный стандарт носит рекомендательный характер, он не содержит обязательных требований. В этой связи компании самостоятельно определяют состав целей и рекомендаций, которые внедряются в бизнес-практику, а также раскрываются в нефинансовой отчетности. Сравнение эффективности программ в области устойчивого развития осложняется еще и тем, что отчеты не подлежат обязательному аудиту.

При этом интерес инвесторов к «устойчивой отчетности» и спрос на «устойчивые инвестиции» растет. Согласно докладу председателя SEC Грея Генслера в июле 2021 г., большая часть инвесторов в США поддерживает обязательную отчетность по климату и устойчивому развитию[2]. Опрос почти 350 респондентов, проведенный BNP Paribas в 2019 г., показал, что подавляющее большинство владельцев и менеджеров активов в Европе и Америке использовали ESG в процессе принятия инвестиционных решений[3]. Также опрос показал, что 75% владельцев активов и 62% управляющих активами инвестируют не менее 25% в фонды ESG.

Актуальные цифры Глобальных экологических фондов демонстрируют, что объем инвестиций ежегодно растет[4]. Например, в 2021 г. активы выросли на 2,74 трлн долл. — более, чем в 3 раза. В 2023 г. благодаря росту цен активы фондов выросли на 8%, несмотря на фактический отток средств из американских устойчивых фондов. По итогам 2023 г. впервые за многие годы наблюдается чистый отток из этих фондов — более 13 млрд долл.[5]

В связи с возрастающей важностью и интересом среди инвесторов оценка информации о мерах проведения мероприятий в рамках ESG-повестки происходит с использованием ESG-рейтингов. Рейтинг экологических, социальных и управленческих факторов (ESG) представляет собой оценку различных агентств касательно того, насколько хорошо корпорации справляются со своей подверженностью экологическим, социальным и управленческим рискам с помощью политик, программ, раскрытия информации и иных действий. Данный рейтинг также отражает мнение агентств о том, как организация использует возможности, связанные с экологическими и социальными факторами, и как справляется с угрозами, которые могут возникнуть в процессе деятельности предприятия. Методология присвоения и актуализации ESG-рейтингов представляет собой систематизированный подход к оценке компании с использованием ряда показателей, сгруппированных по трем ключевым блокам: экология, социальная сфера и корпоративное управление. Среди крупнейших поставщиков рыночных данных, таких как S&P, ISS, FTSE, MSCI и Sustainalitics и пр., методология отличается. Различия в аналитических практиках и оценках могут дать инвесторам дополнительную информацию, однако корреляция между рейтингами, присвоенными одним и тем же компаниям, является низкой (Boffo, Patalano, 2020). Оценки ESG-эффективности крупнейших провайдеров по 3 направлениям деятельности

[1] ГОСТ Р ИСО 26000-2012 Руководство по социальной ответственности. URL: https://expert-2014.ru/docs/gost-r-iso-26000-2012.pdf.

[2] Prepared Remarks Before the Principles for Responsible Investment “Climate and Global Financial Markets” Webinar. URL: https://www.sec.gov/news/speech/gensler-pri-2021-07-28.

[3] ESG Global Survey 2019: investing with Purpose for Performance. URL: https://cib.bnpparibas/esg-global-survey-2019-investing-with-purpose-for-performance/.

[4] Morningstar. URL: https://www.morningstar.com.

[5] Global Sustainable Fund Flows: Q1 2024 in Review. URL: https://www.morningstar.com/lp/global-esg-flows.

(ESG) варьируются от 30 до 60%, тогда как аналогичные оценки для кредитных рейтингов показывают значения порядка 97–98%. Данный аспект подтверждает опасения относительно значения текущих оценок ESG-факторов и их ценности для инвесторов.

Результаты эмпирических исследований позволяют говорить о том, что несмотря на рост расходов, связанных с внедрением элементов концепции экологической и социальной ответственности, с большей вероятностью совокупный результат для компании (и ее стейкхолдеров) будет положительным (Garcia, Orsato, 2020; Yang, Wong, Miao, 2021).

Изученность вопроса

Публикация новостей компании о значимых событиях, в том числе в области устойчивого развития и ESG-инициатив, выступает базой для проведения эмпирического анализа. Например, Фламмер (Flammer, 2013), изучая чувствительность акционеров и иных участников рынка к положительным/негативным корпоративным ESG-событиям на основе данных по американским компаниям с 1980 по 2009 г., пришел к выводу, что цены на акции экологически ответственных компаний во времени повышаются, в то время как акции предприятий, которые не столь ответственны по отношению к окружающей среде, данной тенденции не имеют. При этом со временем реакция фондового рынка на негативные корпоративные ESG-новости увеличивается, а на положительные — снижается. Положительная (отрицательная) реакция фондового рынка на экологически благоприятные (неблагоприятные) события меньше для компаний с более высоким уровнем экологической ответственности. Вознаграждение акционеров за ответственное поведение компании также с течением времени снижается. Это отчасти может быть связано с ростом значимости ESG-повестки на всех уровнях, появлением более жестких требований к социально-экологической ответственности бизнеса, внедрением бережливого производства и современных «зеленых» инициатив в производственные процессы.

В работе (Capelle-Blancard, Petit, 2016) изучалось влияние публикации благоприятных и негативных новостей в сфере ESG на рыночную стоимость компании, используя *event study* на «окнах» [–1; +1] и [–5; +5]. Авторы пришли к выводу, что рыночная стоимость фирм, столкнувшихся с публикацией неблагоприятных ESG-новостей, на трехдневном интервале в среднем падает на 0,1%, в то время, как от выпуска позитивных ESG-сообщений компанией акционеры практически ничего не выигрывают. Результаты оказались значимыми и на десятидневном интервале, негативные ESG-новости имеют большую амплитуду влияния на рыночную цену. Выборка с 2002 по 2010 г. включала около 33 000 ESG-новостей для ста компаний, входящих в индекс Dow Jones. Авторы также показали, что участники рынка реагируют на новости в СМИ, но не реагируют на пресс-релизы компаний и на публикацию нефинансовых отчетов.

В работе (Ignatov, 2023) на выборке, состоящей более чем из семнадцати тысяч отчетов 10-K с 2013 по 2019 г., был сделан вывод о том, что сам факт сдачи отчета и раскрытия в нем информации в области ESG оказывает положительное и значимое влияние на аномальную доходность американских компаний, т. е. принимается инвесторами во внимание. При этом раскрытие информации в области экологической ответственности игнорируется рынком, в то время как социальная и управленческая компоненты оказывают существенное положительное влияние на аномальную доходность в окне событий [–1; +2]. В работе (Nicolas et al., 2024) также была подтверждена существенная связь между аномальной

доходностью акций, входящих в индекс S&P100, и ESG-событием, основываясь не только на новостной ленте, но и на оценке настроения относительного данного события в социальных сетях. Так, в качестве ESG-информации использовались 114 млн твитов, 5390 новостных заголовков и 3952 финансовых показателей с 2016 по 2022 г. При анализе и кластеризации всей информации авторам удалось выделить 665 негативных ESG-событий, в том числе 253 события в экологическом аспекте, 79 — в социальном и 495 — в управленческом.

При оценке 665 негативных ESG-событий авторы обнаружили статистически значимое снижение стандартизированной средней аномальной доходности (SAAR) на 0,29% и 0,25% для «окон» [–1; 0] и [–1; 1] соответственно. Схожие результаты наблюдаются и для стандартизированной кумулятивной аномальной доходности (SCAAR) в день события (0,29%) и для 2-дневного «окна» (0,12%). Результаты анализа статистически не значимы на всех окнах наблюдения, если рассматривать исключительно экологические события, в отличие от событий социальных и управленческих. Так, авторами обнаружено значимое негативное влияние риска в управленческом аспекте как на SAAR, так и SCAAR.

В данной области также проводятся эмпирические исследования для оценки реакции рынка на включение или исключения компании из ESG-индексов/рейтингов. Несмотря на то, что ESG-рейтинги часто подвергаются критике, они показали свою состоятельность при оценке акций компаний и вызывают повышенный интерес со стороны инвесторов, так как обладают определенной предсказательной способностью.

На примере европейских страховых компаний было показано существенное положительное влияние повышения ESG-рейтинга на аномальную доходность компаний. Объявление о снижении рейтинга, напротив, оказывает негативное влияние на доходность акции более, чем на 1% в «окнах событий» [–5; + 5] и [–3; + 3] (Di Tommaso, Mazzuca, 2023). Что касается индексов, то в исследовании для DJ Sustainability World Index для американских компаний (2003–2007 гг.) авторы подтвердили значимое влияние включения в состав индекса в период до 60 дней со дня события, при этом реакция на исключение компании оказалась незначима (Robinson et al., 2011). Аналогичная ситуация наблюдается в исследовании для американского рынка — включение в Morningstar SRI Index (2003–2010 гг.) ассоциируется с ростом доходности компаний, в то время как исключение значимо не влияет на цену (Nakai et al., 2013), окно событий при этом значительно отличается — 3–5 дней до и после события. Краткосрочная реакция зафиксирована для DJ Sustainability Europe Index (2009–2013 гг.): в случае включения в индекс значимое повышение цены наблюдается один торговый день; в случае исключения — снижение в течение 5–10 торговых дней (Van Stekelenburg et al., 2015). Л. Хайвард (Hayward, 2018) с использованием «окна» [–5; 15] торговых дней показал, что исключение из индекса DJSI (Dow Jones Sustainability Indixes) имеет значимое негативное временное влияние на цену акции, в то же время включение акции в индекс имеет значимое положительное временное влияние на цену. Исследование для турецких компаний с использованием «окна» [–3; 10] дней показывает, что включение акций в BIST Sustainability Index значимо не влияет на доходность активов, но снижает уровень общего риска компании (Yilmaz, Aksoy, Tatoglu, 2020). На примере американских компаний, входящих в рейтинг MSCI ESG, на «окнах» [–5; 5] и [0; 10] авторы показывают, что снижение экологической (E) и социальной (S) составляющих рейтинга приводит к значимому снижению доходности активов (Glück, Hübel, Scholz, 2021). Повышение рейтингов социально-экологической ответственности компаний, напротив, существенно

не влияло на цену и доходность акций, при этом оказывало значимое влияние на уменьшение систематического риска.

В статье (Adamska, Dąbrowski, 2021) рассматривается влияние институциональной среды и уровня риска, который она порождает, на реакцию инвесторов на объявления о включении и исключении компаний из индексов устойчивого развития. Результаты показывают, что с точки зрения инвесторов корпоративная социальная ответственность (КСО) имеет большее отношение к снижению рисков, чем к созданию стоимости, что согласуется с восприятием расходов на КСО как формы страхования, защищающей рыночную стоимость компании. Результаты анализа 815 событий (484 включения в индекс устойчивого развития и 331 исключение) с 2009 по 2017 г., охватывающие развитые (USA, UK, Japan) и развивающиеся рынки капиталов (Poland, Brazil, South Africa), показали наличие институциональных различий. Так, на рынках с более рискованной институциональной средой инвесторы сильнее реагировали на включение (позитивно) и исключение (негативно) компаний в индекс по сравнению с рынками с менее рискованной институциональной средой (Adamska, Dąbrowski, 2021). Кроме того, авторы делают вывод, что улучшение ESG-профиля компании позволяет снизить риск, связанный со стоимостью, в краткосрочной перспективе. Объяснить краткосрочную реакцию цены можно гипотезой давления на цену («price pressure hypothesis»), что предполагает временный рост спроса на актив и временную реакцию цены (Roca et al., 2013). Долгосрочный эффект от включения (исключения) акции из состава индекса говорит о влиянии уже на фундаментальную стоимость акции. Такой эффект связывают с теорией информационной асимметрии: ESG открытость снижает транзакционные издержки инвестора, делает доступной информацию о нефинансовых характеристиках компании. Сигнальный эффект также может объяснять значимую положительную реакцию цены на включение в состав индекса. Кроме этого, авторы находят подтверждение тому, что компании, публикующие ESG-отчетность, подвержены меньшему уровню риска (Renneboog et al., 2008).

Ряд исследователей не находят подтверждения зависимости цены или других характеристик акций от включения (исключения) в состав ESG-индексов. Влияние включения (исключения) в индекс FTSE4Good Index на доходность акций в исследовании 2007 г. не удалось выявить. При этом события оказывали влияние на цены, но их динамика не была существенной (Curran, Moran, 2007). Для индекса DJ Sustainability World Index (2002–2008 гг.) в исследовании 2011 г. также не было выявлено значимого влияния включения (исключения) на доходность и риск ценных бумаг (Cheung, 2011). В «окне» [–1; 1] дней положительная (отрицательная) реакция наблюдалась, но реакция была краткосрочной и не сохранялась на следующий день. Исследование для японского рынка не выявило значимой зависимости доходности активов от включения в категорию ESG Brand Токийской биржи (Mitsuyama, Shimizutani, 2015) на «окне» [–1; 1] и долгосрочном горизонте в 100 дней. С индексом Dow Jones STOXX Sustainability Index для европейских компаний также был проведен аналогичный анализ с помощью метода событий для периода с 2003 по 2007 г., однако подтверждения реакции цены на изменения состава индекса авторы не нашли (Ortas, Moneva, 2011).

Есть эмпирические подтверждения негативной реакции рынка на включение компании в состав индекса, такая реакция может говорить о пессимизме инвесторов относительно ESG-эффективности в регионе, например DJSI World Index Asia Pacific stock markets (Roca et al., 2013). Альтернативное объяснение негативной реакции может быть связано с дополнительными расходами на ESG-программы

при оценке стоимости компании, попадающей в рейтинг (Oberndorfer, Wagner, Ziegler, 2013; Joshi, Pandey, Ros, 2017). Инвесторы могут получать меньшую финансовую компенсацию от «устойчивых» компаний, так как их финансовые потоки распределяются на большее число задач, в том числе на УР. Таким образом, внедрение ESG-практик может вести к снижению рентабельности бизнеса и доходов финансовых инвесторов.

Методология эмпирического анализа

Для анализа реакции рынка на ESG-события мы используем событийный анализ. В качестве ESG-событий мы рассматриваем включение компаний в индекс «Вектор устойчивого развития», публикуемый Московской биржей, и исключение компаний из этого индекса.

Данный индекс формируется на основе индикаторов корпоративной социальной ответственности, сгруппированных по 4 направлениям: экономика, экология, социальная сфера и корпоративное управление. В частности, используются такие показатели, как коэффициент текучести кадров, фонд заработной платы, объем затрат на реализацию социальных программ, объем затрат на обучающие программы для персонала, производительность труда, объем загрязняющих выбросов в атмосферу, объем потребления водных ресурсов, потребление энергии и др.[1] Таким образом, включение компаний в индекс и исключение из него отражают комплексные изменения в ESG-характеристиках компаний и могут быть важным сигналом для инвесторов.

Мы предполагаем, что включение компании в индекс является положительным сигналом для инвесторов и ведет к росту ее стоимости. В терминах событийного анализа это означает положительную аномальную доходность акций компании в течение некоторого времени после события.

Исключение компании из индекса, напротив, может говорить об ухудшении ESG-характеристик компании, что является отрицательным сигналом для инвесторов и ведет к снижению ее стоимости. В терминах событийного анализа это означает отрицательную аномальную доходность акций компании в течение некоторого времени после события.

Кроме того, мы предполагаем, что реакция рынка на данные события может зависеть от того, в каком секторе экономики работает компания. Можно ожидать, что в случае компаний, связанных с экологически вредной деятельностью (металлургия, химическая промышленность и т. п.), включение в индекс (или исключение из него) будет являться более важным сигналом для инвесторов, и реакция рынка будет более сильной. В качестве секторов экономики, связанных с экологически вредной деятельностью, мы рассматриваем «Материалы» и «Энергетику».

Таким образом, можно сформулировать основные гипотезы эмпирического анализа:

- **H1:** включение компании в индекс устойчивого развития имеет положительное и значимое влияние на стоимость компаний;
- **H2:** исключение компании из индекса устойчивого развития имеет негативное влияние на стоимость компаний;
- **H3:** стоимость компаний из секторов, связанных с экологически вредной деятельностью, более чувствительна к включению в индекс устойчивого развития и исключению из него.

[1] Методика расчета Индексов устойчивого развития МосБиржи — РСПП. URL: https://fs.moex.com/files/18827.

Для проверки влияния рассматриваемых событий на стоимость компаний мы используем тесты на значимость кумулятивной средней аномальной доходности (cumulative average abnormal return, CAAR):

$$\widehat{CAAR}_{t_1,t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} \widehat{AAR}_t,$$

где $\widehat{CAAR}_{t_1,t_2}$ — оценка кумулятивной средней аномальной доходности в период с t_1 до t_2, $\widehat{AAR}_t = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} \widehat{AR}_{it}$ — оценка средней аномальной доходности в день t, $\widehat{AR}_{it} = R_{it} - R_{it}$ — оценка аномальной доходности i-й компании в день t, $\hat{R}_{it}$ — оценка нормальной доходности i-й компании в день t, N — число событий в выборке.

Для оценки нормальной доходности используем CAPM-модель. В качестве доходности рынка мы берем доходность индекса ММВБ. В качестве безрисковой доходности мы берем доходность квартальных ОФЗ. CAPM-модель оценивается на данных за год до события исключая последний месяц перед событием. В качестве нормальной доходности берется прогноз по оцененной модели для окна события.

Для проверки результатов на устойчивость мы рассматриваем еще две модели оценки нормальной доходности. Первая — это рыночная модель, где в качестве нормальной доходности берется прогноз по регрессии доходности акции на доходность рынка. Вторая — это модель, где в качестве нормальной доходности берется доходность рынка.

Мы анализируем реакцию рынка в краткосрочном периоде и рассматриваем следующие окна события $[t_1, t_2]$: [−5; −2]; [−1; +1]; [−1; +5]; [−1; +15]. Так, например, для окна [−1; +15] рассматриваемый период начинается за один торговый день до события и заканчивается в 15-й торговый день после события. В случае увеличения длины окна более 15 торговых дней после события в выборку попадает конец февраля 2022 г., когда в связи с геополитической обстановкой произошло резкое изменение цен и значительно изменился новостной фон, имеющий большое влияние на биржевые котировки. Это могло бы сильно исказить результаты оценки, поэтому мы ограничиваемся исследованием краткосрочного периода.

Так как пересмотр индекса, как правило, затрагивает сразу несколько компаний, то рассматриваемые события могут пересекаться во времени и, значит, аномальные доходности для разных компаний будут коррелировать. В этом случае стандартный t-тест на значимость CAAR может давать неверные результаты — значимость, скорее всего, будет завышена. Для решения этой проблемы мы используем rank-тест, который позволяет учесть корреляцию в аномальных доходностях.

Описание выборки

В индекс «Вектор устойчивого развития» за время его существования (с декабря 2017 г.) были включены 55 компаний. На январь 2024 г. в индекс входит 24 компании (табл. 1). Наибольшую долю в индексе, как правило, составляют предприятия, занимающиеся черной и цветной металлургией (23,89%). Также весомую долю (20,95%) составляют компании нефтяной и нефтегазовой промышленности. Состав этих групп достаточно стабилен. Доли меньше 8% характерны для энергетики, химической и нефтехимической отраслей, многопрофильных холдингов. В табл. 1 представлен состав индекса после пересмотра 19 января 2024 г.

Таблица 1

Состав индекса «Вектор устойчивого развития» после ребалансировки от 19 января 2024 г.

№	Сектор	Наименование компании	Вес, %
1	Черная металлургия		18,77
1.1	NLMK	ПАО «НЛМК»	6,14
1.2	CHMF	ПАО «Северсталь»	5,65
1.3	RUAL	МК ПАО «Объединенная компания “РУСАЛ”»	4,34
1.4	MTLR	ПАО «Мечел»	2,64
2	Нефтяная и нефтегазовая промышленность		20,95
2.1	TATN	ПАО «Татнефть» им. В. Д. Шашина	5,71
2.2	GAZP	ПАО «Газпром»	4,31
2.3	ROSN	ПАО «НК “Роснефть”»	4
2.4	LKOH	ПАО «ЛУКОЙЛ»	3,74
2.5	NVTK	ПАО «НОВАТЭК»	3,19
3.	Промышленность драгоценных металлов и алмазов		11,97
3.1	POLY	Полиметалл Интернэшнл плс	4,36
3.2	PLZL	ПАО «Полюс»	4,2
3.3	ALRS	ПАО «АЛРОСА»	3,41
4.	Банки и иные финансовые институты		9,91
4.1	SBER	ПАО «Сбербанк»	3,13
4.2	VTBR	ПАО «ВТБ»	2,75
4.3	MOEX	ПАО «Мосбиржа»	4,03
5.	Телекоммуникация и связь		8,66
5.1	RTKM	ПАО «Ростелеком»	4,33
5.2	AFKS	ПАО АФК «Система»	4,33
6.	Розничная торговля		8,49
6.1	MGNT	ПАО «Магнит»	5,15
6.2	FIVE	Икс 5 Ритейл Груп	3,34
7.	Электроэнергетика		7,01
7.1	HYDR	ПАО «РусГидро»	4,04
7.2	FEES	ПАО «ФСК — Россети»	2,97
8.	Химическая и нефтехимическая промышленность		5,81
8.1	PHOR	ПАО «ФосАгро»	5,81
9.	Цветная металлургия		5,12
9.1	GMKN	ПАО «ГМК “Норильский никель”»	5,12
10.	Многоотраслевые холдинги		3,32
10.1	ENPG	МК ПАО «ЭН+ ГРУП»	3,32

Источник: составлено авторами на основе данных индекса «Вектор устойчивого развития».

Состав индекса пересматривается ежегодно по завершении очередного финансового года, но иногда чаще (табл. 2). Пересмотры в течение года вызваны, как правило, событиями в компании, не относящимися к изменению индикаторов устойчивости. Например, ПАО «Детский мир» был исключен из индекса после новости о делистинге, а не в результате изменения ESG-характеристик. Поэтому в дальнейших расчетах такие промежуточные корректировки не учитывались. В итоговую выборку включены данные по 54 событиям (33 включения компаний в индекс, 21 исключение компаний из индекса) для 30 компаний.

За период с 2017 г. изменения в составе индекса происходили 8 раз (табл. 2).

Таблица 2

Изменения в составе индекса «РСПП Вектор устойчивого развития» с 2018 по 2024 г.

Количество компаний / Дата ребалансировки	21.12. 2018	27.01. 2020	15.01. 2021	21.01. 2022	04.05. 2022	21.10. 2022	20.01. 2023	19.01. 2024
Всего	5	10	12	8	1	2	10	9
Включенные	2	8	9	5	0	0	3	6
Исключенные	3	2	3	3	1	2	7	3

Источник: составлено авторами на основе данных индекса «Вектор устойчивого развития».

Классификация компаний по секторам экономики представлена в табл. 3.

Таблица 3

Состав индекса «Вектор устойчивого развития» Московской биржи

Отрасль	Количество компаний (ед.)	В процентах
Материалы	11	36,67
Финансы	4	13,33
Коммунальные услуги	4	13,33
Товары повседневного спроса	3	10,00
Энергетика	3	10,00
Коммуникационные услуги	2	6,67
Промышленность	2	6,67
Недвижимость	1	3,33

Источник: составлено авторами на основе данных индекса «Вектор устойчивого развития» и классификации Thomson Reuters Eikon.

Результаты оценки

В табл. 4 представлены оценки кумулятивной средней аномальной доходности акций, включенных в состав (исключенных из состава) индекса с 2018 по 2024 г.

Можно заметить, что за несколько дней до включения компании в индекс (окно [–5; –2]) наблюдается значимая отрицательная аномальная доходность. При этом в момент события (окно [–1; +1]) и позже (окна [–1; +5], [–1; 15]) реакция рынка незначима. Это может объясняться наличием инсайдерской информации, когда состав индекса известен инвесторам до официальной публикации информации на сайте биржи.

Наличие отрицательной связи между доходностью и включением компании в биржевой индекс может говорить о том, что инвесторы ассоциируют ESG-поведение компании с дополнительными расходами, которые могут негативно сказаться на финансовых результатах и, возможно, дивидендах.

Таблица 4

Реакция рынка на включение/исключение компаний в индекс «Вектор устойчивого развития»

Window	Index inclusions				Index exclusions			
	CAAR	SE	*t*-test *p*-val	rank-test *p*-val	CAAR	SE	*t*-test *p*-val	rank-test *p*-val
[−5; −2]	−1,38	0,58	0,02**	0,01***	0,38	0,50	0,45	0,48
[−1; +1]	0,02	0,44	0,97	0,89	−0,27	0,69	0,69	0,80
[−1; +5]	−0,14	0,63	0,82	0,85	−0,17	0,95	0,86	0,99
[−1; +15]	−0,42	0,84	0,62	0,71	2,04	1,12	0,07*	0,22

Примечание: *, **, *** обозначают статистическую значимость на 10%-, 5%- и 1%-ном уровнях значимости, соответственно.

Реакция рынка на исключение компаний из индекса незначима ни до, ни после события. Можно заметить, что классический *t*-тест говорит о значимой реакции рынка для окна [−1; +15], тогда как rank-тест говорит о незначимой реакции. Это может быть связано с наличием корреляции между доходностями компаний. В этом случае *t*-тест работает некорректно, и мы полагаемся на результаты rank-теста.

Для проверки гипотезы **H3** были рассмотрены отдельно компании из секторов, связанных с экологически вредной деятельностью (табл. 5), и компании из всех оставшихся секторов (табл. 6).

В табл. 5 приведены результаты для секторов «Материалы» и «Энергетика». Для компаний из этих секторов реакция рынка оказывается незначимой для всех рассматриваемых окон события. При этом реакция незначима как для включения компаний в индекс, так и для исключения из него. Это результат может говорить о том, инвесторы обращают мало внимания на ESG-факторы при принятии решений об инвестициях в эти сектора.

В табл. 6 приведены результаты для секторов «Финансы», «Коммунальные услуги», «Товары повседневного спроса», «Промышленность» и «Недвижимость». Здесь наблюдается положительная реакция рынка на исключение компаний из индекса для окна [−1; +15]. Данный результат говорит о том, что в случае компаний, не связанных с экологически вредной деятельностью, инвесторы рассматривают ESG скорее как негативный фактор, связанный с дополнительными расходами. Поэтому если ESG-характеристики компании снижаются и компания исключается из индекса, это может являться для инвесторов положительным сигналом.

Таким образом, гипотезы **H1** и **H2** не подтверждаются. Реакция рынка на включение компаний в индекс либо незначима, либо отрицательна. Реакция рынка на исключение компаний из индекса оказывается положительной для секторов, связанных с экологически вредной деятельностью. Гипотеза **H3** подтверждается — реакция рынка различается в зависимости от сектора экономики.

Таблица 5

Реакция рынка на включение/исключение компаний в индекс «Вектор устойчивого развития» для секторов «Материалы» и «Энергетика»

Window	Index inclusions				Index exclusions			
	CAAR	SE	*t*-test *p*-val	rank-test *p*-val	CAAR	SE	*t*-test *p*-val	rank-test *p*-val
[–5; –2]	–1,38	1,01	0,17	0,21	0,50	0,49	0,31	0,56
[–1; +1]	–0,46	0,74	0,54	0,69	0,29	1,91	0,88	0,67
[–1; +5]	–0,93	0,80	0,25	0,53	0,57	2,68	0,83	0,72
[–1; +15]	–1,42	1,27	0,27	0,50	1,19	2,31	0,61	0,43

Полученные данные свидетельствуют о том, что включение/исключение компаний отраслей «Энергетика» и «Материалы» в индекс не отражается на ценах данных предприятий.

Таблица 6

Реакция рынка на включение/исключение компаний в индекс «Вектор устойчивого развития» для всех секторов, кроме «Материалов» и «Энергетики»

Window	Index inclusions				Index exclusions			
	CAAR	SE	*t*-test *p*-val	rank-test *p*-val	CAAR	SE	*t*-test *p*-val	rank-test *p*-val
[–5; –2]	–1,39	0,71	0,05***	0,11	0,32	0,73	0,66	0,45
[–1; +1]	–0,37	0,54	0,49	0,62	–0,55	0,49	0,26	0,48
[–1; +5]	–0,44	0,92	0,64	0,80	–0,54	0,63	0,39	0,87
[–1; +15]	0,31	1,12	0,79	0,92	2,47	1,28	0,05**	0,07*

Примечание: *, **, *** обозначают статистическую значимость на 10%-, 5%- и 1%-ном уровнях значимости соответственно.

Таким образом, на основе полученных результатов выявлено, что выдвинутые гипотезы **H1**, **H2** не подтверждены. В таком случае возникает ряд предположений. Во-первых, встает вопрос о степени эффективности российского рынка. Можем предположить, что российский биржевой рынок обладает слабой эффективностью, так как общедоступная информация (ребалансировка индекса «Вектор устойчивого развития») не влияет на изменение биржевых цен компаний, включенных в данный индекс. Для подтверждения данного предположения необходимо проведение дальнейшего сравнительного анализа с изучением институциональных особенностей российского рынка и рынков других стран, где проводились аналогичные данному исследования и полученные результаты демонстрировали взаимосвязь ребалансировок индекса и реакцию рынка. Вероятнее всего, российская специфика требует определенных институциональных изменений. Также можно предположить влияние ограниченного объема выборки для проведения исследования. В научных работах, рассмотренных в эмпирической части исследования, выборки представлены гораздо большим количеством наблюдений.

Полученные результаты могут быть дополнены и скорректированы в дальнейшем с учетом всех упомянутых предположений.

Источники

Макаров А. С., Ларин А. В., Рябова Е. В., Хвостова И. Е. Экологическая ответственность и финансовая политика компании: методические аспекты анализа. М., 2021.

Adamska A., Dąbrowski T. J. Investor Reactions to Sustainability Index Reconstitutions: Analysis in Different Institutional Contexts // Journal of Cleaner Production. 2021. Vol. 297. P. 126715.

Alareeni B. A., Hamdan A. ESG Impact on Performance of US S&P 500-listed Firms // Corporate Governance: The International Journal of Business in Society. 2020. Vol. 20(7). P. 1409–1428.

Boffo R., Patalano R. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges. Paris, 2020.

Capelle-Blancard G., Aurélien P. Every Little Helps? ESG News Disclosure and Stock Market Reaction. HAL, 2016. N. hal-01441809.

Cheung A., Roca E. The effect on Price, Liquidity and Risk when Stocks are Added to and Deleted from a Sustainability Index: Evidence from the Asia Pacific Context // Journal of Asian Economics. 2013. Vol. 24. P. 51–65.

Curran M. M., Moran D. Impact of the FTSE4Good Index on Firm Price: An Event Study // Journal of Environmental Management. 2007. Vol. 82. N 4. P. 529–537.

Di Tommaso C., Mazzuca M. The Stock Price of European Insurance Companies: What is the Role of ESG factors? // Finance Research Letters. 2023. Vol. 56. P. 104071.

Flammer C. Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors // Academy of Management Journal. 2013. Vol. 56. N 3. P. 758–781.

Garcia A. S., Orsato R. J. Testing the Institutional Difference Hypothesis: A StudyAbout Environmental, Social, Governance, and Financial Performance // Business Strategy and the Environment. 2020. Vol. 29. N 8. P. 3261–3272.

Glück M., Hübel B., Scholz H. ESG Rating Events and Stock Market Reactions / SSRN. 2021.

Hayward L. Does the Stock Market Value Inclusion on a Sustainability Index? An Event Study Using the Dow Jones Sustainability North America Index. 2018.

Hillman A. J., Keim G. D. Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? // Strategic Management Journal. 2001. Vol. 22. N 2. P. 125–139.

Ignatov K. When ESG Talks: ESG Tone of 10-K Reports and its Significance to Stock Markets // International Review of Financial Analysis. 2023. Vol. 89. P. 102745.

Joshi S., Pandey V., Ros R. B. Asymmetry in Stock Market Reactions to Changes in Membership of the Dow Jones Sustainability Index // The Journal of Business Inquiry. 2017. Vol. 16. N 1 Spec. P. 12–35.

Mitsuyama N., Shimizutani S. Stock Market Reaction to ESG-oriented Management: An Event Study Analysis on a Disclosing Policy in Japan // Economics Bulletin. 2015. Vol. 35. P. 1098–1108.

Nakai M., Yamaguchi K., Takeuchi K. Sustainability Membership and Stock Price: an Empirical Study Using the Morningstar-SRI Index // Applied Financial Economics. 2013. Vol. 23. N 1. P. 71–77.

Nicolas M. L. D., Desroziers A., Caccioli F., Aste T. ESG Reputation Risk Matters: An event Study Based on Social Media Data // Finance Research Letters. 2024. Vol. 59. P. 104712.

Oberndorfer U., Wagner M., Ziegler A. Does the Stock Market Value the Inclusion in a Sustainability Stock Index? An Event Study Analysis for German Firms // Journal of Environmental Economics and Management. 2013. Vol. 66. N 3. P. 497–509.

Ortas E., Moneva J. M. Sustainability Stock Exchange Indexes and Investor Expectations: Multivariate Evidence from DJSI-Stoxx // Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad. 2011. Vol. 40. N 151. P. 395–416.

Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C. The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds // Journal of Corporate Finance. 2008. Vol. 14. N 3. P. 302–322.

Stekelenburg A., Georgakopoulos G., Sotiropoulou V., Vasileiou K., Vlachos I. The Relation Between Sustainability Performance and Stock Market Returns: An Empirical Analysis of the Dow Jones Sustainability Index Europe // International journal of Economics and Finance. 2015. Vol. 7. N 7.

Wai Kong Cheung A. Do Stock Investors Value Corporate Sustainability? Evidence from an Event Study // Journal of business ethics. 2011. Vol. 99. N 2. P. 145–165.

Yang R., Wong C., Miao X. Analysis of the Trend in the Knowledge of Environmental Responsibility Research // Journal of Cleaner Production. 2021. Vol. 278. P. 123402.

Yilmaz M. K., Aksoy M., Tatoglu E. Does the Stock market Value Inclusion in a Sustainability Index? Evidence from Borsa Istanbul // Sustainability. 2020. Vol. 12(2). P. 483.

References

Adamska A., Dąbrowski T. J. Investor reactions to sustainability index reconstitutions: Analysis in different institutional contexts. *Journal of Cleaner Production*, 2021, vol. 297, pp. 126715.

Alareeni B. A., Hamdan A. ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 2020, vol, 20(7), pp. 1409–1428.

Boffo R., Patalano R. *ESG investing: Practices, progress and challenges.* Paris, 2020.

Capelle-Blancard G., Aurélien P. *Every Little Helps? ESG news disclosure and stock market reaction*. HAL, 2016.

Cheung A., Roca E. The effect on price, liquidity and risk when stocks are added to and deleted from a sustainability index: Evidence from the Asia Pacific context. *Journal of Asian Economics*, 2013, vol. 24, pp. 51–65.

Curran M. M., Moran D. Impact of the FTSE4Good Index on firm price: An event study. *Journal of environmental management*, 2007, vol. 82, N 4, pp. 529–537.

Di Tommaso C., Mazzuca M. The stock price of European insurance companies: What is the role of ESG factors? *Finance Research Letters*, 2023, vol. 56, pp. 104071.

Flammer C. Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management Journal*, 2013, vol. 56, N 3, pp. 758–781.

Garcia A. S., Orsato R. J. Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 2020, vol. 29, N 8, pp. 3261–3272.

Glück M., Hübel B., Scholz H. *ESG rating events and stock market reactions.* SSRN, 2021.

Hayward L. *Does the Stock Market Value Inclusion on a Sustainability Index? An Event Study Using the Dow Jones Sustainability North America Index.* 2018.

Hillman A. J., Keim G. D. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line?. *Strategic Management Journal*, 2001, vol. 22, N 2, pp. 125–139.

Ignatov K. When ESG Talks: ESG Tone of 10-K Reports and its Significance to Stock Markets. *International Review of Financial Analysis*, 2023, vol. 89, pp. 102745.

Joshi S., Pandey V., Ros R. B. Asymmetry in stock market reactions to changes in membership of the Dow Jones Sustainability Index. *The Journal of Business Inquiry*, 2017, vol. 16, N 1 Spec, pp. 12–35.

Makarov A. S., Larin A. V., Ryabova E. V., Khvostova I. E. *Environmental responsibility and financial policy of the company: methodological aspects of analysis*. [*Ekologicheskaya otvetstvennost' i finansovaya politika kompanii: metodicheskiye aspekty analiza*]. Moscow, 2021. (In Russian)

Mitsuyama N., Shimizutani S. Stock market reaction to ESG-oriented management: An event study analysis on a disclosing policy in Japan. *Econ. Bull*, 2015, vol. 35, pp. 1098–1108.

Nakai M., Yamaguchi K., Takeuchi K. Sustainability membership and stock price: an empirical study using the Morningstar-SRI Index. *Applied Financial Economics*, 2013, vol. 23, N 1, pp. 71–77.

Nicolas M. L. D., Desroziers A., Caccioli F., Aste T. ESG Reputation Risk Matters: An event Study Based on Social Media Data. *Finance Research Letters*, 2024, vol. 59, pp. 104712.

Oberndorfer U., Wagner M., Ziegler A. Does the stock market value the inclusion in a sustainability stock index? An event study analysis for German firms. *Journal of Environmental Economics and Management*, 2013, vol. 66, N 3, pp. 497–509.

Ortas E., Moneva J. M. Sustainability stock exchange indexes and investor expectations: Multivariate evidence from DJSI-Stoxx. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 2011, vol. 40, N 151, pp. 395–416.

Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C. The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of corporate finance*, 2008, vol. 14, N 3, pp. 302–322.

Stekelenburg A., Georgakopoulos G., Sotiropoulou V., Vasileiou K., Vlachos I. The relation between sustainability performance and stock market returns: An empirical analysis of the Dow Jones Sustainability Index Europe. *International journal of Economics and Finance*, 2015, vol. 7, N 7.

Wai Kong Cheung A. Do stock investors value corporate sustainability? Evidence from an event study. *Journal of business ethics*, 2011, vol. 99, N 2, pp. 145–165.

Yang R., Wong C., Miao X. Analysis of the trend in the knowledge of environmental responsibility research. *Journal of Cleaner Production*, 2021, vol. 278, pp. 123402.

Yilmaz M. K., Aksoy M., Tatoglu E. Does the stock market value inclusion in a sustainability index? Evidence from Borsa Istanbul. *Sustainability*, 2020, vol. 12(2), pp. 483.

Статья поступила в редакцию 10 апреля 2024 г.
Статья рекомендована в печать 15 июня 2024 г.