



NATIONAL RESEARCH  
UNIVERSITY

Факультет экономических наук

# ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ ESG ФАКТОРОВ НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКИХ ГОСУДАРСТВЕННЫХ КОРПОРАЦИЙ

Макеева Елена Юрьевна, к.э.н., доцент, зам.  
руководителя Школы финансов НИУ ВШЭ  
[emakeeva@hse.ru](mailto:emakeeva@hse.ru)

Москва, 2021



## Актуальность

В научной литературе принято оценивать деятельность государственных компаний по финансовым показателям, как и частные компании. Однако, государственные компании отличаются от частных на уровне постановки фундаментальных целей своей деятельности.

В настоящее время в научной литературе идет активный поиск подходов к оценке эффективности деятельности государственных компаний, поскольку нет единого подхода, который бы рассматривал не только их финансовую эффективность.

Топ 100 компаний России по капитализации





## Цель

Целью данной работы является выявление влияния ESG факторов на деятельность государственных компаний

## Задачи

- 1) Проанализировать теорию и эмпирические работы в области оценки деятельности государственных компаний;
- 2) Определить ESG показатели, которые могут повлиять на деятельность компании
- 3) Собрать данные по российским компаниям с государственным участием
- 4) Построить и проанализировать модели для выявления взаимосвязи между финансовыми показателями и нефинансовой деятельностью компаний

## Новизна

1. Использование показателей ESG в качестве определяющих показателей деятельности государственных компаний
2. Использование выборки российских государственных публичных компаний



# Обзор литературы

## Финансовые показатели

Li, S., Lin, Y. C., & Selover, D. D. (2014)	Chinese State-Owned Enterprises: Are They Inefficient?	Панельные данные более 200,000 китайский государственных и частных компаний	Эффективность компании зависит от ее формы собственности и отрицательно связана с государственным участием. Государственные компании гораздо больше инвестируют и тратят на административные расходы, что говорит о явной поддержке со стороны государства.
Abramov, A., Radygin, A., Entov, R., & Chernova, M. (2017).	State ownership and efficiency characteristics.	Панельные данные 114 российских государственных компаний	Финансовая эффективность зависит от формы собственности компании и отрицательно связана с государственным участием
Li, L., McMurray, A., Sy, M., & Xue, J. (2018)	Corporate ownership, efficiency and performance under state capitalism: Evidence from China.	Панельные данные китайских компаний за период с 1999 до 2011 гг.	Государственные компании, контролируемые местными органами власти, демонстрируют признаки неэффективности по сравнению с частными компаниями. Однако, показатели компаний с центральным государственным контролем не хуже, чем у частных компаний.
Szarzec, K., & Nowara, W. (2017)	The economic performance of state-owned enterprises in Central and Eastern Europe.	Панельные данные 500 государственных и частных компаний Центральной и Восточной Европы	Экономические показатели крупнейших государственных компаний в среднем сопоставимы с частными компаниями-аналогами.



# Обзор литературы

## Нефинансовые показатели

Yu, S., & Lee, N. (2016)	Financial Crisis, Politically Connected CEOs, and the Performance of State-Owned Enterprises: Evidence from Korea.	Панельные данные 25 корейских государственных компаний	Наличие положительной взаимосвязи между КСО и государственной формой собственности в корпорациях даже во времена финансового кризиса
Kao, E. H., Yeh, C. C., Wang, L. H., & Fung, H. G. (2018)	The relationship between CSR and performance: Evidence in China.	Панельные данные китайских государственных и частных компаний	Высшее руководство китайских государственных компаний подвержено политическому влиянию и имеет серьезные стимулы для чрезмерного инвестирования в КСО. Влияние КСО на эффективность государственных компаний отсутствует. Однако, есть положительный эффект для негосударственных компаний
Pan, X., Chen, X., Sinha, P., & Dong, N. (2020)	Are firms with state ownership greener? An institutional complexity view.	Панельные данные китайских государственных и частных компаний	U-образная криволинейная связь между государственной собственностью и экологическими инновациями.
Zhang, Y., Wei, J., Zhu, Y., & George-Ufot, G. (2020)	Untangling the relationship between Corporate Environmental Performance and Corporate Financial Performance: The double-edged moderating effects of environmental uncertainty	Панельные данные китайских государственных и частных компаний	Существует положительное влияние экологической политики на финансовые показатели до определенного уровня затрат. После этого момента влияние становится отрицательным.



## Гипотезы

1. *Увеличение доли государственной собственности в компании негативно сказывается на ее финансовых показателях*

**Li, S. et al. (2014)**  
**Abramov, A. et al. (2017)**

2. *Советы директоров, имеющие политические связи, негативно влияют на финансовые показатели компаний*

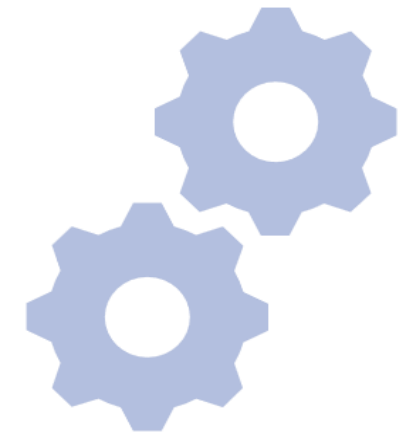
**Li, S. & Xia, J. (2007)**  
**Belloc, F. (2014)**

3. *Политика корпоративной социальной ответственности негативно влияет на финансовые показатели компаний с государственным участием*

**Kao, E. et al. (2018)**

4. *Экологическая политика негативно влияет на финансовые показатели компаний с государственным участием*

**Zhang, Y. et al., 2020**



# Методология

Стандартная форма уравнения:

$$Performance_{it} = a + \beta_1 Financial\ indicators_{it} + \beta_2 ESG\ indicators_{it} + \varepsilon_{it}, i = 1, \dots, N; t = 1..T$$

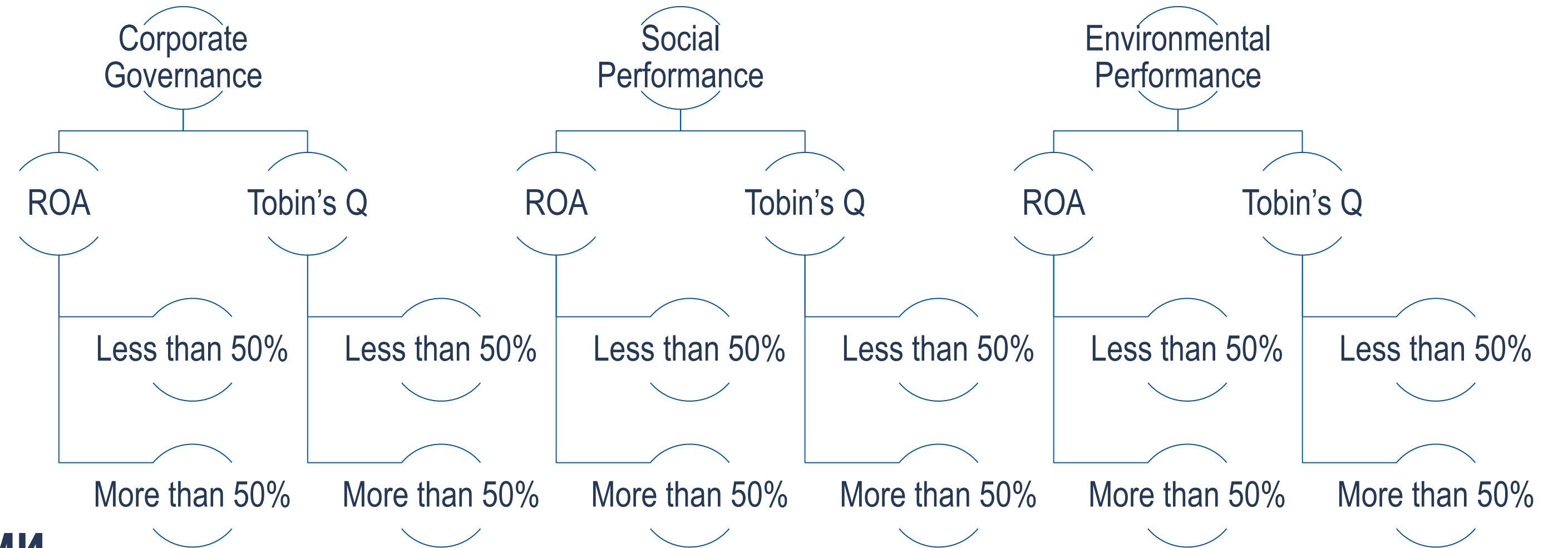
Объединенная регрессия

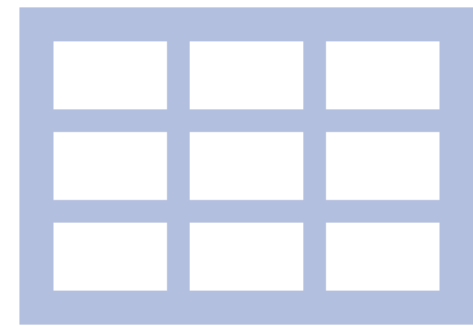
Регрессия с фиксированными уровнями

Регрессия со случайными уровнями факторов

Тесты

Регрессия с фиксированными уровнями





## Данные

38 российских публичных компаний с государственным участием за период с 2013 по 2018 год

### Независимые переменные – ESG показатели

#### Зависимые переменные – Финансовые показатели

ROA, Коэффициент Тобина

Bloomberg

#### Контрольные переменные

Рост выручки, численность работников, производительность труда, коэффициент отношения долга к капиталу, коэффициент текущей ликвидности, коэффициент покрытия активов, коэффициент оборачиваемости активов

Bloomberg,  
СПАРК

Государственное участие

Годовые  
отчеты  
компаний

**Корпоративное управление:** раскрытие финансовой информации, раскрытие нефинансовой информации в соответствии со стандартами GRI, размер совета директоров, женщины в совете директоров, независимые члены совета директоров, количество руководителей, женщины руководители, вознаграждение совета директоров, вознаграждение руководителей, управление рисками, комитет по аудиту, политически связанные директора, двойственность CEO

**Социальная ответственность:** стратегия КСО, политика поддержки регионов, политика обучения, бонусная политика, политика индексации заработной платы, политика охраны здоровья, медицинское страхование, благотворительность, количество персонала, текучесть персонала, вознаграждение сотрудникам

**Экология:** экологическая политика, политика в области энергоэффективности, общие валовые выбросы, общее водопользование, использование поверхностных вод, общее потребление электроэнергии, экологические штрафы, затраты на экологию и инвестиции

Годовые отчеты компаний, финансовая и нефинансовая отчетность





## Результаты: корпоративное управление

- Доля государственной собственности отрицательно влияет только на операционные показатели (Гипотеза 1).
- Члены совета директоров, имеющие политические связи, негативно влияют на операционную эффективность и рыночные показатели, когда государство имеет контрольный пакет акций компании (Гипотеза 2).
- Отношение между численностью совета директоров и ROA имеет обратную U-форму в компаниях с менее чем 50% государственным участием
- Существует обратная U-образная зависимость между независимыми директорами и рыночными показателями для всех компаний
- Негативная связь ROA со стандартами GRI говорит о том, что в краткосрочной перспективе у компании возникают сложности в составлении ответов об устойчивом развитии

	State ownership < 50%		State ownership ≥ 50%	
	ROA	Tobin's Q	ROA	Tobin's Q
<i>Disclosure of financial information</i>	<b>0,829*</b> (0,065)	-	-	-
<i>Disclosure of non-financial information</i>	<b>-0,316*</b> (0,044)	-0,432 (0,263)	2,802 (0,790)	<b>0,036*</b> (0,013)
<i>Following the standards of GRI</i>	-	<b>0,523**</b> (0,223)	<b>-0,617*</b> (0,120)	-
<i>Board size</i>	<b>4,359*</b> (0,103)	0,136 (0,361)	4,328 (0,200)	-0,344 (0,369)
<i>Board size<sup>2</sup></i>	<b>-0,237*</b> (0,051)	-0,004 (0,018)	-0,307 (0,941)	0,015 (0,016)
<i>Women on Board</i>	0,009 (0,133)	<b>0,071*</b> (0,012)	-	<b>0,009*</b> (0,005)
<i>Independent directors on Board</i>	-0,348 (0,199)	<b>0,063*</b> (0,005)	0,042 (0,008)	<b>0,020***</b> (0,009)
<i>Independent directors on Board<sup>2</sup></i>	0,002 (0,002)	<b>-0,001*</b> (0,000)	-0,083 (0,001)	<b>-0,0004***</b> (0,0001)
<i>Politically connected directors</i>	-	0,002 (0,000)	<b>-0,022*</b> (0,019)	<b>-0,001*</b> (0,002)
<i>Total government share</i>	<b>-0,501*</b> (0,493)	-0,049 (0,030)	<b>-0,306*</b> (0,045)	-0,008 (0,005)
<i>Number of observations</i>	115	71	115	83
<i>R<sup>2</sup></i>	0,297	0,9426	0,3093	0,2745



# Результаты: Социальная ответственность

- Реализация политики КСО и бонусной политики негативно влияет на операционную деятельность (Гипотеза 3).
- Для компаний с долей государственного участия более 50%, КСО оказывает положительное влияние на рыночные показатели.
- Расходы на благотворительность выше критической точки отрицательно влияют на ROA компаний с долей гос. участия менее 50% и коэффициентом Тобина более чем 50%.
- Расходы на благотворительность являются положительным сигналом для инвестора, в случае, если это заметная сумма для общества.
- Размер средней заработной платы значителен и отрицателен во всех случаях, но только на Q Tob он оказывает положительное влияние.

	State ownership < 50%		State ownership ≥ 50%	
	ROA	Tobin's Q	ROA	Tobin's Q
<i>Strategy in CSR</i>	<b>-0,479**</b> (0,101)	-0,556 (0,351)	0,219 (0,121)	<b>0,034*</b> (0,148)
<i>Bonus policy</i>	<b>-0,390*</b> (0,018)	-	0,161 (0,160)	-
<i>Wage Indexation Policy</i>	0,039 (0,686)	<b>-0,457*</b> (0,219)	0,175 (0,281)	<b>-0,929*</b> (0,393)
<i>Charity</i>	0,404 (0,025)	-0,789 (0,843)	-0,203 (0,252)	<b>0,522*</b> (0,230)
<i>Charity<sup>2</sup></i>	<b>-0,009*</b> (0,004)	<b>0,428*</b> (0,149)	0,157 (0,158)	<b>-0,406*</b> (0,160)
<i>Number of employees</i>	0,137 (0,112)	-0,968 (0,503)	-0,277 (0,164)	0,260 (0,156)
<i>Average employees' salary (ln)</i>	<b>-0,083*</b> (0,056)	<b>-0,024*</b> (0,015)	<b>-0,162*</b> (0,120)	<b>0,305*</b> (0,122)
<i>Total government share</i>	<b>-0,479*</b> (0,419)	-0,024 (0,015)	<b>-0,404*</b> (0,043)	-0,001 (0,0004)
<i>Number of observations</i>	115	73	113	83
<i>R<sup>2</sup></i>	0,2742	0,477	0,126	0,356



# Результаты: Экология

	State ownership < 50%		State ownership ≥ 50%	
	ROA	Tobin's Q	ROA	Tobin's Q
<i>Environmental policy</i>	-0,267 (0,521)	<b>0,030**</b> (0,014)	<b>-0,099*</b> (0,010)	-0,141 (0,164)
<i>Energy efficiency policy</i>	-0,387 (0,824)	-0,071 (0,024)	-	-
<i>Environmental fines</i>	<b>-0,678*</b> (0,119)	<b>-0,848**</b> (0,052)	<b>-0,184*</b> (0,176)	<b>-0,498*</b> (0,199)
<i>Environmental costs and investments (in period t)</i>	<b>-0,132*</b> (0,024)	<b>-0,143*</b> (0,061)	-0,412 (0,534)	0,0003 (0,849)
<i>Environmental costs and investments (in period t-2)</i>	<b>0,245*</b> (0,039)	<b>0,266*</b> (0,088)	-	-
<i>Total government share</i>	-0,953 (0,340)	-	-0,130 (0,410)	-0,005 (0,006)
<i>Number of observations</i>	56	46	41	41
<i>R<sup>2</sup></i>	0,575	0,198	0,4835	0,368

- Активная **экологическая политика** может положительно влиять на рыночные показатели компаний с долей государства менее 50% и негативно влиять показатели компаний с долей гос. участия более 50% (Гипотеза 4).
- Коэффициенты оказались отрицательными для **экологических штрафов** во всех случаях.
- **Затраты на охрану окружающей среды** в текущем периоде отрицательно влияют на показатели эффективности, в то время как расходы двумя периодами ранее положительно влияют на текущие результаты.



## Гипотезы

<i>1. Увеличение доли государственной собственности в компании негативно сказывается на ее финансовых показателях</i>	<b>Подтверждено для регрессий с ROA</b>
<i>2. Советы директоров, имеющие политические связи, негативно влияют на финансовые показатели компаний</i>	<b>Подтверждено для регрессий с государственным участием более 50%</b>
<i>3. Политика корпоративной социальной ответственности негативно влияет на финансовые показатели компаний с государственным участием</i>	<b>Подтверждено для регрессии с ROA и государственным участием менее 50%</b>
<i>4. Экологическая политика негативно влияет на финансовые показатели компаний с государственным участием</i>	<b>Подтверждено для регрессии с ROA и государственным участием более 50%</b>



## Выводы

Оценка финансовых показателей не актуальна для государственных компаний, т.к. она не принимает во внимание все аспекты их деятельности

Участие государства положительно связано с реализацией социальной и экологической политики внутри компании

Реализация социальной и экологической политики российских компаний оказывает негативное влияние на их операционные показатели

В отношении рыночных показателей, в случае компаний с низкой государственной собственностью компания может улучшить свою репутацию, проводя социальную и экологическую политику

Для повышения эффективности компания должна контролировать политическую концентрацию совета директоров и не допускать его влияния на стратегически важные решения

Подход к оценке государственных компаний должен учитывать три аспекта: финансовый, оценку экологической и социальной деятельности, а также политическую концентрацию совета директоров

**Спасибо за внимание!**



NATIONAL RESEARCH  
UNIVERSITY