

Финансовые индикаторы динамики стоимости ESG-ориентированных компаний Китая

Анастасия Олеговна Володина

E-mail: ao_volodina@guu.ru, ORCID: 0000-0003-3466-8212

Государственный университет управления,
г. Москва, Российская Федерация

Марина Борисовна Траченко

E-mail: mb_trachenko@guu.ru, ORCID: 0000-0002-2923-4316

Государственный университет управления,
г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

Приоритет инвестирования в устойчивое развитие и ESG-ориентированные компании стал мировым трендом. Наряду с развитыми рынками США и Европы многочисленные ESG-индексы сформировались в странах других континентов. Высокие темпы роста этот сегмент фондового рынка продемонстрировал в Китае. Целью статьи является выявление финансовых индикаторов, в наибольшей степени связанных с динамикой стоимости ESG-ориентированных компаний Китая. Эмпирической базой сравнительного анализа компаний, придерживающихся ESG-принципов и не реализующих их на практике, стали 48 компаний, входящих в индекс SSE 180 ESG Leaders Index Шанхайской фондовой биржи и 44 компании индекса Shanghai Composite, не входящие в ESG-индексы. Анализ динамики стоимости двух групп компаний показал более высокую устойчивость ESG-ориентированных предприятий к кризисным явлениям в экономике. Однако сравнительный анализ мультипликаторов не позволил сделать вывод о большей инвестиционной привлекательности одной из групп компаний.

Особое внимание было уделено исследованию финансовых индикаторов фундаментального анализа. Основной вывод важен для инвесторов: рост стоимости ESG-нейтральных компаний не согласован с позитивной динамикой финансовых показателей, и такие инвестиции более рискованны по сравнению с вложением средств в ESG-ориентированные компании. Дальнейшее исследование инвестиционной привлекательности финансовых ESG-инструментов и отдельных компаний, придерживающихся принципов устойчивого развития и представленных на китайском фондовом рынке, будет связано с более детальным факторным анализом, что важно для принятия взвешенных решений российскими инвесторами при освоении нового рынка капитала.

Ключевые слова: ESG, рентабельность, структура капитала, стоимость компании, устойчивое развитие, денежный поток

JEL: G32

Для цитирования: Володина А. О., Траченко М. Б. Финансовые индикаторы динамики стоимости ESG-ориентированных компаний Китая // Финансовый журнал. 2024. Т. 16. № 2. С. 88–103. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-88-103>.

© Володина А. О., Траченко М. Б., 2024

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-88-103>

Financial Indicators of Value Dynamics of ESG-oriented Companies in China

Anastasia O. Volodina¹, Marina B. Trachenko²

^{1,2} State University of Management, Moscow, Russian Federation

¹ ao_volodina@guu.ru, <https://orcid.org/0000-0003-3466-8212>

² mb_trachenko@guu.ru, <https://orcid.org/0000-0002-2923-4316>

Abstract

The priority of investing in sustainable development and ESG-oriented companies has become a global trend. Along with the developed markets of the USA and Europe, numerous ESG indices have been formed in countries of other continents. This segment of the stock market shows high growth rates in China. The purpose of the article is to identify the financial indicators that are most closely related to the value dynamics of ESG-oriented companies in China. The empirical base for the comparative analysis of companies adhering to ESG principles and not implementing them in practice was 48 companies included in the SSE 180 ESG Leaders Index of the Shanghai Stock Exchange, and 44 companies from the Shanghai Composite index that are not included in the ESG indices. The analysis of the value dynamics of the two groups of companies showed the higher resilience of ESG-oriented enterprises to the crisis phenomena in the economy. However, the comparative analysis of multipliers did not allow us to conclude that one of the groups of companies is more attractive for investment.

Special attention was paid to the study of financial indicators of fundamental analysis. The main conclusion is important for investors: the growth in the value of ESG-neutral companies is not consistent with the positive dynamics of financial indicators, and such investments are riskier than investments in ESG-oriented companies. Further research on investment attractiveness of financial ESG-instruments and individual companies, adhering to the principles of sustainable development and represented in the stock market of China, will be associated with more detailed factor analysis, which is important for Russian investors to make informed decisions when developing a new capital market.

Keywords: ESG, profitability, capital structure, company value, sustainable development, cash flow

JEL: G32

For citation: Volodina A.O., Trachenko M.B. (2024). Financial Indicators of Value Dynamics of ESG-oriented Companies in China. *Financial Journal*, 16 (2), 88–103 (In Russ.).

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2024-2-88-103>.

© Volodina A.O., Trachenko M.B., 2024

ВВЕДЕНИЕ

Рынок долгового и долевого ESG-капитала демонстрирует высокие темпы роста и привлекает широкий круг инвесторов. По оценкам международной некоммерческой организации Climate Bonds Initiative (CBI), совокупный выпуск зеленых облигаций составляет 2,334 трлн долл. США, в том числе выпуск 2023 г. равен 531,5 млрд долл. Плановые показатели роста объема эмитированных облигаций по сравнению с 2022 г. были запланированы в диапазоне от 10 до 15%. Этот сегмент рынка облигационного капитала показал в последние годы стремительный рост, в 2022 г. на его долю пришлось 10%, а в 2023 г. ожидался, по прогнозу CBI, рост до 15%¹. Косвенной оценкой роста числа ESG-ориентированных компаний является динамика подписантов Принципов ответственного инвестирования (*Principles for responsible investment*, PRI): в среднем рост 22% в год

¹ Green Bonds Market 2023. URL: <https://www.climatebonds.net/>.

с 2016 г. до 2021 г. включительно и незначительное снижение темпов роста числа присоединившихся к этой инициативе в 2022–2023 гг., что объясняется, в частности, практически полным охватом экономических субъектов и достижением предела роста их численности на наиболее развитых рынках ответственного инвестирования, а также исключением ряда компаний, что в случае сделок M&A не сопровождается уменьшением ESG-активов².

Региональный срез аналитики PRI позволяет оценить динамику по восемнадцати регионам, среди которых отдельные страны (США, Япония, Китай, Австралия, Бразилия, Франция и ряд других), а также группы стран (Средний Восток, Центральная и Южная Европа, Южная Африка, другие). В 2023 г. по состоянию на 31 марта темп роста присоединившихся к PRI компаний по семнадцати регионам был в среднем 19 % (от 10 % в Австралии до 36 % на Среднем Востоке) и только в Китае превысил средний темп роста в 2,4 раза и составил 42 %. Интерес к исследованию динамики стоимости ESG-ориентированных компаний Китая (в анализируемой выборке 48 компаний, входящих в индекс 180 ESG Leaders Шанхайской фондовой биржи) мотивирован не только ростом доли таких активов на китайском фондовом рынке, но и переориентацией российских инвесторов на азиатские рынки в условиях санкционного давления Запада. Инвестиционная привлекательность активов сопряжена с широким спектром мультипликаторов и традиционных финансовых индикаторов, поэтому одной из основных задач исследования является сравнительный анализ динамики таких показателей китайских компаний ESG-индекса и ESG-нейтральных (в анализируемой выборке 44 компании индекса Shanghai Composite, не входящие в ESG-индексы).

Теоретической основой исследования являются многочисленные труды, посвященные влиянию ESG-политики в целом и ее экологической, социальной и управленческой составляющих на рыночную доходность и широкий спектр финансовых показателей развивающихся рынков (Бразилии, Китая, Индии, России, Южной Африки, Иордании, Палестины, Сирии и Ливана и других) и фондовых рынков развитых стран (США, Великобритании и других). Результаты анализа эмпирических данных фондовых рынков США, Европы, Азиатско-Тихоокеанского региона, а также Китая и Индии отражены в проведенном авторами исследовании доходности ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках, в том числе на разных временных интервалах в диапазоне от одного года до пяти лет [Володина, Траченко, 2023]. Таким образом, значительное количество научных исследований, сопряженных с ESG-проблематикой и проведенных на эмпирических данных фондовых рынков многих развитых и развивающихся стран разных регионов и имеющих неоднозначные, а в ряде случаев и противоречивые результаты, подтверждает актуальность продолжения разработки этой проблемной области, важной для принятия инвестиционных решений.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

Использование ESG-принципов в деятельности компании положительно отражается на ее стоимости, в том числе за счет расширения круга инвесторов и роста спроса на ее акции. Однако не всегда это влияние может сопровождаться позитивным эффектом, поскольку инвесторы и другие заинтересованные в деятельности предприятия стороны осуществляют мониторинг в первую очередь финансовых показателей. Рост фундаментальной стоимости как основа динамики рыночной стоимости компании является важнейшим сигналом для заинтересованных сторон о положительных перспективах ее развития. Одним из показателей, оцениваемых при анализе деятельности предприятий, является коэффициент

² *Responsible investment ecosystems / Annual Report 2023*. URL: <https://www.unpri.org/annual-report-2023/responsible-investment-ecosystems>.

Тобина (q Тобина). Исследование 40 листинговых компаний Южной Африки за период 2015–2019 гг. показало, что для предприятий, использующих принципы ESG-концепции в своей деятельности, среднее значение q Тобина выше единицы, то есть рынок оценивает компанию выше восстановительной стоимости ее активов [Chininga et al., 2023]. Однако следует провести анализ других мультипликаторов (отношение рыночной цены и прибыли, выручки, денежного потока) для того, чтобы сделать обоснованные выводы о специфике динамики стоимости компаний, которые используют ESG-принципы в своей деятельности.

Максимизация рентабельности на основе роста прибыли является одной из основных целей деятельности компании, позволяет контролировать риск долговой нагрузки и повышать доходность для инвесторов посредством реализации дивидендной политики. Несмотря на множество показателей, на которые потенциальные инвесторы обращают внимание при принятии решения о вложении своих средств, уровень генерируемой прибыли и показатели рентабельности остаются одними из ключевых индикаторов финансовой перспективности компании с точки зрения инвестиционной привлекательности. Исследования взаимосвязи рентабельности деятельности компаний и их ESG-индикаторов показывают неоднозначные результаты. Эмпирический анализ данных 124 нефинансовых компаний из Иордании, Палестины, Сирии и Ливана за период 2012–2019 гг. позволил авторам сделать вывод о положительной взаимосвязи рентабельности деятельности и показателей ESG, при этом существенное влияние на указанные показатели (ESG) оказывает рентабельность активов [Al Amosh et al., 2023]. К такому же выводу пришли авторы анализа листинговых компаний Южной Африки [Chininga et al., 2023]. В свою очередь, результаты исследования 85 европейских компаний энергетического сектора за период 1995–2020 гг., напротив, показали, что рентабельность деятельности компаний оказывает незначительное влияние на показатели ESG и это влияние характеризуется как обратное [Makridou et al., 2023]. Еще одно исследование европейских компаний показало, что использование ESG-принципов положительно влияет на рентабельность активов, при этом отмечается лишь раскрытие экологической составляющей рассматриваемой концепции. Выявлено, что раскрытие информации о социальной и управленческой составляющих оказывает негативное влияние на рентабельность европейских компаний [Buallay, 2022]. Внедрение и следование концепции устойчивого развития требует вложения значительных объемов финансовых ресурсов, корректировки операционных и коммуникационных процессов, и при успешной ее реализации ожидается повышение прибыли, рентабельности и эффективности деятельности в целом, но реальные результаты не всегда оправдывают ожидания. Вероятно, влияние уровня генерируемой прибыли необходимо анализировать с учетом стадии внедрения ESG-практики и ее качественных показателей.

Значительная часть исследований посвящена изучению взаимосвязи структуры капитала и концепции устойчивого развития. Большинство ученых приходит к выводу, что реализуемые элементы ESG-концепции положительно влияют на возможность расширения объемов финансовых ресурсов, поскольку позволяют привлечь инвесторов, для которых в основе их инвестиционных стратегий лежит критерий высокой социальной ответственности и экологичности бизнеса объекта вложений. Более того, считается, что компании, для которых характерна высокая степень корпоративной социальной ответственности и уровень транспарентности информации в отношении не только финансовой отчетности, но и реализуемой ESG-практики, вызывают больший уровень доверия со стороны потенциальных инвесторов и способны привлекать больший уровень финансирования для обеспечения роста деятельности и ее стоимости. Однако сам факт реализации ESG-практики компанией не может быть воспринят как критерий финансовой успешности деятельности, и необходимость исследования обратного влияния становится все более актуальной

задачей. Результаты анализа влияния структуры капитала на ESG-показатели 51 иорданской компании, акции которых обращаются на бирже, за период 2012–2020 гг. показали, что положительное влияние на индикаторы устойчивого развития наблюдается у компаний, использующих долговое финансирование для обеспечения функционирования своей деятельности; между наращиванием акционерного капитала и ESG-показателями зависимости не обнаружено [Al Amosh et al., 2022]. Данная ситуация, с одной стороны, согласуется с проблемой агентского конфликта, поскольку долговое финансирование обусловлено необходимостью осуществления затрат на его обслуживание и приводит к сокращению свободного денежного потока, доступного менеджменту компании. С другой — ситуация неоднозначна в отношении акционерного капитала, поскольку наращивание долгового капитала в долгосрочном периоде может быть сопряжено с более высокими темпами роста прибыли в целях не только обеспечения достаточности средств для обслуживания долга, но и нивелирования финансовых рисков. Так, например, средняя величина отношения долгового капитала к собственному капиталу компаний Южной Африки, которые используют ESG-принципы в своей деятельности, составляет 59,6 [Chininga et al., 2023], что характеризует высокий риск для таких компаний и требует дополнительного анализа их финансовой устойчивости и инвестиционной привлекательности.

В научной литературе отдельные исследования посвящены вопросам влияния ESG-практики не на структурную составляющую источников финансирования, а на стоимость капитала, что также характеризует уровень доступности привлечения финансовых ресурсов для поддержания и развития предприятия. Анализ 171 листинговой компании сектора общественного питания, представленных на развитых рынках Северной Америки, Западной Европы и Азиатско-Тихоокеанского региона за период 2010–2019 гг., показал, что между стоимостью акционерного капитала и уровнем прозрачности информации о показателях ESG предприятий существует значительная отрицательная связь [Raimo et al., 2021]. Выявление обратной зависимости между стоимостью акционерного капитала и открытостью ESG-информации является спорным при оценке инвестиционной привлекательности предприятий и дает противоречивую информацию инвесторам. С одной стороны, снижение стоимости капитала, привлекаемого для финансирования, — положительный критерий для деятельности компании. С другой, стоимость акционерного капитала определяется его доходностью для акционеров, и снижение этой доходности не может быть мотивом принятия решения о вложении средств. Исследование социально ответственных инвестиций на индийском рынке дало похожие результаты: социально ответственные инвестиции в индийские компании характеризуются более низкой доходностью по сравнению с альтернативными источниками вложения своих средств инвесторами [Jonwall et al., 2023]. Результаты исследования австралийских компаний за период 2007–2017 гг. также подтвердили более низкую стоимость привлечения финансовых ресурсов для ESG-ориентированных компаний [Gholami et al., 2023]. Таким образом, на основе результатов анализа структуры и стоимости капитала можно сделать вывод о том, что компании, использующие ESG-концепцию в управлении своей деятельностью, должны наращивать долговое финансирование в структуре капитала и генерировать высокий уровень прибыли для обеспечения доходности инвесторов и обслуживания долгового капитала. Данный вывод подтверждается и исследованием 116 листинговых нефинансовых компаний стран Юго-Восточной Азии за период 2012–2019 гг., в котором была обнаружена положительная взаимосвязь между финансовым рычагом и индикаторами ESG [Adeneye et al., 2023]. Полученные данные требуют дополнительного анализа о возможном предельном уровне долговой нагрузки, разработки специфической системы управления рисками в ESG-парадигме и пересмотра мотивационных и поведенческих теоретических основ действий инвесторов при реализации инвестиционных потребностей, а также расширения продуктов долгового финансирования на основе ESG-критериев.

В научной литературе изучается влияние применения ESG-практик на управление деятельностью предприятий при реализации зеленых инноваций для повышения эффективности деятельности, сокращения негативного влияния на окружающую среду в целях роста финансовых показателей компаний и их стоимости посредством повышения доступности источников финансирования. Изучение финансовых показателей деятельности 115 британских и 90 немецких компаний за период 2005–2019 гг., а именно: балансовой стоимости, рентабельности активов, оборачиваемости активов, рентабельности собственного капитала и q Тобина, показало, что как для британских, так и для немецких компаний наблюдается значительная взаимосвязь между внедрением зеленых инноваций в деятельности компании, раскрытием информации об устойчивом развитии, в частности об экологическом аспекте деятельности компании, и ее финансовыми показателями [Chouaibi et al., 2022]. Выводы о положительном влиянии использования концепции устойчивого развития и зеленых инноваций в деятельности предприятия на его финансовые показатели были получены и в результате анализа 211 компаний из списка S&P 500 за период с 2011 по 2019 г. [Khanchel et al., 2023]. Внедрение зеленых инноваций и применение ESG-концепции в деятельности предприятия позволяет снижать влияние кризисных явлений в экономике на лояльность инвесторов и повышать финансовые показатели, что подтверждается исследованием испанских листинговых компаний [Mattera, Soto, 2023]. Данная ситуация связана с тем, что ориентация компании на устойчивое развитие и внедрение в управление деятельностью индикаторов экологической, социальной и управленческой составляющих сопряжены со стратегическим развитием компании и носят долгосрочный характер. Одним из ключевых элементов ESG-практики является необходимость обеспечения высокого уровня прозрачности информации, который способствует повышению доверия со стороны инвесторов [Aluchna et al., 2023], и в условиях кризисных явлений такие инвесторы могут отказаться от решения разрывать финансовые отношения с компанией. Анализ китайских листинговых компаний за период 2009–2020 гг. показал, что для ESG-ориентированных предприятий характерен более низкий темп снижения рыночной цены акций, чем для ESG-нейтральных компаний, причем такая тенденция в большей степени характерна для негосударственных предприятий [Zhang et al., 2023].

Однако не все эмпирические исследования подтверждают положительное влияние использования компанией ESG-принципов в своей деятельности на ее финансовые индикаторы. Так, в результате анализа 112 предприятий различных секторов экономики была выявлена отрицательная связь между ориентацией деятельности на устойчивое развитие и динамикой корпоративных финансовых показателей [Singh et al., 2023].

ДАнные И МЕТОДОЛОГИЯ

В настоящем исследовании проведен анализ 92 китайских листинговых компаний за период 2018–2022 гг. Из них 48 компаний, входящих в ESG-индекс SSE 180 ESG Leaders Index Шанхайской фондовой биржи³, для целей настоящего исследования приняты как ESG-ориентированные. 44 компании, которые входят в индекс Shanghai Composite (SSEC)⁴ и не отмечены в ESG индексе — ESG-нейтральные.

В выборке представлены компании различных секторов экономики, за исключением финансового: металлургического и горнодобывающего, энергетического, нефтегазового, строительного, а также химической и автомобильной промышленности, торговли, телекоммуникационной сферы, информационных технологий и др.

³ SSE 180 ESG Leaders Index. URL: <https://www.csindex.com.cn/#/indices/family/detail?indexCode=950226>.

⁴ Shanghai Composite (SSEC). URL: <https://ru.investing.com/indices/shanghai-composite>.

Для анализа в качестве финансовых показателей деятельности китайских компаний были использованы: стоимость компании, рыночные мультипликаторы, прибыль, выручка, денежный поток, балансовая стоимость, коэффициенты рентабельности, структуры капитала и денежных потоков.

Стоимость компании в целях настоящего исследования определялась по формуле: Цена закрытия × Обыкновенные акции + Стоимость привилегированных акций + Общий долг + Накопленная доля меньшинства – Денежные средства и краткосрочные инвестиции⁵.

В качестве рыночных мультипликаторов взяты показатели: цена/прибыль; цена/выручка; цена/денежный поток; цена/балансовая стоимость, которые определялись делением рыночной цены акции на соответствующий финансовый индикатор в расчете на одну акцию.

В качестве показателей рентабельности для анализа выбраны: рентабельности активов, рентабельности собственного капитала, доход на инвестированный капитал, валовая рентабельность, операционная рентабельность, рентабельность по EBITDA и рентабельность по чистой прибыли.

Показатели структуры капитала включают соотношение совокупного долга к активам, совокупного долга к капиталу, долгосрочного долга к активам и долгосрочного долга к капиталу.

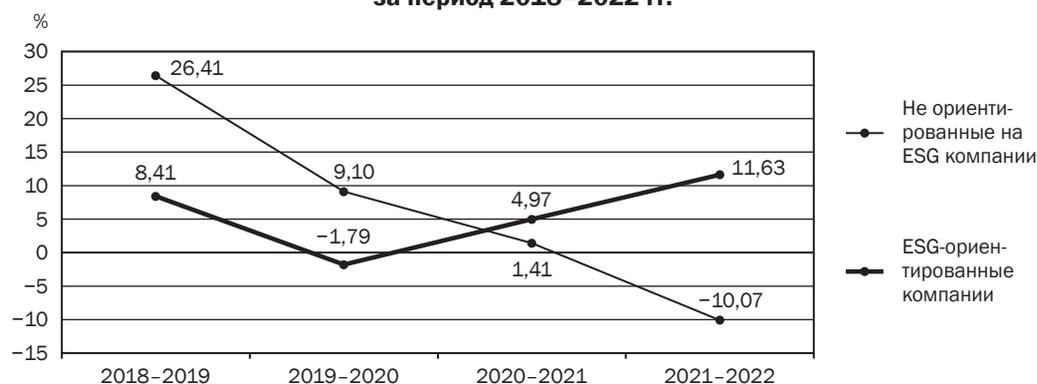
В качестве показателей денежного потока в настоящем исследовании использованы следующие: операционный денежный поток, денежный поток от инвестиционной деятельности, денежный поток от финансовой деятельности, чистый денежный поток, денежная рентабельность продаж, денежное содержание валовой маржи, денежное содержание чистой прибыли и отношение денежного потока к совокупному долгу.

РЕЗУЛЬТАТЫ И ОБСУЖДЕНИЕ

Одной из главных целей управления деятельностью компании является максимизация ее стоимости в определенном периоде времени, в связи с чем авторами был проведен сравнительный анализ стоимости китайских листинговых компаний, которые используют ESG-принципы в своей деятельности, и ESG-нейтральных предприятий (рис. 1).

Рисунок 1

Динамика стоимости китайских листинговых компаний за период 2018–2022 гг.



Источник: рисунок авторов.

⁵ Enterprise value. URL: <https://ru.tradingview.com/symbols/SSE-603378/financials-statistics-and-ratios/?statistics-period=FY&solution=43000597077>.

Результаты сравнительного анализа динамики стоимости китайских листинговых компаний показали, что за анализируемый период стоимость ESG-нейтральных компаний выросла на 25,78% по сравнению с 2018 г., а ESG-ориентированных — на 24,76%. Однако цепной анализ изменения стоимости по годам продемонстрировал ее значительную волатильность в отношении ESG-нейтральных компаний, снижение темпов роста и затем значительное падение стоимости в период высокой турбулентности экономики с 2019 по 2022 г. ESG-ориентированные китайские компании, напротив, после отрицательного темпа роста за 2019–2020 гг. вплоть до 2022 г. показывают устойчивую тенденцию к повышению инвестиционной привлекательности в связи с ростом стоимости, что подтверждает выводы о степени устойчивости таких предприятий к кризисным условиям, возникающим в экономике.

Для поддержания стабильного интереса инвесторов к акциям компании рост ее стоимости должен сопровождаться увеличением фундаментальных показателей деятельности, в связи с чем в табл. 1 представлены значения рыночных мультипликаторов за период 2018–2022 гг. для проведения анализа обусловленности роста стоимости улучшением финансовых индикаторов деятельности китайских листинговых компаний.

Таблица 1

**Рыночные мультипликаторы
китайских листинговых компаний**

Показатель	Год	Shanghai Composite (SSEC)		180 ESG Leaders	
		Средняя	Медиана	Средняя	Медиана
Цена/ прибыль	2018	39,00	20,15	28,04	21,50
	2019	48,13	26,33	36,54	23,36
	2020	55,72	32,22	46,82	38,48
	2021	64,35	39,72	35,71	24,99
	2022	74,14	34,11	32,72	19,20
Цена/ выручка	2018	2,39	1,29	3,10	2,17
	2019	4,12	1,88	4,50	2,68
	2020	5,76	1,96	7,54	4,04
	2021	4,63	1,98	6,26	3,65
	2022	3,36	1,52	4,29	2,40
Цена/ денежный поток	2018	33,05	16,33	22,20	16,22
	2019	37,35	16,86	22,45	12,69
	2020	35,87	20,15	33,25	21,28
	2021	38,41	19,81	46,57	20,68
	2022	29,85	14,86	27,35	15,52
Цена/ балансовая стоимость	2018	2,11	1,81	3,45	2,06
	2019	3,12	2,15	4,71	2,39
	2020	3,55	2,06	7,41	3,57
	2021	3,39	2,54	6,85	3,53
	2022	2,77	2,17	4,39	2,38

Источник: составлено авторами.

Результаты сравнительного анализа мультипликаторов являются неоднозначными. Мультипликаторы цена/прибыль и цена/денежный поток выше у ESG-нейтральных компаний, а показатели соотношения цены и выручки, цены и балансовой стоимости у них, напротив, ниже. Кроме того, разница между средними и медианными значениями мультипликаторов также является довольно существенной, что говорит о высоком уровне разброса показателей обеих групп компаний по отношению к реализуемой политике устойчивого

развития. Выявлено, что для большинства компаний проанализированные показатели ниже среднего уровня мультипликаторов: для ESG-нейтральных компаний это от 58 до 77,27% анализируемой выборки, а для ESG-ориентированных — от 56,52 до 71,74%. Таким образом, полученные результаты неоднозначны и требуют дополнительного анализа динамики используемых фундаментальных финансовых показателей деятельности листинговых компаний, а именно: прибыли, выручки, денежного потока и балансовой стоимости за анализируемый период, которые представлены на рис. 2.

Рисунок 2



Источник: рисунок авторов.

Результаты анализа финансовых показателей, используемых при оценке рыночных мультипликаторов китайских рыночных компаний, показали, что для ESG-нейтральных предприятий на фоне роста соотношения цена/прибыль на 90,12% динамика прибыли за тот же период составляет $-123,53\%$, на фоне роста показателя цена/выручка на 40,48% увеличение выручки составило лишь 3,68%, падение мультипликатора цена/денежный поток на 9,69% обусловлено снижением денежного потока за аналогичный период на 93,97%. Лишь рост соотношения цены и балансовой стоимости на 31,34% обусловлен ростом балансовой стоимости предприятия за 2018–2022 гг. на 44,97%. В отношении ESG-ориентированных листинговых китайских компаний наблюдается следующая ситуация: рост соотношения цена/прибыль на 16,68% обусловлен ростом прибыли на 86,67%; увеличение показателя цена/выручка сопровождалось повышением уровня выручки на 46,90% за тот же период; увеличение мультипликатора цена/денежный поток на 23,21% обусловлено повышением величины денежного потока на 32,69%; рост балансовой стоимости на 44,35% привел к росту отношения цена/балансовая стоимость на 27,09%. Таким образом, в результате анализа рыночных мультипликаторов и фундаментальных финансовых показателей, использующихся в их оценке, было выявлено, что рост рыночной стоимости ESG-ориентированных компаний обусловлен положительной динамикой фундаментальных показателей деятельности. В то же время наращивание стоимостного потенциала ESG-нейтральных компаний по данным большинства анализируемых показателей не связано с улучшением финансового состояния компаний, а зачастую динамика стоимости и финансовых показателей деятельности является разнонаправленной, что следует рассматривать как показатель повышенного риска инвестирования в такие компании. Однако оценка финансового состояния включает в себя несколько групп показателей, которые требуют анализа.

Данные о показателях рентабельности китайских листинговых компаний представлены в табл. 2.

Таблица 2

**Показатели рентабельности китайских компаний
в зависимости от структурной принадлежности
к рыночному ESG-индексу**

Наименование показателя	Год	Shanghai Composite (SSEC)				180 ESG Leaders			
		Средняя	>ср.	<ср.	Медиана	Средняя	>ср.	<ср.	Медиана
Коэффициент рентабельности активов, %	2018	6,17	22	22	5,98	6,37	22	26	4,63
	2019	5,40	22	22	5,28	6,84	19	29	4,26
	2020	4,45	17	27	3,87	6,86	20	28	4,69
	2021	4,73	17	27	3,73	9,03	18	30	6,98
	2022	3,07	16	28	2,11	9,02	19	29	7,63
Коэффициент рентабельности собственного капитала, %	2018	10,25	23	21	10,71	13,52	22	26	12,67
	2019	8,37	26	18	9,25	14,78	19	29	14,03
	2020	6,27	27	17	7,38	14,44	19	29	11,89
	2021	7,58	22	22	7,81	19,20	15	33	15,33
	2022	3,19	27	17	4,14	18,56	17	31	14,59
Доход на инвестированный капитал, %	2018	9,16	23	20	9,45	10,95	20	28	9,24
	2019	7,67	22	22	7,77	12,01	17	31	8,92
	2020	6,14	22	22	6,21	11,57	17	31	8,4
	2021	7,14	17	27	6,04	15,40	18	30	11,82
	2022	4,36	20	24	3,48	15,14	21	27	11,34
Валовая рентабельность %	2018	28,78	17	27	21,64	32,46	22	26	29,43
	2019	28,21	18	26	20,69	31,86	23	25	29,88
	2020	25,31	18	26	20,74	30,88	23	25	27,56
	2021	25,09	17	27	18,7	31,29	20	28	27,81
	2022	23,04	19	25	19,74	30,27	22	26	26,55
Операционная рентабельность, %	2018	12,83	17	27	7,88	15,48	18	30	10,28
	2019	12,08	17	27	7,06	15,18	19	29	10,95
	2020	9,69	15	29	6,32	16,32	23	25	14,57
	2021	9,80	14	30	5,11	17,53	17	31	11,9
	2022	6,65	13	31	4,1	16,71	16	32	12,4
Рентабельность по EBITDA, %	2018	17,26	17	27	11,92	21,51	16	32	15,6
	2019	16,78	15	29	10,68	21,28	18	30	15,63
	2020	15,23	13	31	10,12	22,46	17	31	18,13
	2021	15,19	14	30	9,69	23,10	19	29	17,08
	2022	12,51	14	30	7,95	21,91	18	30	15,9
Рентабельность по чистой прибыли, %	2018	11,06	19	25	5,94	12,03	20	28	10,64
	2019	10,78	15	29	6,25	12,57	19	29	10,68
	2020	9,84	15	29	5,67	13,47	19	29	12,42
	2021	9,33	14	30	4,89	15,07	16	32	11,95
	2022	4,79	17	27	3,44	14,78	18	30	11,73

Примечание: >ср. и <ср. — количество компаний в выборке, рентабельность которых выше или ниже среднего значения.

Источник: составлено авторами.

В результате анализа показателей рентабельности листинговых китайских компаний было выявлено, что деятельность этих предприятий можно охарактеризовать в целом как прибыльную. Однако по всем исследуемым показателям рентабельности наблюдается

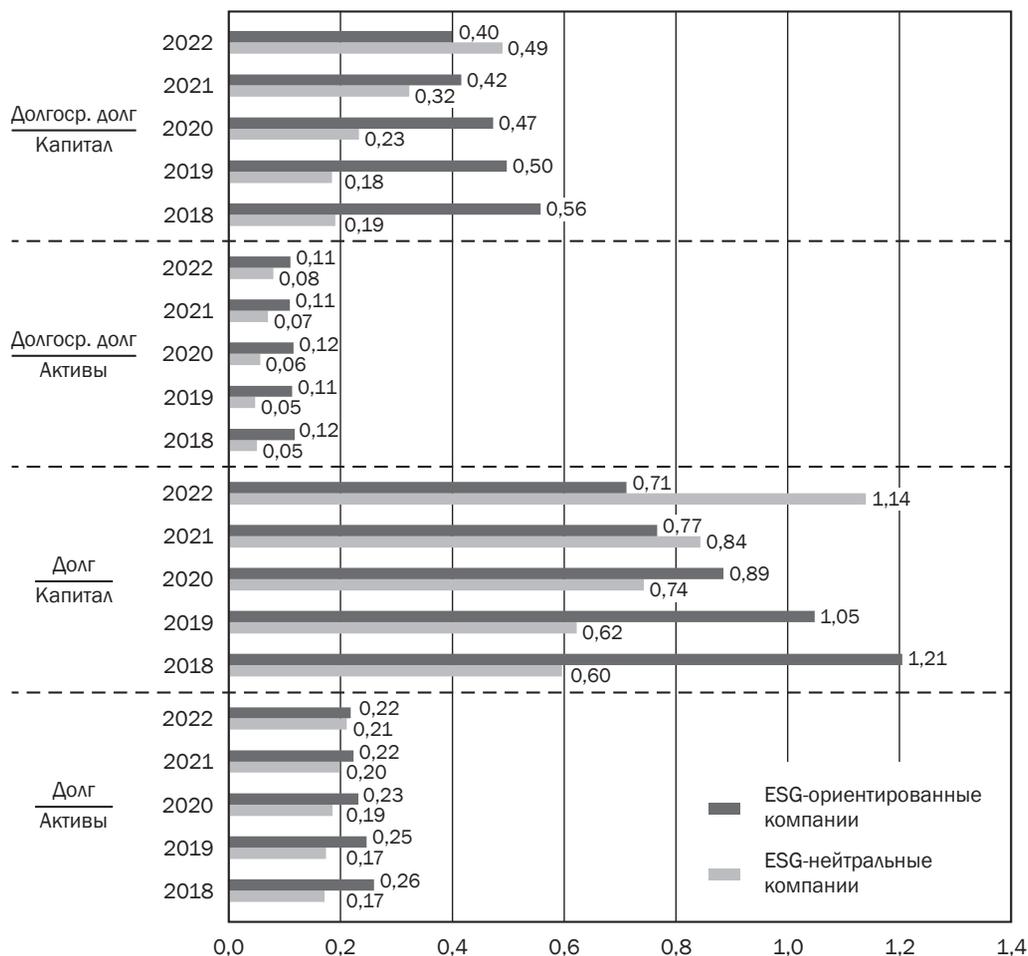
падение в динамике за период с 2018 по 2022 г. у компаний, которые не используют в управлении своей деятельностью ESG-принципы. При этом падение можно охарактеризовать как существенное. Средние значения коэффициента рентабельности активов снизились на 50%, коэффициента рентабельности собственного капитала — на 69%, дохода на инвестированный капитал — на 20%, операционной рентабельности — на 48%, рентабельности по EBITDA — на 28%, а рентабельности по чистой прибыли — на 57%. Динамика средней рентабельности компаний, использующих ESG-критерии в своей деятельности, напротив, за анализируемый период характеризуется как положительная, рост коэффициента рентабельности активов составил 42%, собственного капитала — 37%, дохода на инвестированный капитал — 38%, операционной рентабельности — 8%, рентабельности по EBITDA — 2%, рентабельности по чистой прибыли — 23%. Лишь по показателю валовой рентабельности наблюдается падение на 7%. Сравнительный анализ компаний показал, что у предприятий, ориентированных на учет ESG-индикаторов, наблюдается более высокая средняя рентабельность по всем анализируемым показателям. Сравнительный анализ медианных значений показателей рентабельности позволил подтвердить вывод о том, что устойчиво-ориентированные китайские компании генерируют больший объем прибыли и характеризуются большей рентабельностью. Следует отметить, что наибольший разрыв за 2022 г. приходится на рентабельность собственного капитала как по среднему значению, так и медианному — 15,37% и 10,45% соответственно, что позволяет сделать вывод об увеличении доходности акционеров и повышении инвестиционной привлекательности данных компаний. Анализ количественного распределения компаний относительно среднего значения показал, что в целом в обеих выборках наблюдается аналогичная тенденция — преимущественно рентабельность компаний ниже среднего значения, однако у не ESG-ориентированных предприятий в отдельные периоды обратная ситуация наблюдается чаще. Полученные результаты анализа рентабельности китайских листинговых компаний показали, что долгосрочная ориентация деятельности на улучшение экологических, социальных и управленческих показателей положительно сказывается на величине их прибыли и уровне рентабельности.

Важным следствием использования ESG-принципов в деятельности предприятия выступает расширение источников ее финансирования. Авторами проведен анализ структуры капитала китайских компаний, данные для которого представлены на рис. 3.

Результаты анализа структуры капитала китайских листинговых компаний показали, что полученные данные не согласуются с результатами других эмпирических исследований. Для ESG-ориентированных китайских компаний, несмотря на превышение показателя соотношения долгосрочного долга как к активам, так и к собственному капиталу, динамика последнего имеет тенденцию к снижению за анализируемый период на 28,49%, в то время как для ESG-нейтральных компаний данный показатель за тот же период увеличивается, и за рассматриваемый временной интервал он вырос на 157,16%. Соотношение общего объема долговой нагрузки к активам для ESG-ориентированных компаний также характеризуется тенденцией к уменьшению за период 2018–2022 гг. на 16,05%, а для ESG-нейтральных компаний — к увеличению на 23,39%. По показателю соотношения совокупного долга и собственного капитала результаты аналогичны полученным по другим показателям: для ESG-ориентированных компаний наблюдается устойчивая тенденция к снижению, а для ESG-нейтральных — к увеличению. Таким образом, в долгосрочной перспективе китайские листинговые ESG-ориентированные компании расширяют возможности привлечения финансовых ресурсов скорее за счет собственных источников финансирования (в значительной степени за счет увеличения уровня генерируемой прибыли). Полученные данные не подтверждают результатов предшествующих исследований о росте заемного капитала в структуре источников финансирования ESG-ориентированных предприятий.

Рисунок 3

Показатели структуры капитала китайских листинговых ESG-нейтральных и ESG-ориентированных компаний за период 2018–2022 гг.



Источник: рисунок авторов.

Эффективное управление денежными потоками предприятия является важнейшим индикатором финансовой стабильности деятельности и обеспечения непрерывности производственного процесса. В табл. 3 представлены показатели денежных потоков китайских листинговых компаний.

Таблица 3

Показатели денежных потоков китайских листинговых ESG-нейтральных и ESG-ориентированных компаний за период 2018–2022 гг.

Показатель	Год	Shanghai Composite (SSEC)		180 ESG Leaders	
		Средняя	Медиана	Средняя	Медиана
Операционный денежный поток, млн юаней	2018	2056,27	165,61	23 439,04	3395,00
	2019	2220,50	234,69	23 325,53	4097,65
	2020	1260,75	386,77	23 973,52	5230,74
	2021	1868,65	253,36	29 295,73	6012,14
	2022	123,99	251,99	31 100,22	6749,61

Показатель	Год	Shanghai Composite (SSEC)		180 ESG Leaders	
		Средняя	Медиана	Средняя	Медиана
Денежный поток от инвестиционной деятельности, млн юаней	2018	-1325,89	-237,3	-16 860,47	-2835,00
	2019	-1318,97	-198,45	-19 640,97	-2718,58
	2020	-1312,36	-99,045	-18 264,12	-2542,14
	2021	-1376,33	-257,405	-19 748,89	-3694,44
	2022	-660,92	-217,025	-19 610,29	-4078,57
Денежный поток от финансовой деятельности, млн юаней	2018	-791,73	-56,39	-4917,79	-130,08
	2019	-593,38	-36,39	-2779,29	-181,93
	2020	117,34	-56,195	-1456,68	-460,54
	2021	44,04	-5,6	-4302,58	-611,81
	2022	440,80	-29,765	-5652,74	-624,56
Чистый денежный поток, млн юаней	2018	-59,44	6,515	1660,78	25,06
	2019	308,74	10,43	992,48	857,16
	2020	53,69	21,5	3 826,00	1696,99
	2021	529,30	64,925	5009,46	630,23
	2022	-104,41	18,215	6445,52	634,30
Денежная рентабельность продаж	2018	0,13	0,08	0,19	0,14
	2019	0,14	0,09	0,18	0,14
	2020	0,12	0,10	0,19	0,17
	2021	0,12	0,08	0,17	0,13
	2022	0,09	0,08	0,17	0,13
Денежное содержание валовой маржи	2018	0,37	0,39	0,59	0,44
	2019	0,42	0,37	0,59	0,53
	2020	0,42	0,41	0,61	0,59
	2021	0,41	0,38	0,48	0,43
	2022	0,40	0,43	0,53	0,42
Денежное содержание чистой прибыли	2018	0,33	0,69	1,43	1,11
	2019	0,70	0,76	2,16	1,06
	2020	-0,82	0,62	2,07	1,00
	2021	-0,07	0,48	0,84	0,85
	2022	0,07	0,57	0,89	0,86
Денежный поток к совокупному долгу	2018	0,29	0,20	0,23	0,14
	2019	0,27	0,19	0,20	0,19
	2020	0,20	0,18	0,24	0,20
	2021	0,21	0,12	0,24	0,19
	2022	0,18	0,14	0,26	0,20

Источник: составлено авторами.

В результате проведенного анализа показателей денежных потоков китайских листинговых компаний можно сделать вывод о том, что ESG-ориентированные предприятия генерируют большой объем денежных потоков, при этом по инвестиционной и финансовой деятельности наблюдается отрицательная величина денежного потока, однако объема денежного потока от операционной деятельности достаточно для обеспечения положительной величины чистого денежного потока компании. У ESG-нейтральных компаний, несмотря на положительную величину операционного денежного потока, наблюдается его сокращение в сочетании со снижением инвестиций и ростом заемного финансирования; чистый денежный поток нестабилен и принимал отрицательные значения в 2018 и 2022 гг. По показателям соотношения денежных потоков и других финансовых показателей наблюдается преимущественно снижение, что обусловлено более быстрыми темпами их роста по сравнению со скоростью наращивания объема денежных средств. Однако для ESG-ориентированных компаний характерна более стабильная ситуация по сравнению

с ESG-нейтральными предприятиями. Средние значения денежной рентабельности продаж за анализируемый период у ESG-ориентированных компаний снизились на 10,42%, в то время как у ESG-нейтральных предприятий падение составило 28,77%. Денежное содержание чистой прибыли для обеих групп компаний также характеризуется негативной динамикой, однако падение для ESG-ориентированных предприятий составило 37,41%, а для ESG-нейтральных — 79,81%. Компании, не использующие ESG-принципы в своей деятельности, имеют положительную динамику по соотношению денежного потока и валовой маржи, увеличение за рассматриваемый период составило 5,86%, в то время как у компаний, ориентированных на устойчивое развитие, наблюдается падение за тот же период на 9,82%. Отношение денежного потока к совокупному долгу у ESG-нейтральных компаний за период 2018–2022 гг. снизилось на 36,89, в то время как для ESG-ориентированных китайских листинговых предприятий увеличилось на 14,73%. Полученные результаты согласуются с данными, полученными в ходе анализа других фундаментальных финансовых показателей китайских компаний. Динамика отношения денежного потока к долгу обусловлена снижением с течением времени удельного веса долгового капитала, а снижение денежной рентабельности по чистой прибыли и выручке обусловлено более быстрыми темпами роста этих финансовых индикаторов по сравнению со скоростью повышения уровня генерируемого денежного потока для ESG-ориентированных компаний. Таким образом, можно сделать вывод о том, что внедрение принципов устойчивого развития в деятельность китайских листинговых компаний оказывает положительное влияние на эффективность управления денежными потоками.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенного анализа стоимости листинговых компаний Китая за период 2018–2022 гг. выявлен примерно одинаковый рост стоимости компаний, входящих в индекс 180 ESG Leaders, и компаний, не ориентированных на проведение ESG-политики (отличие составило примерно 1%). Сравнение динамики стоимости компаний в анализируемой выборке показало устойчивое снижение темпов роста стоимости с 2018 по 2021 г. и снижение стоимости на 10% (отрицательный темп) в 2022 г. компаний, не ориентированных на ESG-развитие, в отличие от ESG-ориентированных компаний, стоимость которых снижалась только в 2020 г. и менее чем на 2%, а в остальные годы рассматриваемого периода показывала положительные темпы роста, причем в 2022 г. — более высокий темп роста по сравнению с 2021 г. Влияние практики устойчивого развития на финансовые показатели деятельности предприятия носит дискуссионный характер, и полученные эмпирические результаты в процессе проведенных исследований не позволяют сделать однозначного вывода о большей инвестиционной привлекательности компаний, внедряющих экологические, социальные решения и стремящихся к открытости и эффективности управления.

Положительным является выявленный факт, что ESG-ориентированные предприятия генерируют значительно более высокий уровень чистой прибыли и, как следствие, показатели рентабельности у таких компаний выше по сравнению с ESG-нейтральными компаниями. Предположения о наращивании долгового капитала в структуре источников финансирования деятельности при следовании концепции устойчивого развития не подтвердились. Было выявлено, что в долгосрочном периоде ESG-ориентированные предприятия, наоборот, сокращают удельный вес заемных источников финансирования в структуре капитала. Кроме того, повышение показателя рентабельности собственного капитала для таких компаний также требует дальнейшего исследования стоимостного аспекта капитала, поскольку ESG-ориентированные компании обеспечивают увеличение дохода акционеров, и согласование таких выводов со снижением стоимости привлекаемого акционерного капитала требует дополнительного уточнения, поскольку

доход акционеров — это плата компании за пользование их средствами для обеспечения функционирования и развития предприятия. Анализ денежных потоков показал более высокую эффективность управления денежными средствами ESG-ориентированных компаний.

Одним из важнейших результатов данного исследования стал вывод о том, что рост стоимости ESG-ориентированных компаний и их рыночных мультипликаторов обусловлен улучшением фундаментальных финансовых показателей их деятельности. У ESG-нейтральных компаний наблюдается обратная ситуация, и рост рыночной стоимости предприятия не сопровождается улучшением финансовых показателей деятельности, а в некоторые периоды, напротив, стоимость предприятия растет на фоне ухудшения финансовых показателей. Полученные результаты позволяют сделать вывод о том, что ориентация китайских компаний на устойчивое развитие влечет за собой улучшение их финансовых показателей и, как следствие, рост их стоимости, что является ключевым индикатором высокой инвестиционной привлекательности для потенциальных инвесторов и критерием снижения рисков вложения средств в ESG-ориентированные компании как в условиях стабильно функционирующей экономики, так и в условиях ее турбулентности.

Список источников / References

1. Володина А. О., Траченко М. Б. Доходность ESG-инвестирования на развитых и развивающихся рынках с учетом временного горизонта // Финансовый журнал. 2023. Т. 15. № 2. С. 59–73 / Volodina A.O., Trachenko M.B. (2023). ESG Investment Profitability in Developed and Emerging Markets with Regard to the Time Horizon. *Financial Journal*. 15 (2), 59–73 (In Russ.). <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-2-59-73>.
2. Adeneye Y.B., Kammoun I., Ab Wahab S.N.A. (2023). Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14 (5), 945–977. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2022-0060>.
3. Al Amosh H., Khatib S.F.A., Alkurdi A. et al. (2022). Capital structure decisions and environmental, social and governance performance: insights from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. Ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2021-0453>.
4. Al Amosh H., Khatib S.F.A., Ananzeh H. (2023). Environmental, social and governance impact on financial performance: evidence from the Levant countries. *Corporate Governance*, 23 (3), 493–513. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2022-0105>.
5. Aluchna M., Roszkowska-Menkes M., Kamiński B. (2023). From talk to action: the effects of the non-financial reporting directive on ESG performance. *Meditari Accountancy Research*, 31 (7), 1–25. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-12-2021-1530>.
6. Buallay A.M. (2022). Sustainability Reporting in Different Regions. *International Perspectives on Sustainability Reporting*. Emerald Publishing Limited, Bingley, 167–187. <https://doi.org/10.1108/978-1-80117-856-320221010>.
7. Chininga E., Alhassan A.L., Zeka B. (2023). ESG ratings and corporate financial performance in South Africa. *Journal of Accounting in Emerging Economies*. Ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JAEE-03-2023-0072>.
8. Chouaibi S., Chouaibi J., Rossi M. (2022). ESG and corporate financial performance: the mediating role of green innovation: UK common law versus Germany civil law. *EuroMed Journal of Business*, 17 (1), 46–71. <https://doi.org/10.1108/EMJB-09-2020-0101>.
9. Gholami A., Sands J., Shams S. (2023). Corporates' sustainability disclosures impact on cost of capital and idiosyncratic risk. *Meditari Accountancy Research*, 31 (4), 861–886. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-06-2020-0926>.
10. Jonwall R., Gupta S., Pahuja S. (2023). Socially responsible investment behavior: a study of individual investors from India. *Review of Behavioral Finance*, 15 (6), 865–888. <https://doi.org/10.1108/RBF-05-2021-0099>.
11. Khanchel I., Lassoued N., Baccar I. (2023). Sustainability and firm performance: the role of environmental, social and governance disclosure and green innovation. *Management Decision*, 61 (9), 2720–2739. <https://doi.org/10.1108/MD-09-2021-1252>.
12. Makridou G., Doumpos M., Lemonakis C. (2023). Relationship between ESG and corporate financial performance in the energy sector: empirical evidence from European companies. *International Journal of Energy Sector Management*. Ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJESM-01-2023-0012>.

13. Mattera M., Soto F. (2023). Dodging the bullet: overcoming the financial impact of Ukraine armed conflict with sustainable business strategies and environmental approaches. *Journal of Risk Finance*, 24 (1), 122–142. <https://doi.org/10.1108/JRF-04-2022-0092>.
 14. Raimo N., de Nuccio E., Giakoumelou A. et al. (2021). Non-financial information and cost of equity capital: an empirical analysis in the food and beverage industry. *British Food Journal*, 123 (1), 49–65. <https://doi.org/10.1108/BFJ-03-2020-0278>.
 15. Singh A., Verma S., Shome S. (2023). ESG-CFP relationship: exploring the moderating role of financial slack. *International Journal of Emerging Markets*. Ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2022-0536>.
 16. Zhang Y., Zhang C., Zhang S. et al. (2023). Insight into the risk-resistant function of ESG performance: An organizational management perspective. *Chinese Management Studies*. Ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/CMS-02-2023-0085>.
-

Информация об авторах

Анастасия Олеговна Володина, кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов и кредита Государственного университета управления, г. Москва

Марина Борисовна Траченко, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры финансов и кредита Государственного университета управления, г. Москва

Information about the authors

Anastasia O. Volodina, Candidate of Economic Sciences, Docent of the Department of Finance and Credit, State University of Management, Moscow

Marina B. Trachenko, Doctor of Economic Sciences, Professor, Professor of the Department of Finance and Credit, State University of Management, Moscow

Статья поступила в редакцию 07.12.2023
Одобрена после рецензирования 20.02.2024
Принята к публикации 05.04.2024

The article submitted December 7, 2023
Approved after reviewing February 20, 2024
Accepted for publication April 5, 2024