

DOI: 10.18721/JE.14406

УДК 338.121

ВЛИЯНИЕ СОЦИАЛЬНО-ОТВЕТСТВЕННОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА СТОИМОСТЬ ИННОВАЦИОННО-АКТИВНЫХ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

Бабкин А.В.¹, Малевская-Малевиц Е.Д.²

¹ Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого,
Санкт-Петербург, Российская Федерация;

² Ивангородский филиал ФГАОУ ВО "Санкт-Петербургский государственный университет
аэрокосмического приборостроения", Ивангород, Российская Федерация

Термин социально-ответственное инвестирование (SRI) сегодня плотно вошел в обиход как институциональных, так и частных инвесторов по всему миру. Социально-ответственное инвестирование подразумевает вложение капитала не только с целью получения дохода на вложенный капитал, но и для достижения положительного социального и экологического эффекта. На фоне роста количества экологических катастроф техногенного характера тенденция социально-ответственного инвестирования стала угрожать экономической эффективности инновационно-активных промышленных предприятий, вид деятельности которых традиционно сопровождается повышенными природными и экологическими рисками. Приверженцы SRI концепции выбирают компании с хорошими рейтингами ESG, не взирая на их показатели финансовой отчетности, что имеет обратных эффект для «грязных» производств – падение их рыночной стоимости. В статье проанализировано влияние SRI на стоимость инновационно-активных промышленных предприятий горнодобывающего и нефти-газового сектора России. На основе сопоставительного анализа показателей «зеленых» и сопоставимых классических инструментов фондового рынка в России и за рубежом выявлено, что ценные бумаги предприятий, имеющих высокие рейтинги ESG обладают повышенной инвестиционной привлекательностью среди социально-ответственных инвесторов, число которых постоянно растет. По результатам проведенного анализа авторами выявлено, что для инновационно-активных промышленных предприятий учет тенденций SRI наиболее актуален, так как создает вызовы одновременно с новыми перспективами развития. В статье определено понятие «зеленой» премии или дисконта применительно к стоимости капитала инновационно-активных промышленных предприятий, приведена методика оценки «зеленой премии», а также обосновано, что в связи с повышенным интересом социально-ответственных инвесторов размер «зеленой» премии может превышать затраты на «экологичность» компаний, образуя тем самым положительную добавленную «зеленую» стоимость. Сформулирована модель стоимости инновационно-активного промышленного предприятия с учетом «зеленой» премии. Обосновано, что стоимость компаний с высокими показателями критериев ESG растет опережающими темпами, не смотря на рост затрат на соответствие этим критериям.

Ключевые слова: «Зеленая премия», Социально-ответственное инвестирование, Критерии ESG, Стоимость компании, Инновационно-активные промышленные предприятия

Ссылка при цитировании: Бабкин А.В., Малевская-Малевиц Е.Д. Влияние социально-ответственного инвестирования на стоимость инновационно-активных промышленных предприятий // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. 2021. Т. 14, № 4. С. 82–94. DOI: 10.18721/JE.14406

Это статья открытого доступа, распространяемая по лицензии CC BY-NC 4.0 (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

IMPACT OF SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT ON THE VALUE OF INNOVATIVELY ACTIVE INDUSTRIAL ENTERPRISES

A.V. Babkin¹, E.D. Malevskaia-Malevich²

¹ Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University,
St. Petersburg, Russian Federation;

² Ivangorod Humanitarian-Technical Institute (branch) SUAI,
Ivangorod, Russian Federation

The term socially responsible investing (SRI) is now commonly used by both institutional and private investors around the world. Socially responsible investment means investing capital not only for the purpose of generating a return on invested capital, but also for achieving positive social and environmental impact. Against the background of an increase in the number of man-made environmental disasters, the trend of socially responsible investment began to threaten the economic efficiency of innovatively active industrial enterprises, the type of activity of which is traditionally accompanied by increased natural and environmental risks. The adherents of the SRI concept choose companies with good ESG ratings regardless of their financial statements, which has the opposite effect for “dirty” industries and causes a drop in their market value. The article analyzes the impact of SRI on the cost of innovatively active industrial enterprises in the mining and oil and gas sectors of Russia. Based on a comparative analysis of indicators of “green” and comparable classical instruments of the stock market in Russia and abroad, it was revealed that the securities of enterprises with high ESG ratings have increased investment attractiveness among socially responsible investors, the number of which is constantly growing. Based on the results of the analysis, the authors revealed that for innovatively active industrial enterprises, taking into account SRI trends is most relevant, since it creates challenges simultaneously with new development prospects. The article defines the concept of a “green” premium or discount in relation to the cost of capital of innovatively active industrial enterprises, and provides a methodology for assessing the “green” premium. The authors substantiate that, due to the increased interest of socially responsible investors, the size of the “green” premium may exceed the costs on the “greenness” of companies, thereby creating a positive added “green” value. A model of the cost of an innovative-active industrial enterprise is formulated, taking into account the “green” award. It is substantiated that the value of companies with high ESG criteria is growing at an outstripping pace, despite the growth in costs for meeting these criteria.

Keywords: Greenium, Socially Responsible Investing, ESG Criteria, Company Value, Innovative Industrial Enterprises

Citation: A.V. Babkin, E.D. Malevskaia-Malevich, Impact of socially responsible investment on the value of innovatively active industrial enterprises, St. Petersburg State Polytechnical University Journal. Economics, 14 (4) (2021) 82–94. DOI: 10.18721/JE.14406

This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Введение

Традиционно критерием эффективности на макроуровне является показатель ВВП, на уровне предприятий – это рост производительности и, как следствие, финансовых показателей. Однако, с уверенностью можно утверждать, что ситуация меняется кардинальным образом. Сегодня зачастую не производить может оказаться эффективнее чем производить, если производство наносит вред окружающей среде, противоречит социальным нормам, или управленческие стратегии предприятия не удовлетворяют инвесторов. Все эти факторы носят название ESG- Environmental, social, governance, так обозначают компании, которые соответствуют особым критериям эффективности: E – экологическим, S – социальным, G – управленческим. Статистические данные говорят о рекордном приросте стоимости активов, связанном с их высоким ESG-рейтингом.

Насколько важными для инвесторов становятся сегодня критерии ESG, показывают следующие цифры: 95% американцев в возрасте 25–40 лет (поколение миллениалов) говорят, что, покупая акции, учитывают социальную ценность выбираемой компании; 75% уточняют, что своими инвестициями хотели бы не только зарабатывать, но и вносить вклад в улучшение экологии на планете. Мнение миллениалов является барометром для всего рынка инвестиций – это поколение в ближайшие 10–15 лет унаследует от своих родителей активы на сумму порядка \$30 трлн. [1, 2].

Изначально идеология инвестирования в ESG не предполагает отказ от доходности в пользу более высоких целей, однако наряду с классическими финансовыми показателями компаний – маржинальность бизнеса, скорость роста выручки, соотношение прибыли и капитализации – появляются дополнительные критерии отбора.

Примечательно, что компании США в сегменте ESG представлены пока не очень широко. На долю американских фондов, сфокусированных на данной теме, приходится всего 20% мировых инвестиций. Учитывая масштаб фондового рынка США, сумма вложений должна быть как минимум вдвое больше. Значит, есть хороший потенциал для дальнейшего роста.

Как утверждают эксперты компании McKinsey в исследовании «The ESG premium: новые взгляды на ценность и производительность», компании, уделяющие внимание принципам ответственного инвестирования, уже сейчас оцениваются в среднем на 10% дороже менее социально ответственных конкурентов, а в будущем значимость этого фактора будет только расти.

Объем средств ESG-ориентированных фондов и биржевых фондов превысил \$218 млрд в 2020 г., увеличившись почти в 2,5 раза по сравнению с предыдущим годом, пишут авторы исследования. Так, например, ETF фонд, повторяющий обычный индекс S&P 500, где из списка исключаются экологически вредные производства, то есть «очищенный» от угольных, газовых и нефтяных компаний обгоняет классический индекс на 3-4%. Если посмотреть на топ торгуемых в США биржевых ESG-фондов, то все они идут с опережением широкого рынка. Так, iShares ESG Aware MSCI USA ETF (ESGU) за первые восемь месяцев 2020 г. дал прирост 13% против 9,9% у S&P 500. Второй по объему торгов в этой нише iShares MSCI KLD 400 Social ETF вырос на 12,7%¹.

Инвесторы переписывают свои стратегии таким образом, чтобы исключать из портфеля те компании, которые не соответствуют показателям социально-ответственного инвестирования (SRI Social-Responsible Investment). По опросам консалтинговой компании EY 91% институциональных инвесторов во всем мире заявили, что нефинансовые показатели компаний для них играют ключевую роль в принятии инвестиционных решений [3–5].

Именно требования инвесторов стали главным мотивирующим фактором для инициатив компаний в области экологической устойчивости, говорится в исследовании Deloitte «Проверка климата 2021: взгляд бизнеса на экологическую устойчивость»².

Литературный обзор

Очевидно, что высокий рейтинг ESG создает некую премию для акций компании на фондовом рынке, тогда как низкий рейтинг, или его отсутствие – дисконт. Такую премию называют «greenium». В научной литературе приведены различные попытки сформулировать понятие «зеленой» премии, определить, существует ли она, и если да, то в каком объеме. Единого мнения на этот счет нет.

Так, в исследовании Larcker & Watts, (2020) [6] проводится сопоставительный анализ портфеля зеленых облигаций и сопоставимых классических ценных бумаг. В результате исследования выявлено, что инвесторы предпочитают прирост своего благосостояния инвестициям в «зеленые» проекты. При условии одинакового уровня риска и доходности инвесторы оценивают «зеленые» и обыкновенные проекты одинаково. Таким образом, авторы утверждают, что «зеленой» премии нет.

Авторы (Alessi, Ossola & Panzica, 2021) [7] указывают на наличие отрицательной «зеленой» премии, позиционируя ее как премию за риск связанную с процессом «экологизации» фирмы. Авторы указывают на наличие повышенного риска, связанного с переходом на низкоуглеродные технологии, и хеджирования от него.

К тем же результатам приходит автор Yang, 2021, [8] на основе эмпирических данных автор приходит к выводам, что акции «зеленых» компаний имеют более низкую ожидаемую доходность

¹ https://www.vedomosti.ru/personal_finance/blogs/2020/09/24/841133-investitsii-nravstvennie

² https://www.ey.com/ru_ru/assurance/how-will-esg-performance-shape-your-future



по сравнению с обычными компаниями. Автор связывает это также с хеджированием риска ущерба окружающей среде «зелеными» компаниями.

Вопрос наличия некоей премии или дисконта можно рассматривать шире, как взаимосвязь наличия или отсутствия у компании рейтинга ESG и стоимости ее акций.

Авторы (Signori et. al, 2021) [9] отмечают объективно назревающую необходимость разработки новых методов и моделей оценки стоимости компании с учетом ценности для инвесторов нефинансовой информации. В статье авторы рассматривают взаимосвязь между рейтингами ESG и добавленной стоимостью, как косвенными показателями создания и распределения стоимости для заинтересованных сторон. Результаты анализа показали, что, хотя ESG теоретически считается хорошим показателем социальной ответственности, индексы ESG не могут использоваться в качестве индикатора создания ценности для заинтересованных сторон, а должны рассматриваться только как один из компонентов.

ESG критерии невозможно оценить по финансовой отчетности. Сегодня компании добровольно публикуют свою нефинансовую отчетность дабы убедить инвестора в своей приверженности концепции устойчивого развития. По этой отчетности различные консалтинговые компании и рейтинговые агентства проводят оценку и присваивают компаниям ESG рейтинги. Однако, единой методологии оценки на сегодняшний день нет.

Отсутствие единых критериев и методов оценки приводит к тому, зачастую эмитенты злоупотребляют доверием и повышенным интересом инвесторов и выпускают на рынок продукты, которые очевидно не соответствуют ESG.

В исследовании компании McKinsey [10] отмечается, что аргументы в пользу положительной корреляции между высоким рейтингом ESG и рыночной капитализации компании становятся все более убедительными, однако, единого понимания того, почему эти критерии связаны с созданием стоимости, нет. Авторы связывают рейтинг ESG с денежным потоком компании пятью факторами: (1) содействие увеличению выручки, (2) снижение затрат, (3) сведение к минимуму регуляторных и юридических вмешательств, (4) увеличение производительности труда сотрудников и (5) оптимизация инвестиций и капитальных затрат.

В исследовании Chan & Walter, (2014) [11] авторы свидетельствуют о наличии положительной корреляции между эколого-ориентированной репутацией компании и ее рыночной стоимостью. На основе выборки из 748 экологически чистых (или «зеленых») компаний, котирующихся на фондовых биржах США, исследовано влияние социально ответственных инвестиций (SRI) на доходность акций при их первичном размещении и ликвидности на вторичном рынке. Результаты подтверждают положительную и статистически значимую избыточную прибыль для экологически чистых фирм. Авторы утверждают, что наличие «зеленой» премии очевидно. При этом «зеленость» ценной бумаги определяется исходя из того, ассоциирован выпуск с чем-то «зеленым» или нет и принимается равной 1 или 0.

В работе El Ghoul et. Al (2018) [12] авторы исследуют, как корпоративная экологическая ответственность (CER) влияет на стоимость собственного капитала на примере производственных фирм в 30 странах. По результатам исследования установлено, что стоимость фирмы тем выше, тем выше ее экологическая ответственность. Взаимосвязь авторами установлена через рисковую надбавку, цена собственного капитала экологически ответственных компаний оказалась ниже, тем самым стоимость выше. При этом экологическая ответственность учитывается как отношение затрат на экологию к совокупным активам компании.

Более ранее исследование авторов El Ghoul et.al (2011) [13] также демонстрирует положительную взаимосвязь между экологической и социальной ответственностью компаний и их рыночной стоимостью. При этом авторы отмечают более высокую стоимость капитала компаний, относящихся к «грязным» отраслям, таким как ядерная энергетика или табачное производство.

Цель исследования

Целью исследования является определение понятия «зеленой» премии как одного из значимых факторов формирующего рыночную стоимость компании в контексте влияния тренда осознанного инвестирования.

Задачи исследования

- На основе результатов анализа динамики и тенденций фондового рынка определить существенность влияния SRI на стоимость акций;
- Сформулировать понятие «зеленой» премии в контексте темы исследования;
- Предложить модель определения рыночной стоимости компании с учетом наличия «зеленой» премии;
- Предложить релевантные методы оценки «зеленой» премии.

Методы и материалы исследования

Традиционно [например, 17] equity premium трактуется авторами как надбавка за систематический риск, разница между безрисковой доходностью и текущей доходностью акции. Под «премией» в контексте исследования мы понимаем разницу между справедливой или фундаментально обоснованной стоимостью акции и ее фактической стоимостью.

Так, в исследовании нобелевских лауреатов Фома и Фрэнч [14] equity premium определена как разница между ожидаемой доходностью акций, рассчитанную на основе темпов роста дивидендов и прибыли, и фактической доходности. По результатам анализа данных за 50ти летний период фактическая доходность опережала ожидаемую в среднем на 5 процентных пунктов.

В контексте настоящего исследования, основываясь на общеизвестных результатах, авторы пытаются определить, существует ли «зеленая» премия во составе стоимости собственного капитала компании. Исследование стоимости «зеленого» долга проводилось авторами в [18, 19] и здесь не рассматривается [20].

При выборе подхода к ценообразованию премии на собственный капитал (equity premium) за основу была взята методология, описанная в [14].

Предположение о том, что «зеленую» премию можно оценивать с помощью подходов, применяемых для оценки нематериальных активов основывается на работе [16], где автор вводит понятие Green Brand Equity и его составляющие, такие как «зеленый» брэнд, удовлетворение и доверие. Методом регрессионного анализа автором доказана позитивная взаимосвязь между исследуемыми показателями.

В качестве материалов исследования использована информация о динамике цен акций из открытых источников, таких как Morningstar, Yahoo finance, Bloomberg. Для исследования использовалась информация о рейтинге ESG компаний, дивидендная доходность dividend yield (d/y), соотношение P/E, book-to-market (b/m), показатели EBITDA, MarketCap.

Результаты исследования и их обсуждение

Доказательством тенденции пересмотра приоритетов менеджмента российских корпораций в пользу устойчивого развития может служить беспрецедентный пример компании «Норникель», которая оказалась в тяжелом положении после аварии 29 мая 2020 года, когда на ТЭЦ-3 Норильско-Таймырской энергетической компании (группа «Норильский никель») после прорыва резервуара в реки Далдыкан и Амбарная вылилось более 21 тыс. тонн дизельного топлива. Известия об аварии негативно сказались на стоимости акций компании, как видно из рис. 1 их стоимость упала на 17%.

Рис. 1. Динамика стоимости акций компании Норникель³

Fig. 1. Dynamics of the share price of Norilsk Nickel

Стоимость акций вернулась на прежний уровень только через полгода. В дальнейшем «Норильский никель» заявил, что полностью пересмотрел подход к управлению в области ESG⁴. Менеджмент «Норникеля» решил не оспаривать штраф Росприроднадзора на 146 млрд руб. из-за разлива топлива под Норильском, который установил суд. В России это рекордная компенсация за вред, нанесенный экологии⁵. В итоге такой политики менеджмента компании Норникель поднялся в ESG-рейтинге Sustainalytics на 9 пунктов⁶.

Что также следует отметить, штраф будет выплачен из резервного фонда, что сокращает размер показателя EBITDA, являющегося основным в дивидендной формуле [21].

Очевидна тенденция переориентации классических показателей инвестиционной привлекательности предприятия в пользу нефинансовых.

Если проследить динамику акций нефтегазового гиганта ВР (British Petroleum), после аварии в апреле 2010 года, когда взорвалась нефтяная скважина в Мексиканском заливе. После массового взрыва и затопления буровой платформы Deepwater Horizon, нефть безостановочно вытекала в открытое море в течение трех месяцев (87 дней), до 15 июля 2010 года. В первый день после аварии акции компании рухнули на 17%, в дальнейшем общее падение составило 52%, на прежний уровень капитализации компания так и не вернулась (см. рис. 2)⁷.

Очевидно, что стоимостное выражение взаимосвязи природоохранных мероприятий и рыночной стоимости компании учитывается менеджментом крупных корпораций. Некоторые компании выделяют «грязные» виды производства в отдельно юридическое лицо, акции которого не обращаются на бирже. Таким образом, в случае аварии, это не отразится на благосостоянии собственников (без учета непосредственного ущерба от аварии и сумм штрафа).

Так, по данным ESG-аналитики от ВТБ, компания Русал планирует выделить активы с высоким углеродным следом в отдельную компанию. Реорганизация соответствует достижению цели нулевого баланса выбросов CO₂ к 2050 году. Не смотря на хороший рейтинг ESG Русала (А), сама отрасль традиционно считается подверженной высокому уровню экологических рисков. По мнению аналитиков ВТБ выделение наиболее «грязных» активов в отдельную компанию позволит новой компании торговаться с «зеленой» премией, или Greenium.

³ <https://www.google.com/search?q=bp+%D0%B0%D0%BA%D1%86%D0%B8%D0%B8&aq=chrome.0.69i59j0j69i57j0j0i-10j46i1i10j0i10j0i3.1552j0j15&sourceid=chrome&ie=UTF-8>

⁴ <https://www.asi.org.ru/news/2021/02/26/polnaya-reabilitacziya-zemel-posle-nedavnih-inczidentov-ostaetsya-dlya-normikelya-prioritetnoj/>

⁵ <https://www.rbc.ru/business/16/02/2021/602bb6909a79472b92adf57c>

⁶ <https://bcs.ru/blog/otvetstvennyj-investor>

⁷ <https://finopedia.ru/terms/idiosinkraticheskii-risk>

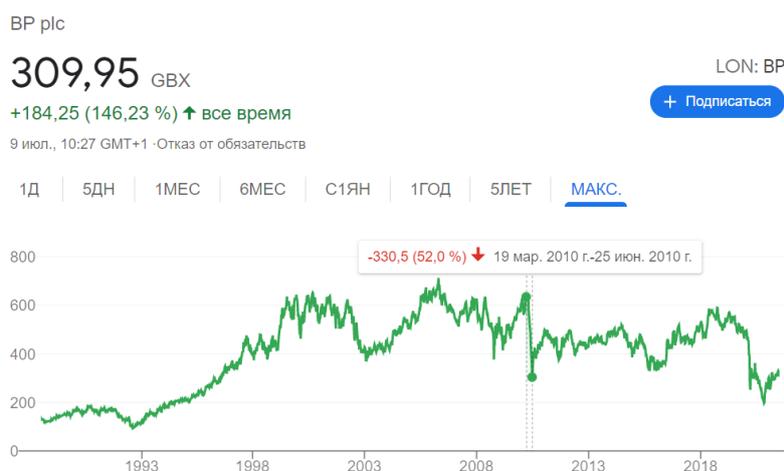


Рис. 2. Динамика стоимости акций компании British Petroleum⁸

Fig. 2. British Petroleum share price dynamics

Концепция стоимостного управления компанией (VBM) предполагает основным критерием оценки эффективности ее деятельности рост рыночной стоимости компании на рынке [22, 23]. При этом под рыночной стоимостью подразумевается показатель Market Cap (рыночная капитализация), рассчитываемый как совокупная стоимость всех акций в обращении. Стоимость акции на рынке устанавливается на пересечении кривых спроса и предложения, и отражает ожидания инвесторов относительно будущего компании-эмитента. При выборе акций традиционно инвесторы основывались на финансовых показателях компаний, таких как EBITDA, P/E, Payout ratio и др. Однако в последнее время ситуация меняется.

Несмотря на то, что цена акции на вторичном рынке на прямую не связана с финансовыми показателями компании, согласно вышеупомянутой концепции ценностно-ориентированного менеджмента (VBM) компания в принципе существует для приращения благосостояния акционеров, которое складывается из роста курсовой стоимости акций и дивидендного дохода. Традиционно, взаимосвязь ESG рейтинга компании и ее рыночной стоимостью существовала через рисковую надбавку – раскрытие нефинансовой информации трактовалось инвесторами как снижение инвестиционного риска. Однако, с учетом тенденций SRI ситуация меняется, можно утверждать, что сегодня именно социальная ответственность побуждает инвесторов делать выбор в пользу ESG активов. Так, по результатам опроса инвестиционной компании Blackrock, в котором приняли участие 425 инвесторов из 27 стран с активами почти 25 триллионов долларов, для более чем половины респондентов в Европе, Ближнем Востоке и Африке (51 процент) главной причиной принятия стратегий устойчивого развития было то, что это «правильный поступок», в то время, как только 37 процентов респондентов в регионе заявили, что такого рода решение основывается на «снижении инвестиционного риска»⁹.

С позиций метода DCF текущая рыночная цена любого финансового актива на финансовом рынке есть приведенная стоимость (*Value*) денежных потоков, генерируемых этим активом:

$$Value = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}, \tag{1}$$

где *i* – номер периода времени, в котором возникает денежный поток *CF_i*;

⁸ <https://www.google.com/search?q=bp+%D0%B0%D0%BA%D1%86%D0%B8%D0%B8&oq=bp+&aqs=chrome.0.69i59j0j69i57j0i-10j46i1i10j0i10j0i3.1552j0j15&sourceid=chrome&ie=UTF-8>

⁹ <https://ru.valdaiclub.com/a/highlights/printsipy-esg-factory-mirovoy-ekonomiki/> (дата обращения 04.08.2021)

r – величина процентной ставки, используемой при дисконтировании.

Если принять, что предприятие создает по годам один и тот же уровень доходов, используемых, в том числе для покрытия расходов по обслуживанию источников финансирования деятельности фирмы, то его рыночная стоимость будет оценена дисконтированием будущих доходов по ставке $WACC$:

$$Value = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_\infty}{(1+WACC)^\infty},$$

$$Value = \frac{FCF}{WACC}, \quad (2)$$

где $Value$ – рыночная стоимость компании, или стоимость всего капитала;

FCF – величина свободного денежного потока, генерируемого компанией;

$WACC$ – средневзвешенная цена капитала.

При этом, если мы рассматриваем стоимость компании для акционеров, выражение примет следующий вид:

$$Value = \frac{FCFE}{r_{equity}}, \quad (3)$$

где $FCFE$ – денежный поток, свободный для изъятия собственниками;

r_{equity} – стоимость собственного капитала компании.

Поток, свободный для изъятия собственниками, представляет собой денежные средства, оставшиеся в распоряжении после того, как сделаны все инвестиции, необходимые для реализации стратегии фирмы и рассчитывается по следующей формуле:

$$FCFE = NI + D - NWCI - Capex + ND, \quad (4)$$

где NI – Net Income, чистая прибыль; D – Depreciation амортизация; $NWCI$ – Net Working Capital Investment, инвестиции в оборотный капитал; $Capex$ – Capital Expenses, инвестиции в долгосрочные активы; ND – Net Debt, чистый долгосрочный долг.

Расчет стоимости капитала для «зеленых» проектов/ предприятий $r_{green\ equity}$ будет иметь ряд особенностей. На основе проанализированных ранее исследований можно сделать вывод о том, что эколого-ориентированная деятельность компаний рассматривается крайне положительно со стороны инвесторов, что проявляется в «зеленой» премии. В ряде случаев привлечение капитала для финансирования «зеленых» проектов/ предприятий будет дешевле финансирования обычных проектов.

«Зеленая премия» – относительно новое понятие в финансах, связанное, в первую очередь, с повышенным вниманием инвесторов к «зеленым» проектам, и создающее очевидный парадокс традиционным представлениям об инвестиционной привлекательности компании.

«Зеленая премия», которую платит инвестор за возможность приобрести «зеленую» ценную бумагу компенсируется ему повышенным спросом на них, который позволяет продать их на вторичном рынке по более высокой цене. В чем причина такого интереса инвесторов к зеленым проектам. Во многих факторах – в росте осознанности инвестирования, в увеличении интересов общества к проблемам окружающей среды, в объективной необходимости оптимизации ресурсопотребления.

«Зеленую» премию также можно интерпретировать, как снижение рискованной надбавки, так как для того, чтобы ее получить предприятиям необходимо публиковать нефинансовую отчетность и раскрывать все мероприятия, проводимые для сокращения влияния на окружающую среду, тем самым климатические риски снижаются.

Представим модель расчета стоимости акционерного капитала для финансирования «зеленых» проектов/предприятий (на основе Дорофеев, 2020 [24]).

$$r_{green\ equity} = r_f + \beta \times r_{market\ premium} + r_{UR} + r_{greenium}, \quad (5)$$

где $r_{green\ equity}$ – стоимость собственного капитала компании (расчет на базе модели CAPM);

r_f – безрисковая ставка доходности, например, доходность ОФЗ;

β – бета-коэффициент систематического риска акции;

r_{UR} – премия за идиосинкратический риск актива;

$r_{greenium}$ – премия, которую готов заплатить инвестор за инвестирование в «зеленые» проекты, или высокий рейтинг ESG или дисконт за низкий рейтинг.

При этом $r_{greenium}$ по мнению авторов, основываясь на [16], можно оценить методами, применяемыми для оценки стоимости нематериальных активов, а именно неотъемлемого Гудвилла. Неотъемлемый Гудвилл – это стоимость бизнеса, превышающая справедливую стоимость его разделяемых чистых активов. То есть стоимость, созданная самостоятельно внутри компании, и возникающая в течение определенного периода времени из-за хорошей репутации компании. Его также можно назвать не приобретенным гудвиллом.

$$Goodwill = Value_{fair} - ValueNetAsset_{fair}. \quad (6)$$

Для того, чтобы получить повышенную «зеленую премию» $r_{greenium}$ предприятиям необходимо осуществить дополнительные затраты, капитальные ($\Delta Capex$), при замене технологий на более экологичные, а также операционные ($\Delta NWCI$), связанные, если возвращаться к примеру компаний нефти-газового сектора, с постоянным обеспечением предупредительных мероприятий в целях минимизации риска аварий, а также минимизации климатических рисков. То есть, $FCFE$ станет меньше, однако если эти мероприятия одновременно увеличат объем «зеленой» премии для инвесторов, стоимость собственного капитала для предприятия снизится, если считать изменение равным, то стоимость компании ($Value$) не изменится.

$$FCFE_{green} = NI + D - \Delta NWCI - \Delta Capex + ND, \quad (7)$$

$$Value_{green} = \frac{FCFE_{green}}{r_{green\ equity}} = Value.$$

Однако, основываясь на исследованиях¹⁰, где авторы показывают меньшей спред для зеленых портфелей в сравнении с сопоставимыми классическими, можно предположить, что «зеленая премия» будет расти опережающими темпами относительно роста затрат предприятия на обеспечение экологичности. Тогда стоимость собственного капитала компании будет снижаться быстрее.

Условный уровень прироста «зеленой» стоимости можно выразить в виде коэффициента эластичности:

$$Value_{green} = \frac{\text{темп снижения } FCFE_{green} (\%)}{\text{темп сужения } r_{green\ equity} (\%)}. \quad (8)$$

¹⁰ На основе материалов сайта <https://natwest.us/insights/articles/green-halo-20/> (дата обращения: 23.01.2021)

Если темп снижения стоимости капитала опережает темп роста затрат предприятия:

$$Value_{green} > Value.$$

Рыночная стоимость «зеленой» компании для собственников будет больше, не смотря на рост совокупных затрат предприятия.

Заключение

Можно сформулировать следующие результаты исследования:

1. Выявлено, что ценные бумаги предприятий, имеющих высокие рейтинги ESG обладают повышенной инвестиционной привлекательностью среди социально-ответственных инвесторов, число которых постоянно растет.
2. Определено, что для инновационно-активных промышленных предприятий учет тенденций SRI наиболее актуален, так как создает вызовы одновременно с новыми перспективами развития.
3. Сформулирована модель стоимости инновационно-активного промышленного предприятия с учетом «зеленой» премии. Обосновано, что стоимость компаний с высокими показателями критериев ESG растет опережающими темпами, не смотря на рост затрат на соответствие этим критериям.

Таким образом, можно сделать следующие выводы. Тренд осознанного инвестирования стимулирует инвесторов выбирать в свои портфели ценные бумаги с высоким рейтингом ESG. Для того, что иметь такой рейтинг компаниям необходимо раскрывать свою нефинансовую отчетность и информировать инвесторов об экологичности своего производства.

Несмотря на то, что инвестиции в «зеленые» проекты всегда более рискованные по сравнению с обычными капитальными затратами, как показывают статистические данные, все больше компаний готовы принимать на себя эти риски и дополнительные затраты для получения «зеленой» премии, которая проявляется в приросте рыночной капитализации компании за счет повышенного внимания общества к проблемам изменения климата и экологии.

Направление дальнейших исследований

Безусловно, проблема оценки «зеленой» премии нуждается в дальнейшей разработке. На сегодняшний день не ясно, является ли повышенный интерес инвесторов долгосрочным трендом или кратковременным явлением. Многие авторы [6, 25] считают, что на рынке надувается «зеленый» пузырь, такой вариант развития событий также нужно принимать во внимание.

Остается неясным, как именно оценить «зеленую» премию в составе стоимости собственного капитала компаний. Все рассмотренные исследования охватывают период до пандемии, нельзя утверждать, что полученные результаты можно экстраполировать на будущее, так сейчас волатильность рынка повышена и говорить о стабилизации ситуации еще рано.

На взгляд авторов тенденция социально-ответственного инвестирования имеет большее значение для экономики в целом и нуждается в разработке специфических методов оценки результатов ее влияния.

Также необходима разработка методики оценки «зеленой» премии применительно к отраслям характеризующимся повышенными климатическими и природными рискам, такими как горнодобывающая и нефти-газовая промышленность, занимающими основную долю в ВВП России.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. **Егорова Д.А.** Принципы ответственного инвестирования как ключевые драйверы инвестиционного потенциала регионов // Вестник евразийской науки. – 2020. – Т. 12. – № 3.
2. **Шаш Н.Н., Досаева Н.Д.** Влияние социально ответственного инвестирования на финансовые показатели и стоимость компании // SPIN. – 2020. – Т. 5090. – С. 1360.
3. **Анненская Н.Е., Назарьянц А.А.** Ответственное инвестирование-нарастающий тренд на российском финансовом рынке // Дайджест-финансы. – 2020. – Т. 25. – №. 4 – С. 462–479.
4. **Вострикова Е.О., Мешкова А.П.** ESG-критерии в инвестировании: зарубежный и отечественный опыт // Финансовый журнал. – 2020. – Т. 12. – № 4.
5. **Juravle C., Lewis A.** Identifying impediments to SRI in Europe: A review of the practitioner and academic literature // Business Ethics: A European Review. – 2008. – Т. 17. – №. 3. – С. 285–310.
6. **Larcker D.F., Watts E.M.** (2020). Where's the greenium?. Journal of Accounting and Economics, 69(2-3), 101312.
7. **Alessi L., Ossola E., Panzica R.** (2021). What greenium matters in the stock market? The role of greenhouse gas emissions and environmental disclosures. Journal of Financial Stability, 54, 100869.
8. **Yang B.** (2021). Explaining Greenium in a Macro-Finance Integrated Assessment Model. Available at SSRN 3854432.
9. **Signori S., San-Jose L., Retolaza J.L., Rusconi G.** (2021). Stakeholder value creation: Comparing ESG and value added in European companies. Sustainability, 13(3), 1392.
10. **Henisz W., Koller T., Nuttall R.** (2019). Five ways that ESG creates value.
11. **Chan P., Walter T.** (2014). Investment performance of "environmentally-friendly" firms and their initial public offers and seasoned equity offers. Journal of Banking and Finance, 44 (1), 177–188.
12. **El Ghouli S., Guedhami O., Kim H., Park K.** (2018). Corporate environmental responsibility and the cost of capital: International evidence. Journal of Business Ethics, 149(2), 335–361.
13. **El Ghouli S., Guedhami O., Kwok C.C., Mishra D.R.** (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. Journal of Banking & Finance, 35(9), 2388–2406.
14. **Fama E.F., French K.R.** (2002). The equity premium. The Journal of Finance, 57(2), 637–659.
15. **Welch I., Goyal A.** (2008). A comprehensive look at the empirical performance of equity premium prediction. The Review of Financial Studies, 21(4), 1455–1508.
16. **Chen Y.S.** (2010). The drivers of green brand equity: Green brand image, green satisfaction, and green trust. Journal of Business ethics, 93(2), 307–319.
17. **Mehra R., Prescott E.C.** (1985). The equity premium: A puzzle. Journal of monetary Economics, 15(2), 145–161.
18. **Малевская-Малевиц Е.Д.** Вопросы ценообразования «зеленых» облигаций // Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки. – 2021. – Т. 14. – № 1. – С. 75–83.
19. **Babkin A., Malevskaia-Malevich E., Kvasha N., Eliseev E.** The relationship between socially responsible investment and the market value of an enterprise. E3S Web of Conferences 291, 01002 (2021) SDGG 2021. DOI: <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202129101002>
20. **Макаров В.В., Шувал-Сергеева Н.С.** Выбор источника финансирования инновации на разных этапах ее жизненного цикла: объем финансирования и качество инновации // Вопросы радиоэлектроники. – 2019. – № 1. – С. 78–80.
21. **Кибовская С.В. и др.** Развитие ответственного инвестирования в нефтегазовом бизнесе на основе ESG-факторов // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом. – 2020. – № 1. – С. 28.
22. **Яковлева Е.А., Козловская Э.А., Бойко Ю.В.** Оценка инновационного потенциала предприятия на основе стоимостного подхода // Вопросы инновационной экономики. – 2018. – Т. 8. – № 2.
23. **Карлик А.Е., Платонов В.В., Яковлева Е.А.** Организационно-экономические аспекты кооперации промышленных предприятий на основе киберфизических систем // Конкурентоспособность и развитие социально-экономических систем. – 2020. – С. 165–166.
24. **Дорофеев М.Л.** (2020). Особенности расчета стоимости капитала в концепции зеленых финансов и зеленых инвестиций. Экономика. Информатика, 47(2).
25. **Некрасов С.Н.** Коллапсологическая модель «зеленой экономики» и псевдорелигия климатических апостолов в поисках безуглеродной экономики будущего // Культура и экология –



основы устойчивого развития России. Культурные и экологические императивы современной экономики. Часть 1. – Екатеринбург, 2020. – 2020. – С. 40–43.

REFERENCES

1. **D.A. Yegorova**, Printsipy otvetstvennogo investirovaniya kak klyuchevyye drayvery investitsionnogo potentsiala regionov // Vestnik yevraziyskoy nauki. – 2020. – T. 12. – № 3.
2. **N.N. Shash, N.D. Dosayeva**, Vliyaniye sotsialno otvetstvennogo investirovaniya na finansovyye pokazateli i stoimost kompanii // SPIN. – 2020. – T. 5090. – S. 1360.
3. **N.Ye. Annenskaya, A.A. Nazaryants**, Otvetstvennoye investirovaniye-narastayushchiy trend na rossiyskom finansovom rynke // Daydzhest-finansy. – 2020. – T. 25. – № 4. – S. 462–479.
4. **Ye.O. Vostrikova, A.P. Meshkova**, ESG-kriterii v investirovanii: zarubezhnyy i otechestvennyy opyt // Finansovyy zhurnal. – 2020. – T. 12. – № 4.
5. **C. Juravle, A. Lewis**, Identifying impediments to SRI in Europe: A review of the practitioner and academic literature // Business Ethics: A European Review. – 2008. – T. 17. – №. 3. – S. 285–310.
6. **D.F. Larcker, E.M. Watts**, (2020). Where's the greenium?. Journal of Accounting and Economics, 69(2-3), 101312.
7. **L. Alessi, E. Ossola, R. Panzica**, (2021). What greenium matters in the stock market? The role of greenhouse gas emissions and environmental disclosures. Journal of Financial Stability, 54, 100869.
8. **B. Yang**, (2021). Explaining Greenium in a Macro-Finance Integrated Assessment Model. Available at SSRN 3854432.
9. **S. Signori, L. San-Jose, J.L. Retolaza, G. Rusconi**, (2021). Stakeholder value creation: Comparing ESG and value added in European companies. Sustainability, 13(3), 1392.
10. **W. Henisz, T. Koller, R. Nuttall**, (2019). Five ways that ESG creates value.
11. **P. Chan, T. Walter**, (2014). Investment performance of "environmentally-friendly" firms and their initial public offers and seasoned equity offers. Journal of Banking and Finance, 44 (1), 177–188.
12. **S. El Ghoul, O. Guedhami, H. Kim, K. Park**, (2018). Corporate environmental responsibility and the cost of capital: International evidence. Journal of Business Ethics, 149(2), 335–361.
13. **S. El Ghoul, O. Guedhami, C.C. Kwok, D.R. Mishra**, (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. Journal of Banking & Finance, 35(9), 2388–2406.
14. **E.F. Fama, K.R. French**, (2002). The equity premium. The Journal of Finance, 57(2), 637–659.
15. **I. Welch, A. Goyal**, (2008). A comprehensive look at the empirical performance of equity premium prediction. The Review of Financial Studies, 21(4), 1455–1508.
16. **Y.S. Chen**, (2010). The drivers of green brand equity: Green brand image, green satisfaction, and green trust. Journal of Business ethics, 93(2), 307–319.
17. **R. Mehra, E.C. Prescott**, (1985). The equity premium: A puzzle. Journal of monetary Economics, 15(2), 145–161.
18. **Ye.D. Malevskaya-Malevich**, Voprosy tsenoobrazovaniya «zelenykh» obligatsiy // Nauchno-tekhnicheskiye vedomosti Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo politekhnicheskogo universiteta. Ekonomicheskkiye nauki. – 2021. – T. 14. – № 1. – S. 75–83.
19. **A. Babkin, E. Malevskaia-Malevich, N. Kvasha, E. Eliseev**, The relationship between socially responsible investment and the market value of an enterprise. E3S Web of Conferences 291, 01002 (2021) SDGG 2021. DOI: <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202129101002>
20. **V.V. Makarov, N.S. Shuval-Sergeyeva**, Vybór istochnika finansirovaniya innovatsii na raznykh etapakh yeye zhiznennogo tsikla: obyem finansirovaniya i kachestvo innovatsii // Voprosy radioelektroniki. – 2019. – №. 1. – S. 78–80.
21. **S.V. Kibovskaya, i dr.**, Razvitiye otvetstvennogo investirovaniya v neftegazovom biznese na osnove ESG-faktorov // Problemy ekonomiki i upravleniya neftegazovym kompleksom. – 2020. – № 1. – S. 28.
22. **Ye.A. Yakovleva, E.A. Kozlovskaya, Yu.V. Boyko**, Otsenka innovatsionnogo potentsiala predpriyatiya na osnove stoimostnogo podkhoda // Voprosy innovatsionnoy ekonomiki. – 2018. – T. 8. – № 2.
23. **A.Ye. Karlik, V.V. Platonov, Ye.A. Yakovleva**, Organizatsionno-ekonomicheskkiye aspekty kooperatsii promyshlennykh predpriyatiy na osnove kiberfizicheskikh sistem // Konkurentosposobnost i razvitiye sotsialno-ekonomicheskikh sistem. – 2020. – S. 165–166.

24. **M.L. Dorofeyev**, (2020). Osobennosti rascheta stoimosti kapitala v kontseptsii zelenykh finansov i zelenykh investitsiy. Ekonomika. Informatika, 47(2).

25. **S.N. Nekrasov**, Kollapsologicheskaya model «zelenoy ekonomiki» i psevdoreligiya klimaticheskikh apostolov v poiskakh bezuglerodnoy ekonomiki budushchego // Kultura i ekologiya – osnovy ustoychivogo razvitiya Rossii. Kulturnyye i ekologicheskiye imperativy sovremennoy ekonomiki. Chast 1. – Yekaterinburg, 2020. – 2020. – S. 40–43.

Статья поступила в редакцию 10.07.2021.

СВЕДЕНИЯ ОБ АВТОРАХ / THE AUTHORS

БАБКИН Александр Васильевич

E-mail: al-vas@mail.ru

BAVKIN Aleksandr V.

E-mail: al-vas@mail.ru

МАЛЕВСКАЯ-МАЛЕВИЧ Екатерина Данииловна

E-mail: mmed11@yandex.ru

MALEVSKAIA-MALEVICH Ekaterina D.

E-mail: mmed11@yandex.ru

© Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого, 2021