

pISSN 2073-2872
eISSN 2311-875X

Устойчивое развитие экономики

ВЛИЯНИЕ РЕГУЛЯТОРНЫХ РИСКОВ ESG-ИНТЕГРАЦИИ НА УСТОЙЧИВОЕ РАЗВИТИЕ ЭНЕРГЕТИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

Ирина Владимировна ЗЕНКИНА

доктор экономических наук, профессор департамента бизнес-аналитики,
Финансовый университет при Правительстве РФ,
Москва, Российская Федерация
zenkina_iv@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0003-1020-4050>
SPIN-код: 2949-0202

История статьи:

Рег. № 76/2021
Получена 11.02.2021
Получена в
доработанном виде
28.02.2021
Одобрена 15.03.2021
Доступна онлайн
15.04.2021

УДК 330.36

JEL: C43, C81, D01,
M40, Q32

Аннотация

Предмет. Современные тенденции интеграции факторов устойчивого развития в процесс обоснования инвестиционных решений, связанные с ними регуляторные риски и их воздействие на устойчивое развитие компаний топливно-энергетического сектора экономики.

Цели. Исследование глобального продвижения ответственного инвестирования на основе концепции устойчивого развития и определение влияния регуляторных рисков интеграции факторов экологической ответственности, социальной ответственности и эффективности управления в процесс принятия инвестиционных решений на устойчивое развитие энергетических компаний.

Методология. В работе применялись такие методы исследования, как анализ и синтез, детализация и обобщение, сравнение, абстрагирование, аналогия, индексный метод, системный, стратегический и риск-ориентированный подходы.

Результаты. Показана эволюция и актуализация концепции устойчивого развития на современном этапе. Установлено, что нормативно-правовое регулирование, обеспечивающее стимулирование проектов устойчивого развития, и деловая практика, основанная на включении ESG-факторов в процесс выработки инвестиционных решений, неуклонно развиваются. Обоснованы роль механизма ответственного инвестирования и влияние регуляторных рисков ESG-интеграции на обеспечение устойчивого развития энергетических компаний. Продемонстрированы возможности анализа ESG-эффективности нефтегазовой корпорации на основе информационно-аналитической системы Thomson Reuters, что позволяет оценить ESG-риски для компании, ее инвесторов, а также других ключевых стейкхолдеров.

Выводы. Выявлено, что интеграция ESG-факторов в процесс генерации инвестиционных решений обеспечивает адекватную информированность инвесторов, способствует минимизации ESG-рисков, повышению обоснованности принимаемых инвесторами решений, а также стимулирует улучшение качества и полноты раскрытия ESG-данных в корпоративной

Ключевые слова: устойчивое развитие, ответственное инвестирование, регуляторные риски, ESG-интеграция, показатели ESG- эффективности	отчетности. Регуляторные риски ESG-интеграции обусловлены несоблюдением организациями действующих норм и правил в отношении ESG-эффективности и могут привести к негативным правовым и экономическим последствиям. В связи с этим даны предложения по анализу факторов и показателей устойчивого развития, что направлено на снижение ESG-рисков энергетических компаний и их инвесторов, обеспечение эффективности инвестиционных решений.
--	---

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2021

Для цитирования: Зенкина И.В. Влияние регуляторных рисков ESG-интеграции на устойчивое развитие энергетических компаний // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2021. – Т. 17, № 4. – С. 624 – 648.
<https://doi.org/10.24891/ni.17.4.624>

На протяжении последних десятилетий на международном уровне отмечается неуклонное повышение внимания к вопросам устойчивого развития, предполагающего необходимость взаимосвязанного рассмотрения экологических, социальных и экономических вопросов – как на глобальном, так и на микроэкономическом уровне. Разразившаяся в 2020 г. пандемия коронавируса обусловила актуализацию концепции устойчивого развития, заставила весь мир переосмыслить определяемые ею ценности, емко передаваемые трактовкой Международной комиссии по окружающей среде и развитию (МКОСР): *«...развитие, при котором удовлетворение потребностей настоящего времени не ставит под сомнение возможности будущих поколений удовлетворять свои потребности»*.

В РФ вопросам устойчивого развития на государственном уровне уделяется огромное внимание. По предложению Президента России В.В. Путина в Конституцию Российской Федерации были внесены поправки, которые законодательно защитят природу от негативного антропогенного воздействия. Главной целью данной поправки является сохранение чистой среды для потомков и будущего России. Природное богатство России – биологическое разнообразие живых форм и природных ландшафтов – должно быть передано будущим поколениям жителей нашей страны.

Концепция устойчивого развития, получившая широкое признание во всем мире и активно поддерживаемая прогрессивными представителями научной и деловой общественности, берет свои истоки в научном и философском наследии русских ученых XIX–XX вв., таких как С.А. Подолинский, К.Э. Циолковский и др.

Важность устойчивого развития еще в начале XX в. отмечал В.И. Вернадский, разработавший учение о ноосфере, в основу которого была положена идея гармонизации взаимодействия природы и общества,

первичности разума как управляющей силы. Вернадский сделал вывод о том, что человечество в процессе своего развития становится мощной силой, мыслями и трудом преобразующей планету и, соответственно, в целях своего сохранения оно должно взять на себя ответственность за развитие биосферы, трансформирующейся в ноосферу, что, в свою очередь потребует определенной социальной организации и новой, экологической и одновременно гуманистической этики.

Эти идеи получили дальнейшее развитие в трудах В.Г. Горшкова [1–3], В.И. Данилова-Данильяна [4–6], К.Я. Кондратьева, В.К. Донченко [7], В.А. Коптюга, В.М. Матросова и др. [8], А.Д. Урсула [9], В.К. Левашова [10] и др.

Работы многих ученых, в том числе В.И. Бариленко, О.В. Ефимовой, Е.В. Никифоровой [11], И.В. Зенкиной [12], О.В. Рожновой [13] посвящены взаимосвязанному рассмотрению экономических, социальных и экологических аспектов деятельности экономических субъектов, раскрытию соответствующей информации в корпоративной нефинансовой отчетности и ее использованию при обосновании решений заинтересованными сторонами.

Согласно современным мировоззренческим представлениям, организации должны стремиться к достижению сбалансированности экономической эффективности, экологической и социальной ответственности, а также обеспечивать прозрачность корпоративной отчетности в отношении раскрытия ESG-информации.

В настоящее время ESG (*E – Environmental, S – Social, G – Governance*) является устойчивой аббревиатурой, широко используемой в отношении различных аспектов устойчивого развития. В частности, в анализе устойчивого развития на основе ESG-данных исследуются ESG-факторы, рассчитываются ESG-индикаторы, оцениваются ESG-риски, и на этой основе обеспечивается ESG-интеграция в процесс принятия решений.

В условиях пандемии коронавируса большинство ведущих стран мира ориентируются на принципы ESG при принятии мер по восстановлению экономики. В частности, в соответствии с программой ЕС Green Deal намечено полное прекращение выбросов парниковых газов в Евросоюзе к 2050 г. Также планируется переход на возобновляемые источники энергии. Таким образом, мир стремится к тому, чтобы стать более экологически чистым.

В то же время переход на возобновляемые источники энергии требует масштабных инвестиций и является довольно продолжительным по времени. Кроме того, еще только предстоит разработать технологии, обеспечивающие стабильное и бесперебойное обеспечение возобновляемыми источниками энергии. В связи с этим можно с

уверенностью утверждать, что традиционные источники энергии, прежде всего нефть и газ, в ближайшие десятилетия сохраняют свое приоритетное значение.

С точки зрения национальных интересов России это важно в связи с тем, что, несмотря на очевидные позитивные изменения в структуре отечественной экономики, поступления налога с добычи углеводородов до настоящего времени занимают значительный удельный вес в доходах федерального бюджета (так, в 2020 г. они составили около 30%). Таким образом, сохраняется зависимость национальной экономики от нефтегазового сектора. Однако, с другой стороны, продвижение концепции устойчивого развития на глобальном уровне, внимание мировой общественности к вопросам экологии стимулирует приверженность нефтегазовых корпораций принципам устойчивого развития, способствует осуществлению ими деятельности на началах экологической ответственности, социальной ответственности и экономической эффективности. Это, в свою очередь, приводит к улучшению восприятия стейкхолдерами деятельности нефтегазовых компаний, повышению их лояльности и удовлетворенности.

В связи с этим на нынешнем этапе приобретает особую актуальность интеграция ESG-данных в процесс обоснования и выработки инвестиционных решений, получившая название ESG-интеграции.

Регуляторные риски ESG-интеграции – это риски, которые связаны с механизмом ответственного инвестирования, обусловлены несоблюдением организациями действующих норм и правил в отношении ESG-эффективности и могут повлиять на результаты деятельности компании или привести к негативным правовым и экономическим последствиям.

Международные организации, в первую очередь Организация Объединенных Наций, уделяют приоритетное внимание роли институциональных инвесторов в стимулировании решения вопросов экологии, социальной сферы и корпоративного управления. Подтверждением этого является то, что в результате работы, проводимой с конца 1990-х – начала 2000-х гг. по продвижению принципов устойчивого развития и вовлечению в этот процесс инвесторов, были разработаны и получили распространение международные проекты в области ответственного инвестирования – Финансовая инициатива Программы ООН по окружающей среде (1992 г.), Принципы Экватора (2003г.), Принципы ответственного инвестирования (2005 г.) и др.

В числе документов, принятых в последние годы на международном уровне и направленных на стимулирование инвестиций в проекты устойчивого развития, следует отметить также Декларацию

«Преобразование нашего мира: Повестка дня в области устойчивого развития на период до 2030 г.», принятую резолюцией Генеральной Ассамблеи ООН 25 сентября 2015 г., Парижское соглашение, принятое 12 декабря 2015 г. 21-й сессией Конференции Сторон Рамочной конвенции ООН об изменении климата, и резолюцию Азиатской парламентской ассамблеи по вопросу утверждения дорожной карты по обеспечению мер стимулирования «зеленого» финансирования, принятую 16 декабря 2019 г.

Важно подчеркнуть, что Российская Федерация активно участвует в реализации инициатив по устойчивому развитию и ответственному инвестированию, предпринимаемых на глобальном уровне. При этом в целях развития инвестиционной деятельности в РФ и привлечения внебюджетных средств в проекты устойчивого развития Правительством РФ утверждено Распоряжение от 18.11.2020 № 3024-р¹. Данным документом определена координирующая роль Минэкономразвития России по развитию «зеленого» финансирования.

В рамках данного направления работы Минэкономразвития России должно создать и возглавить межведомственную рабочую группу, объединяющую представителей федеральных органов исполнительной власти, Банка России, институтов развития, бизнеса и профессионального сообщества. В задачи данной межведомственной рабочей группы входит разработка и определение критериев для проектов развития, требований к системе верификации проектов развития, а также подготовка «дорожной карты» по обоснованию и внедрению стимулирующих мер, направленных на создание инструментов финансирования устойчивого (в том числе «зеленого») развития. При этом роль методического центра будет выполнять государственная корпорация развития ВЭБ.РФ, которая, наряду с аналитическим сопровождением, будет проводить отбор верификаторов и ведение их перечня, генерировать и вести реестр верифицированных проектов развития, а также заниматься привлечением признанных международных и российских экспертов в области устойчивого развития в целях общего развития системы, содействия международному сотрудничеству в данной области.

Россия на сегодняшний день уже имеет положительный опыт выпуска облигаций отечественных эмитентов с использованием механизма «зеленого» финансирования, однако, несмотря на это, внедрение ESG-подходов в нашей стране находится в самом начале пути.

Ожидается, что утвержденный Правительством РФ документ обеспечит существенный импульс развитию российской экономики, и в перспективе приведет к росту эффективности использования новых технологий.

¹ О координирующей роли Минэкономразвития России по вопросам развития инвестиционной деятельности и привлечения внебюджетных средств в проекты устойчивого (в том числе «зеленого») развития в Российской Федерации: расп. Правительства РФ от 18.11.2020 № 3024-р.

Потенциальный эффект от внедрения «зеленых» технологий в России до 2023 г. оценивается экспертами в 3 трлн руб. Как считает министр экономического развития России, внедрение принципов устойчивого развития, а также стандартов рынка «зеленого» финансирования является приоритетным направлением развития финансовой системы. Данная позиция в полной мере соответствует глобальным трендам.

В связи с этим следует отметить наблюдаемое активное включение финансовых рынков в процесс формирования запроса на нефинансовые показатели. Увеличивается число фондовых бирж, заявивших о намерении продвигать принципы устойчивого развития, предъявляющих к листинговым компаниям требования раскрывать информацию по ESG-факторам, разрабатывающих и внедряющих соответствующие рекомендации для своих эмитентов. Крупнейшие в мире фондовые биржи, такие как BM&FBOVESPA (Бразилия), Johannesburg Stock Exchange (ЮАР), NASDAQ (США), Egyptian Exchange (Египет) и Istanbul Stock Exchange (Турция), фондовая биржа Гонконга с 2012 г. тесно взаимодействуют с инвесторами, компаниями и регуляторами в целях продвижения ответственного инвестирования для обеспечения устойчивого развития организаций и раскрытия экономическими субъектами информации в области экологической безопасности, социальной ответственности и эффективности управления. На конец 2020 г. число таких фондовых бирж, подключившихся к Инициативе ООН «Устойчивые фондовые биржи» (*Sustainable Stock Exchanges Initiative*), составило 98 с количеством котирующихся компаний 52 203 и капитализацией внутреннего рынка в размере 86 196 383 млн долл. США. При этом на 24 фондовых биржах отчетность ESG требуется в качестве обязательного правила листинга, а 61 фондовая биржа имеет платформу для листинга малых и средних предприятий².

Подход, основанный на учете ESG-факторов при проведении инвестиционного анализа и их имплементации в процесс принятия инвестиционных решений получил название ESG-интеграции, то есть инвестирования с учетом ESG-факторов, иными словами, устойчивого, или ответственного инвестирования.

Число портфельных управляющих, инвесторов и аналитиков, практикующих систематический ESG-анализ при оценке инвестиций, неуклонно растет.

Многочисленные научные исследования и практический опыт подтверждают важное значение включения ESG-факторов в финансовый анализ и указывают на то, что в конечном итоге преимущества получают инвесторы, опережающие рынок и выбирающие компании в высокими

² Sustainable Stock Exchanges Initiative (SSE). URL: <http://sseinitiative.org/data/>

показателями эффективности управления, экологической и социальной ответственности [14].

Широкий круг исследователей, таких как Р. Бауэр, Д. Хан [15], А. Госс, Г. С. Робертс [16], Н. Аггиг, С.Э. Гул, О. Гедами, Д. Су [17], С. Чава [14], П. Жирапорн, Н. Жирапорн, А. Бепрасерт, К. Чанг [18], демонстрируют корреляцию между ESG-рисками и отражающими их нефинансовыми показателями, с одной стороны, и финансовыми результатами организации – с другой. Экономические субъекты с эффективным корпоративным управлением, оказывающие минимальное отрицательное влияние на общество и окружающую среду или генерирующие положительный социальный и экологический эффекты, характеризуются сравнительно более низкой стоимостью капитала, чем аналогичные организации с меньшим уровнем ESG-эффективности [19, 20]. Данный фактор является значимым для стейкхолдеров и, прежде всего, инвесторов, поскольку организации, имеющие слабые ESG-показатели, отличаются более высокой стоимостью капитала и подвержены влиянию широкого диапазона внешних рисков, оказывающих негативное воздействие на финансовые показатели экономического субъекта, например, штрафов за нарушение экологического и трудового законодательства.

Интеграция ESG-факторов в процесс генерации инвестиционных решений обеспечивает адекватную информированность инвесторов, способствует минимизации ESG-рисков, повышению обоснованности принимаемых инвесторами решений, а также стимулирует улучшение качества и полноты раскрытия ESG-данных в корпоративной отчетности, гармонизирует взаимоотношения организации с инвесторами, и на этой основе позволяет достичь финансовых и нефинансовых стратегических целей организации.

Таким образом, регуляторные риски ESG-интеграции непосредственно воздействуют на устойчивое развитие корпораций, в том числе энергетического сектора.

Анализ экономических субъектов с учетом экологических и социальных аспектов их деятельности, эффективности управления и соблюдения этических норм ведения бизнеса уже оказывает влияние на доступ к рынкам и капиталам, и имеются все основания полагать, что со временем это влияние будет неуклонно возрастать. Такой анализ позволяет превентивно оценить уровень регуляторных рисков ESG-интеграции и обеспечить интересы организации и ее ключевых стейкхолдеров.

Развитие механизма ответственного инвестирования и расширение его практического применения, в свою очередь, дает импульс развитию стандартизации подходов к анализу ESG-данных.

Значение стандартизации ESG-анализа обусловлено важностью четкого закрепления релевантной терминологии, определения объектов, границ анализа и области его применения, описания информационной базы анализа, конкретизации алгоритма и процедур анализа, методики расчета показателей, а также методических рекомендаций по интерпретации результатов анализа и их применению в процессе принятия решений.

Следует отметить, что решение данного вопроса непосредственно связано с проблемой надежности, точности и сопоставимости ESG-данных. На нынешнем этапе отмечается недостаток нормативно-правового регулирования и возможностей верификации раскрываемой в корпоративной отчетности ESG-информации. В связи с этим целесообразна стандартизация отражаемых в отчетности данных и согласование отчетности, обеспечивающее раскрытие организациями только существенных ESG-данных.

При проведении ESG-анализа в целях выработки инвестиционных решений представляется необходимым комплексно оценивать существенные аспекты устойчивого развития. В приоритетном порядке следует дать оценку ESG-факторам инвестиционной привлекательности организации, в том числе определить:

- в какой степени деятельность организации соответствует ожиданиям и требованиям основных заинтересованных сторон;
- насколько соответствуют стратегии организации установленные в области устойчивого развития цели, задачи, политика и ключевые показатели эффективности;
- включена ли повестка в области устойчивого развития в стратегию организации;
- какова отраслевая специфика организации и насколько полно ее отражает система ESG-показателей отчетности об устойчивом развитии;
- соответствуют ли выделяемые ресурсы, проводимое обучение и повышение квалификации персонала достижению целей в области устойчивого развития;
- какие виды ключевых воздействий организация применяет в области устойчивого развития, в том числе вновь введенные в рассматриваемом периоде;
- каково продвижение организации в отношении реализации поставленных целей и задач устойчивого развития и в какой степени достигнуты ключевые показатели эффективности в разрезе проекций ESG;

- как организована система управления рисками, каковы уровень, динамика и основные подходы к управлению ESG-рисками организации;
- насколько эффективны и результативны сбор и использование ESG-информации о мерах по обеспечению устойчивого развития организации;
- является ли мониторинг ESG-данных неотъемлемым компонентом корпоративной отчетности, насколько прозрачна отчетность об устойчивом развитии.

Анализ факторов устойчивого развития направлен на идентификацию экологических, социальных и экономических аспектов устойчивого развития экономического субъекта, выявление связанных с ними возможностей, ограничений и воздействий, а также на оценку состояния устойчивого развития организации.

Анализ факторов устойчивого развития представляет собой значимый этап инвестиционного анализа и включает в себя три основных направления.

1. ESG-анализ организации-эмитента.
2. ESG-анализ ценных бумаг.
3. ESG-анализ инвестиционного портфеля.

Содержание ESG-анализа эмитента отражают следующие этапы его проведения.

1. *Общая диагностика ESG-факторов*, ориентированная на выявление релевантных организации экономических, социальных и экологических аспектов устойчивого развития.

2. *Оценка транспарентности корпоративной нефинансовой отчетности*, направленная на определение полноты и качества раскрытия ESG-данных.

3. *Анализ ESG-эффективности*, включающий оценку экономической эффективности, экологической и социальной ответственности организации.

4. *Оценка воздействия факторов устойчивого развития на бизнес-модель организации*, формируемая в рамках исследования ресурсов, бизнес-процессов, продуктов и услуг.

5. *Оценка влияния факторов устойчивого развития на цепочку создания ценности*, осуществляемая сквозь призму анализа поставщиков, внутренних бизнес-процессов и клиентов.

6. Анализ влияния ESG-факторов на финансовые показатели деятельности организации, включая финансовую результативность, деловую и рыночную активность.

7. Оценка ESG-рисков и их влияния на инвестиционную привлекательность организации.

В результате авторитетных исследований установлены основные ESG-факторы, анализируемые мировыми инвесторами в акциях, корпоративных облигациях и государственных долговых инструментах (табл. 1).

По результатам анализа ESG-факторов следует идентифицировать рейтинг каждого эмитента в выбранной сопоставимой группе, выполнять оценку ценных бумаг с учетом ожидаемого влияния аспектов устойчивого развития, производить управление рисками инвестиционного портфеля, включая ESG-риски, определять ESG-профиль инвестиционного портфеля, на основе сценарного анализа осуществлять стратегическое и тактическое распределение инвестиционных ресурсов.

Результаты ESG-анализа, предполагающего изучение разнообразных показателей эффективности управления, экологической и социальной ответственности, безусловно, информативны и важны для инвесторов в процессе обоснования и принятия инвестиционных решений.

Однако основываясь на многочисленных ESG-показателях, имеющих разный уровень, вес, динамику и критерии оценивания, такой анализ, не будучи достаточно формализованным, нередко затрудняет интерпретацию данных, не обеспечивает конкретизацию результатов и может приводить к неоднозначным выводам. Указанные недостатки могут быть успешно преодолены в рамках стандартизированного подхода к проведению ESG-анализа.

В рамках стандартизированного подхода к анализу показателей устойчивого развития, раскрываемых в корпоративной нефинансовой отчетности, в информационно-аналитической системе Thomson Reuters ESG-индикаторы представлены двумя основными группами.

1. Частные показатели:

- экологической эффективности (*Environmental Pillar Score, ENV Score*);
- социальной эффективности (*Social Pillar Score, SOC Score*);
- эффективности управления (*Governance Pillar Score, GOV Score*).

2. Интегральные показатели:

- комплексный показатель социально-эколого-экономической эффективности (*ESG Score*);

- показатель разногласий в социально-эколого-экономической сфере (*ESG Controversies Score*);
- комбинированный показатель социально-эколого-экономической эффективности (*ESG Score*).

При этом частные показатели могут быть представлены 10 блоками индикаторов.

По проекции «Экологическая эффективность»:

- 1) использование ресурсов;
- 2) выбросы;
- 3) инновации.

По проекции «Социальная эффективность»:

- 4) персонал;
- 5) права человека;
- 6) общество;
- 7) ответственное производство.

По проекции «Эффективность управления»:

- 8) управление;
- 9) акционеры;
- 10) стратегия корпоративной социальной ответственности.

Основу такого ESG-скоринга составляют более 450 различных ESG-метрик, в том числе 186 сопоставимых показателей. Они распределены следующим образом.

1. «Экологическая эффективность» – 68 ESG-индикаторов (Использование ресурсов – 20; Выбросы – 28; Инновации – 20).

2. «Социальная эффективность» – 62 ESG-индикатора (Персонал – 30; Права человека – 8; Общество – 14; Ответственное производство – 10).

3. «Эффективность управления» – 56 ESG-индикаторов (Управление – 35; Акционеры – 12; Стратегия корпоративной социальной ответственности – 9).

Таким образом, соотношение показателей различных проекций в ESG-скоринге можно представить в виде круговой диаграммы (рис. 1).

Показатели экологической эффективности составляют 37%, социальной эффективности – 33%, эффективности управления – 30%, таким образом, измерения проекций в ESG-скоринге Thomson Reuters сбалансированы.

Методологический подход Thomson Reuters позволяет формализовано оценивать каждый из 10 основных блоков показателей в составе комплексного ESG-счета, а также оценивать их влияние на динамику совокупного показателя. Это можно продемонстрировать на данных одного из лидеров корпоративной прозрачности (по данным Российского союза промышленников и предпринимателей за 2019 г.) ПАО «Роснефть» (табл. 2).

Как показывают данные табл. 2, интегральный показатель социально-эколого-экономической эффективности ПАО «Роснефть» увеличился в 2018–2019 гг. на 1,1 п., составив в 2019 г. 83,94. Наиболее существенное влияние на выявленную динамику оказало повышение экологической эффективности на основе улучшения использования ресурсов (+0,4 п.), а также факторы роста эффективности управления, связанные с менеджментом и собственниками (+0,4 и +0,2 п. соответственно). Положительное влияние также оказали факторы, касающиеся соблюдения прав человека (+0,1).

В табл. 3 и 4 представлен детализированный анализ влияния внутренних факторов, раскрываемых в корпоративной отчетности, и факторов, связанных с рейтингом компании, на изменение ESG-эффективности ПАО «Роснефть» в 2018–2019 гг.

Как свидетельствуют данные табл. 3, в анализируемом периоде отмечается наиболее значительное положительное влияние на ESG-счет организации таких факторов, как «зеленое» строительство (+94,09), реализация программы по борьбе с ВИЧ/СПИД (+96,84), улучшение оценок относительно независимости менеджмента Комитета по вознаграждениям (+67,86) и Комитета по назначениям (+56,25), а также срока полномочий аудитора (+63,10). Росту ESG-счета компании также способствовало улучшение экологических показателей по выбросам, социальных показателей по профессиональным заболеваниям и среднему числу часов обучения сотрудников, показателей, связанных с оценкой эффективности управления.

В то же время обращает на себя внимание отрицательное влияние на ESG-счет компании таких факторов, как независимость Комитета по вознаграждениям и независимость членов Правления.

По данным табл. 4 можно судить о том, что среди крупнейших в мире нефтегазовых корпораций, сопоставимых по показателю рыночной капитализации, ПАО «Роснефть» характеризуется высоким уровнем ESG-показателей. Комбинированный ESG-счет, определяемый с учетом

ESG-счета разногласий, в 2019 г. составил у организации 79,47 п., что является максимальным уровнем в представленной выборке.

ПАО «Роснефть» также занимает лидирующие позиции по комплексному показателю социально-эколого-экономической эффективности (83,94 п.), показателю экологической эффективности (74,18 п.) и показателю эффективности управления (97,69 п.). При этом по показателю социальной эффективности ПАО «Роснефть» среди сопоставимых по рыночной капитализации компаний нефтегазового сектора занимает второе место (84,25 п.), уступая только Petroleo Brasileiro SA Petrobras (88,7 п.). По ESG-счету разногласий ПАО «Роснефть» также на втором месте (75 п.), которое оно делит с компанией Neste Oyj, уступая China Petroleum & Chemical Corp.

В *табл. 5* представлена динамика обобщающих и частных показателей ESG-эффективности ПАО «Роснефть» за 2018–2019 гг.

В соответствии со стандартизированным методологическим подходом Thomson Reuters, оценка А указывает на отличную ESG-эффективность и высокую степень прозрачности публичного представления ESG-данных.

Оценка В отражает хорошие показатели ESG и уровень прозрачности представления ESG-данных в публичной нефинансовой отчетности выше среднего.

Оценка С характеризует удовлетворительную ESG-эффективность и умеренную степень прозрачности корпоративной отчетности в части раскрытия ESG-данных.

Оценка D свидетельствует о низкой ESG-эффективности и недостаточной степени прозрачности публичного представления ESG-данных.

В рамках каждой оценки предусмотрены три альтернативных уровня: отрицательный, нейтральный и положительный, что обеспечивает детальное ранжирование показателей ESG-скоринга. Например, оценки В–, В и В+ в пределах установленного диапазона значений оцениваемых интегральных показателей означают низкий, средний и высокий уровни ESG-счета, соответственно. Это позволяет потенциальным инвесторам сформировать более полное представление о степени устойчивости развития организации и принять взвешенное инвестиционное решение.

По данным Thomson Reuters, в анализируемом периоде компания ПАО «Роснефть» улучшила показатель ESG-эффективности (см. *табл. 5*). Об этом свидетельствует последовательное повышение комбинированного ESG-счета с уровня В в 2015–2016 гг. до уровня В+ в 2017 г. и А– в 2018–2019 гг. Аналогичная динамика наблюдается по комплексному ESG-счету, который улучшился с уровня В в 2015 г. до уровня А в 2019 г.

Однако ESG-счет контраверсии обнаруживает неустойчивую динамику: его уровень понизился в 2015–2019гг. с А+ до В+, что является негативным моментом.

Наряду с этим следует отметить улучшение частных показателей социальной, экологической эффективности, а также эффективности управления компании.

Таким образом, проведенный на основе стандартизированного подхода Thomson Reuters ESG-анализ демонстрирует положительную тенденцию ESG-эффективности ПАО «Роснефть» и отражает направления дальнейшего улучшения деятельности энергетической компании в рамках проекций устойчивого развития.

Транспарентность корпоративной нефинансовой отчетности в отношении показателей ESG, а также высокий уровень ESG-эффективности свидетельствуют о низких регуляторных рисках ESG-интеграции, являются благоприятными характеристиками делового имиджа и инвестиционной привлекательности организаций.

Энергетические компании, демонстрирующие по результатам ESG-анализа низкий регуляторный риск ESG-интеграции, являются флагманами российской экономики и центрами притяжения инвестиций, вносят существенный вклад в реализацию концепции устойчивого развития на глобальном уровне.

Стандартизация ESG-анализа позволит обеспечить четкий и систематический подход к учету ESG-рисков при проведении инвестиционного анализа и обосновании направлений инвестирования, поможет инвесторам на основе базовых положений и рамочных рекомендаций определить оптимальные подходы к интеграции ESG-факторов в свои инвестиционные процессы.

Таблица 1**Основные ESG-факторы, анализируемые инвесторами****Table 1****Key ESG factors analyzed by investors**

Виды инвестиций	Проекции ESG		
	Вопросы корпоративного управления	Вопросы социальной ответственности	Вопросы охраны окружающей среды
Инвестиции в акции и корпоративные облигации	Деловая этика. Права акционеров. Вознаграждение руководства. Практика аудита. Независимость и профессионализм членов Совета директоров. Фидуциарная обязанность. Прозрачность/подотчетность. Сделки с аффилированными сторонами. Структура капитала, предусматривающая двойной класс акций. Налоговая практика	Права человека. Взаимоотношения с работниками. Использование квалифицированного труда. Охрана труда и промышленная безопасность. Отсутствие дискриминации. Взаимоотношения с клиентами. Ответственность за качество продукции	Изменения климата. Биоразнообразие. Управление энергетическими ресурсами. Биологический потенциал и качество экосистемы. Загрязнение воздуха. Природные ресурсы. Водные ресурсы и загрязнение
Инвестиции в государственные долговые инструменты	Институциональная стабильность. Антикоррупционная практика. Политическая стабильность. Верховенство закона. Качество и эффективность правовых норм. Безопасность. Стандарты бухгалтерского учета. Свобода СМИ. Политические и гражданские свободы	Права человека. Образование и человеческий капитал. Уровень здравоохранения. Демографические изменения. Уровень занятости населения. Продолжительность жизни. Уровень жизни населения. Имущественное неравенство. Доверие к общественным и государственным институтам. Противодействие преступности. Продовольственная безопасность	Последствия изменения климата. Водные ресурсы и загрязнение. Биоразнообразие. Управление энергетическими ресурсами. Биологический потенциал и качество экосистемы. Загрязнение воздуха. Природные катаклизмы. Природные ресурсы

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring

Таблица 2

Влияние ESG-факторов на социально-эколого-экономическую эффективность ПАО «Роснефть» в 2018–2019 гг.

Table 2

The impact of ESG factors on the socio-ecological and economic efficiency of Rosneft Oil Company in 2018–2019

Проекция	Категория	2018 г.	2019 г.	Изменение за 2018/2019 гг.	Вес показателя, %	Влияние на изменение ESG-счета
Интегральный показатель	ESG-счет	82,87	83,94	+1,06	100	+1,1
ENV (экологическая эффективность)	Использование ресурсов	95,25	98,31	+3,06	13,3	+0,4
	Выбросы	86,07	86,05	–0,02	11	–
	Инновации	29,66	29,85	+0,19	10,2	–
SOC (социальная эффективность)	Персонал	92,14	91,93	–0,21	12,2	–
	Права человека	75	75,35	+0,35	15,7	+0,1
	Общество	88,1	88,39	+0,28	7,8	–
	Ответственное производство	86,03	86,45	+0,42	6,3	–
GOV (эффективность управления)	Управление	96,43	98,81	+2,38	15,7	+0,4
	Акционеры	89,29	94,05	+4,76	4,7	+0,2
	Стратегия	98,75	97,56	–1,19	3,1	–
	корпоративной социальной ответственности					

Источник: составлено автором по данным Thomson Reuters Corp.

URL: <https://thomsonreuters.ru/ru.html>

Source: Authoring based on Thomson Reuters Corp. data.

URL: <https://thomsonreuters.ru/ru.html> (In Russ.)

Таблица 3

Влияние внутренних факторов на изменение ESG-эффективности ПАО «Роснефть» в 2018–2019 гг.

Table 3

The impact of internal factors on changes in ESG performance of Rosneft Oil Company in 2018–2019

Проекция	Категория	Название показателя	2018 г.	2019 г.	Изменение за 2018/2019 гг.
ENV (экологическая эффективность)	Использование ресурсов	«Зеленое» строительство	–	94,09	+94,09
	Выбросы	Общий объем потерь к выручке, млн долл. США	7,14	17,37	+10,23
SOC (социальная эффективность)	Персонал	Профессиональные заболевания	30,85	68,27	+37,42
		Программа по борьбе с ВИЧ/СПИД	–	96,84	+96,84
		Среднее количество часов обучения	62,68	80,63	+17,95
GOV (эффективность управления)	Управление	Независимость Комитета по вознаграждениям	54,88	41,46	–13,41
		Независимость менеджмента Комитета по вознаграждениям	–	67,86	+67,86
		Независимость менеджмента Комитета по назначениям	18,75	75	+56,25
		Специфические навыки Правления	58,33	90,28	+31,94
		Неисполнительные члены Правления	41,67	83,33	+41,67
		Независимость членов Правления	58,33	38,1	–20,24
	Акционеры	Срок полномочий аудитора	27,38	90,48	+63,1

Источник: составлено автором по данным Thomson Reuters Corp.

URL: <https://thomsonreuters.ru/ru.html>

Source: Authoring based on Thomson Reuters Corp. data.

URL: <https://thomsonreuters.ru/ru.html> (In Russ.)

Таблица 4

Влияние факторов, связанных с рейтингом компании, на изменение ESG-эффективности ПАО «Роснефть»

Table 4

The impact of corporate rating-based factors on changes in ESG performance of Rosneft Oil Company

Показатель	Объекты сравнения (ближайшие по рыночной капитализации нефтегазовые корпорации)				
	ПАО «Роснефть»	ПАО «Газпром»	China Petroleum & Chemical Corp	Petroleo Brasileiro SA Petrobras	Neste Oyj
Рыночная капитализация, млн долл. США	63 243	61 323	71 895	69 432	55 378
Совокупные доходы, млн долл. США	140 118	123 704	426 067	75 204	17 757
Комбинированный ESG-счет	79,47	30,35	66,19	39,39	74,09
ESG-счет	83,94	55,5	66,19	75,9	74,09
ENV-счет	74,18	53,11	72,84	64,93	67,76
SOC-счет	84,25	72,17	56,81	88,7	77,44
GOV-счет	97,69	29,27	73,18	69,17	77,38
ESG-счет разногласий	75	5,21	89,42	2,88	75

Источник: составлено автором по данным Thomson Reuters Corp.

URL: <https://thomsonreuters.ru/ru.html>

Source: Authoring based on Thomson Reuters Corp. data.

URL: <https://thomsonreuters.ru/ru.html> (In Russ.)

Таблица 5

Динамический анализ ESG-эффективности ПАО «Роснефть»

Table 5

The trend analysis of ESG performance of Rosneft Oil Company

Показатель	Год				
	2015	2016	2017	2018	2019
Рыночная капитализация, млн долл. США	36 792	69 681	53 580	65 781	76 970
Совокупные доходы, млн долл. США	70 597	81 419	104 306	118 226	140 118
Комбинированный ESG-счет	B	B	B+	A–	A–
ESG-счет	B	B	B+	A–	A
ENV-счет	C+	C+	B–	B+	B+
SOC-счет	B+	B+	A–	A	A
GOV-счет	B+	B+	A+	A+	A+
ESG-счет разногласий	A+	A+	A	A+	B+

Источник: составлено автором по данным Thomson Reuters Corp.

URL: <https://thomsonreuters.ru/ru.html>

Source: Authoring based on Thomson Reuters Corp. data.

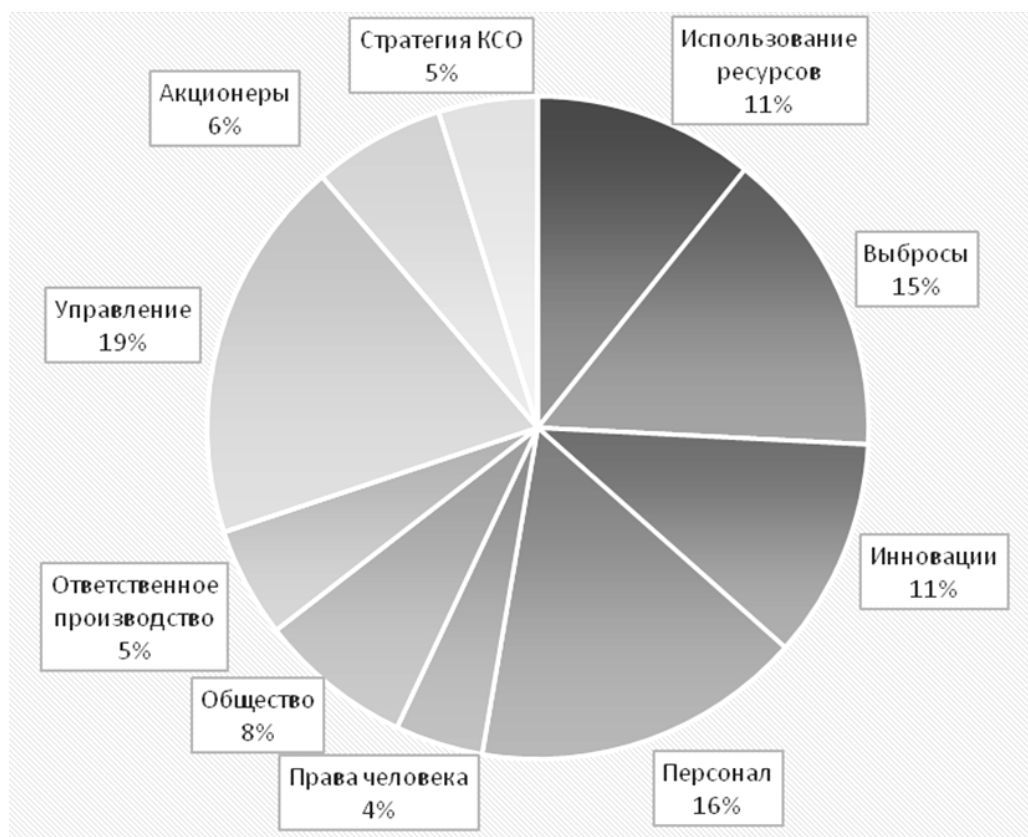
URL: <https://thomsonreuters.ru/ru.html> (In Russ.)

Рисунок 1

Распределение показателей по проекциям ESG-скоринга. Модель шести капиталов

Figure 1

Indicators broken down by projected ESG score. The model of six capitals



Источник: Thomson Reuters Corp. URL: <https://thomsonreuters.ru/ru.html>

Source: Thomson Reuters Corp. URL: <https://thomsonreuters.ru/ru.html> (In Russ.)

Список литературы

1. Горшков В.Г. Физические и биологические основы устойчивости жизни. М.: ВИНТИ, 1995. 470 с.
2. Горшков В.Г. Энергетика биосферы и устойчивость состояния окружающей среды. М.: ВИНТИ, 1990. 238 с.
3. Gorshkov V.G., Gorshkov V.V., Makarieva A.M. Biotic Regulation of the Environment: Key Issue of Global Change. Springer Praxis Series in Environmental Sciences. Berlin, Springer, 2000, 367 p.
4. Данилов-Данильян В.И. Устойчивое развитие и проблемы экологической политики. М.: ЭКОС-информ, 1999.
5. Данилов-Данильян В.И., Лосев К., Рейф И.Е. Перед главным вызовом цивилизации. Взгляд из России. М.: ИНФРА-М, 2009. 224 с.
6. Данилов-Данильян В.И., Лосев К., Залиханов М. Экологическая безопасность. Общие принципы и российский аспект. М.: МНЭПУ, 2001. 332 с.
7. Кондратьев К.Я., Донченко В.К. Экодинамика и геополитика. Т. 1. Глобальные проблемы. СПб: НИЦ Экологической безопасности РАН, 1999. 1036 с.
8. Коптюг В.А., Матросов В.М., Левашов В.К., Демянко Ю.Г. Устойчивое развитие цивилизации и место в ней России: проблемы формирования национальной стратегии. Владивосток: Дальнаука, 1997. 83 с.
9. Урсул А.Д., Лось В.А., Демидов Ф.Д. Концептуальные основы устойчивого развития. М.: РАГС, 2003. 348 с.
10. Левашов В.К. Устойчивое развитие общества: парадигма, модели, стратегии: монография. М.: Academia, 2001. 174 с.
11. Бариленко В.И., Ефимова О.В., Никифорова Е.В. и др. Аналитические возможности интегрированной отчетности и их использование для стратегических решений: колл. монография. М.: КноРус, 2020. 246 с.
12. Зенкина И.В. Методические подходы и инструменты анализа устойчивого развития организации // Экономический анализ: теория и практика. 2019. Т. 18. Вып. 9. С. 1667–1686.
URL: <https://doi.org/10.24891/ea.18.9.1667>
13. Рожнова О.В., Устинова Я.И., Кришталева Т.И. и др. Методические и организационные аспекты формирования транспарентной отчетности экономических субъектов: колл. монография. М.: Русайнс, 2019. 194 с.

14. Chava S. Environmental Externalities and Cost of Capital. Atlanta: Georgia Institute of Technology, 2010, 63 p.
URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1677653>
15. Bauer R., Khan D. Corporate Environmental Management and Credit Risk. University Maastricht, the European Centre for Corporate Engagement, 2010, 43 p. URL: <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.800.173&rep=rep1&type=pdf>
16. Goss A., Roberts G.S. The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking and Finance*, 2011, vol. 35, iss. 7, pp. 1794–1810. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>
17. Attig N., Ghouli S.E., Guedami O., Su D. Corporate Social Responsibility and Credit Ratings. *Business Ethics Journal*, 2013, vol. 117, pp. 679–694.
URL: <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1714-2>
18. Jiraporn P., Jiraporn N., Boeprasert A., Chang K. Does Social Responsibility Improve Credit Ratings? Place of Origin of Goods. *Financial Management*, 2014, vol. 43, no. 3, pp. 505–531. URL: <https://doi.org/10.1111/fima.12044>
19. Clark G.L., Feiner A., Viehs M. From a Shareholder to a Stakeholder. University of Oxford and Arabesque Partners, 2015.
URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2508281>
20. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, vol. 5, iss. 4, pp. 210–233.
URL: <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

pISSN 2073-2872
eISSN 2311-875X

Sustainable Development of Economy

THE IMPACT OF REGULATORY RISKS OF ESG INTEGRATION ON THE SUSTAINABLE DEVELOPMENT OF POWER COMPANIES

Irina V. ZENKINA

Financial University under Government of Russian Federation,
Moscow, Russian Federation
zenkina_iv@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0003-1020-4050>

Article history:

Article No. 76/2021
Received 11 Feb 2021
Received in revised
form 28 February 2021
Accepted 15 March 2021
Available online
15 April 2021

JEL classification: C43,
C81, D01, M40, Q32

Keywords: sustainable
development,
responsible investment,
regulatory risks, ESG
integration, ESG
performance
indicators

Abstract

Subject. The article focuses on modern trends in the integration of sustainable development drivers into the substantiation of investment decisions, related regulatory risks and their impact on the sustainable development of companies in the energy and fuel sector.

Objectives. I study the global advancement of responsible investment through the sustainable development concept and determine how regulatory risks of the integration of environmental responsibility factors, social responsibility and administrative efficiency into the investment decision-making process on the sustainable development of power companies.

Methods. The study relies upon the analysis and synthesis, detailed elaboration and generalization, comparison, abstraction, analogy, index method, systems, strategic and risk-based approaches.

Results. The article demonstrates how the sustainable development concept currently evolves and is getting updated. I found the unstoppable evolution of the regulatory and legislative framework, which encourages sustainability projects, and business practice including ESG factors into the investment decision-making process. The article substantiates the role of the responsible investment mechanism and the impact of regulatory risks of ESG integration on the sustainable development of power companies. I show what results can be achieved by analyzing ESG performance of an oil and gas corporation via Thomson Reuters, which helps to assess ESG risks for the company, its investors, and other key stakeholders.

Conclusions and Relevance. The integration of ESG factors into the investment decision-making process ensures the adequate awareness of investors, helps mitigate ESG risks, increases the reasonableness of decisions investors make, and raises the quality and completeness of ESG data disclosure in corporate reporting. Regulatory risks of the ESG integration stem from companies' breaches in effective regulations and rules on ESG performance and result in negative legislative and economic consequences. Therefore, I make suggestions on the analysis of sustainability factors and indicators, which pursues the mitigation of ESG risks of power companies and their investors, and ensures the efficiency of investment decisions.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2021

Please cite this article as: Zenkina I.V. The Impact of Regulatory Risks of ESG Integration on the Sustainable Development of Power Companies. *National Interests: Priorities and Security*, 2021, vol. 17, iss. 4, pp. 624–648.
<https://doi.org/10.24891/ni.17.4.624>

References

1. Gorshkov V.G. *Fizicheskie i biologicheskie osnovy ustoichivosti zhizni* [Physical and biological principles of life sustainability]. Moscow, VINITI Publ., 1995, 470 p.
2. Gorshkov V.G. *Energetika biosfery i ustoichivost' sostoyaniya okruzhayushchei sredy* [Energy in the biosphere and sustainability of the environment]. Moscow, VINITI Publ., 1990, 238 p.
3. Gorshkov V.G., Gorshkov V.V., Makarieva A.M. *Biotic Regulation of the Environment: Key Issue of Global Change*. Springer Praxis Series in Environmental Sciences. Berlin, Springer, 2000, 367 p.
4. Danilov-Danil'yan V.I. *Ustoichivoe razvitie i problemy ekologicheskoi politiki* [Sustainable development and problems of environmental policy]. Moscow, EKOS-inform Publ., 1999.
5. Danilov-Danil'yan V.I., Losev K., Reif I.E. *Pered glavnym vyzovom tsivilizatsii. Vzglyad iz Rossii* [In the face of the main challenge of the civilization. The view from Russia]. Moscow, INFRA-M Publ., 2009, 224 p.
6. Danilov-Danil'yan V.I., Losev K., Zalikhanov M. *Ekologicheskaya bezopasnost'. Obshchie printsipy i rossiiskii aspekt* [Environmental security. General principles and the Russian perspectives]. Moscow, MNEPU Academy Publ., 2001, 332 p.
7. Kondrat'ev K.Ya., Donchenko V.K. *Ekodinamika i geopolitika. T. 1. Global'nye problemy* [The ecodynamics and geopolitics. Volume 1. Global challenges]. St. Petersburg, SPC RAS Publ., 1999, 1036 p.
8. Koptuyug V.A., Matrosov V.M., Levashov V.K., Demyanko Yu.G. *Ustoichivoe razvitie tsivilizatsii i mesto v nei Rossii: problemy formirovaniya natsional'noi strategii* [Sustainable Development of Civilization and Russia's Place in It: Issues of setting up the national strategy]. Vladivostok, Dal'nauka Publ., 1997, 83 p.
9. Ursul A.D., Los' V.A., Demidov F.D. *Kontseptual'nye osnovy ustoichivogo razvitiya* [The conceptual framework for sustainable development]. Moscow, RANEPА Publ., 2003, 348 p.

10. Levashov V.K. *Ustoichivoe razvitie obshchestva: paradigma, modeli, strategii: monografiya* [Sustainable development of society: The paradigm, models, strategies: a monograph]. Moscow, Academia Publ., 2001, 174 p.
11. Barilenko V.I., Efimova O.V., Nikiforova E.V. et al. *Analiticheskie vozmozhnosti integrirrovannoi otchetnosti i ikh ispol'zovanie dlya strategicheskikh reshenii: koll. monografiya* [Analytical capabilities of integrated reporting and their use for strategic decisions: a collective monograph]. Moscow, KnoRus Publ., 2020, 246 p.
12. Zenkina I.V. [Methodological approaches and tools to analyze the sustainable development of a company]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika* = *Economic Analysis: Theory and Practice*, 2019, vol. 18, iss. 9, pp. 1667–1686. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.24891/ea.18.9.1667>
13. Rozhnova O.V., Ustinova Ya.I., Krishtaleva T.I. et al. *Metodicheskie i organizatsionnye aspekty formirovaniya transparentnoi otchetnosti ekonomicheskikh sub"ektov: koll. monografiya* [Methodological and organizational aspects of transparent reporting of economic entities: a collective monograph]. Moscow, RuScience Publ., 2019, 194 p.
14. Chava S. *Environmental Externalities and Cost of Capital*. Atlanta, Georgia Institute of Technology, 2010, 63 p.
URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1677653>
15. Bauer R., Khan D. *Corporate Environmental Management and Credit Risk*. University Maastricht, the European Centre for Corporate Engagement, 2010, 43 p. URL: <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.800.173&rep=rep1&type=pdf>
16. Goss A., Roberts G.S. The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking and Finance*, 2011, vol. 35, iss. 7, pp. 1794–1810. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.12.002>
17. Attig N., Ghouli S.E., Guedami O., Su D. Corporate Social Responsibility and Credit Ratings. *Business Ethics Journal*, 2013, vol. 117, pp. 679–694.
URL: <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1714-2>
18. Jiraporn P., Jiraporn N., Boeprasert A., Chang K. Does Social Responsibility Improve Credit Ratings? Place of Origin of Goods. *Financial Management*, 2014, vol. 43, iss. 3, pp. 505–531. URL: <https://doi.org/10.1111/fima.12044>
19. Clark G.L., Feiner A., Viehs M. *From a Shareholder to a Stakeholder*. University of Oxford and Arabesque Partners, 2015.
URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2508281>

20. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, vol. 5, iss. 4, pp. 210–233.
URL: <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.