

Важность раскрытия информации о климате для инвесторов: обзор литературы

Мартынова М.М., аспирантка

Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Россия

Аннотация. В статье представлен обзор научной литературы, оценивающей значимость информации о климате для инвесторов. Автор анализирует важность информации о климате с точки зрения двух теорий – теории легитимности и теории раскрытия информации. Также были изучены и систематизированы эмпирические исследования, посвященные оценке влияния раскрытия информации о климате на стоимость фирмы.

Результаты исследования могут быть полезны регуляторам, инвесторам и менеджменту компаний, заинтересованном в увеличении инвестиционной привлекательности фирмы.

Ключевые слова: раскрытие информации, изменение климата, выбросы парниковых газов, стоимость фирмы, ESG

Importance of climate-related disclosure to investors: literature review

Martynova M.M., PhD student, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

Annotation. The article contains the review of scientific literature dedicated to the assessment of the importance of climate-related information disclosure to investors. The author analyses the significance of climate-related information from the prospective of two theories – legitimacy theories and information disclosure theory. Also, the author examines and systematizes empirical research on evaluation of impact of climate-related information disclosure on firm value. The results may be useful for

regulators, investors and management interested in increasing firm's investment attractiveness.

Keywords: Information disclosure, climate change, greenhouse gas emission, firm's value, ESG

Введение. Феномен глобального потепления, являющийся следствием неконтролируемого накопления парниковых газов в атмосфере, может иметь в будущем разрушительный и необратимый эффект для всей планеты. Последствия для планеты в целом или отдельных ее регионов могут быть значительными: засуха, наводнения, неурожай, природные катаклизмы и пр. Человеческая деятельность, в частности деятельность бизнеса. И компаний, является основной причиной повышения средней температуры планеты, которое началось после промышленной революции в конце восемнадцатого века.

Изменение климата несет существенные риски для компаний, которые необходимо оценить инвесторам. Во-первых, физический риск возникает в результате подъема уровня океана, природных катастроф. Во-вторых, технологический риск возникает в результате инноваций, которые представляют угрозу традиционным производителям (например, замена автомобилей с двигателями внутренним сгоранием электромобилями). В-третьих, регуляторный риск возникает в результате издержек, связанных с изменением в политике, и регуляторных изменений с целью сдерживания глобального потепления (например, введение налога на выбросы углерода или системы торговли квотами на выбросы). Раскрытие информации о климате позволяет инвесторам произвести более точную оценку климатических рисков компании.

В последние годы интерес институциональных инвесторов и других стейкхолдеров к проблеме изменения климата кратно вырос, компании все больше получают запросов относительно предоставления данных об их влиянии на климат [1]. Обязательства государств в части сокращения выбросов в рамках Парижского соглашения, а также необходимость оценки регуляторами влияния компаний на климат, привело к росту спроса на информацию о климате. Тем не

менее, полезность раскрытия информации о климате для инвесторов до сих пор находится под вопросом, поскольку прежде всего не отражает действительных результатов фирмы в части влияния на климат. Кроме того, данная информации до сих пор предоставляется на добровольной основе, не контролируется регулятором, в отличие от финансовой отчетности, и не имеет стандартизированный вид, что затрудняет сопоставление данных во времени или между компаниями, и в целом вызывает сомнения в части корректности предоставленных данных. Таким образом, вопрос относительно того, используют ли инвесторы раскрытие информации о климате при принятии инвестиционного решения и оценки рисков компании остается открытым.

Целью данного исследования стал анализ теоретической и эмпирической научной литературы, посвященной раскрытию информации о климате для того, чтобы сформировать мнение относительно значимости данной информации для инвесторов.

2. Значимость информации о климате для инвесторов с теоретической точки зрения. Влияние раскрытия информации о климате можно объяснить с точки зрения двух теорий – теории раскрытия информации и теории легитимности.

Теория раскрытия информации [2, 3] полагает, что информация о климате помогает инвесторам идентифицировать риски компании, оценить затраты на сокращение выбросов и сопоставить компании в части возможных штрафов или других издержек, связанных с изменением климата. Раскрытие информации помогает сократить асимметрию информации между менеджерами и инвесторами, что снижает неопределенность и улучшает оценку риска компании и в итоге приводит к росту стоимости фирмы [4].

Теория раскрытия информации считает, что фирмы с низкими выбросами и современным оборудованием будут стремиться подать сигнал инвесторам через качественное и обширное раскрытие информации, отделяя себя от компаний со значительным негативным влиянием на климат. Если компания не раскрывает данных о выбросах, инвесторы будут интерпретировать это как

негативный сигнал, что приведет к росту стоимости капитала. Кроме того, увеличение стоимости капитала могут спровоцировать дополнительные затраты инвесторов на поиск необходимой информации о компании.

В соответствии с теорией легитимности, фирмы раскрывают информацию в ответ на общественное давление с целью придания легитимности своей деятельности [5]. Раскрытие данных о климате дает обществу понять, что фирма заботится об окружающей среде, и тем самым получает одобрение своей деятельности в обществе. Обострение проблемы глобального потепления привело к росту интереса общества к воздействию деятельности фирмы на окружающую среду, поэтому освещение этого аспекта деятельности стало особенно важно для общества. Помимо инвесторов, информация о выбросах полезна для государства с точки зрения оценки общей ситуации и регулирования, а также потребителям, которые стремятся приобретать «зеленые» товары и снизить риски, связанные с экологически недобросовестными поставщиками.

Несмотря на важность информации о климате с теоретической точки зрения, необходимо отметить, что раскрытие этой информации в большинстве стран имеет добровольный характер, что подразумевает ограниченность ее использования инвесторами. Во-первых, информация может не в полной мере отражать действительные результаты компании. Во-вторых, инвесторы могут не использовать при оценке стоимости компании затраты, связанные с выбросами, в силу их незначительного влияния на общую стоимость. В-третьих, данные в силу отсутствия регулирования могут быть представлены на несопоставимой основе с точки зрения оценки динамики во времени и между компаниями. В этой связи становится важным понимать, реализуются ли преимущества раскрытия информации о климате на практике. Для этого следует обратиться к результатам эмпирических работ, представленных в научных журналах.

3. Обзор эмпирических исследований. Существует несколько принципов классификации эмпирических научных работ, посвященных оценке полезности информации о климате для инвесторов. Одним из принципов классификации

является метод исследования. В целом можно разделить научные работы на три группы по данному принципу: работы, где используется метод опроса, регрессионный анализ или событийный метод (event study).

Метод опроса применялся в работе Pham E. et al. [6] на выборке из крупных инвестиционных фондов. В результате, они пришли к выводу, что большинство институциональных инвесторов рассматривает раскрытие информации о климате как важную часть публичной отчетности компании. Треть респондентов считают, что климатическая отчетность более важна, чем финансовая. 51% респондентов рассматривает значимость климатической отчетности как сопоставимую по сравнению с традиционной финансовой отчетностью. Только 22% респондентов полагают, что климатическая отчетность менее важна, чем финансовая. При этом авторы исследования выявили, что с ростом доли институциональных инвесторов среди акционеров, в особенности из стран с высокими социальными нормами, фирмы раскрывают больше информации о климате, при этом качество раскрываемой информации выше. Стоит отметить, большинство респондентов считают текущий формат климатической отчетности неинформативным, что приводит к некорректному ценообразованию на рынке акций. Многие инвесторы считают, что климатическая отчетность должна быть обязательной и стандартизированной, как и финансовая отчетность. Улучшение качества климатической отчетности будет способствовать правильной оценке климатического риска и более эффективному ценообразованию на рынке капитала. Таким образом, инвесторы верят, что преимущества информационной прозрачности компании в части климата превышают издержки.

С точки зрения рекомендаций компаниям, Pham E. et al. определили, что инвесторов в наибольшей степени беспокоит физический и технический риски изменения климата, тогда как регуляторный риск вызывает меньше опасений. Таким образом, авторы рекомендуют компаниям с целью увеличения стоимости раскрывать информацию о физическом и техническом рисках, которые в большей степени специфичны для каждой компании, и поэтому требуют более точной информации от фирмы. В тоже время, регуляторный риск имеет

системный характер, вне зависимости от отдельной фирмы, и поэтому информация о таком риске может быть получена из внешних источников.

Альтернативные методы оценки полезности информации о климате предполагают использование математического аппарата, что выражается в изменении стоимости компании в результате раскрытия данной информации. Большинство работ, посвященных оценке влияния раскрытия информации о климате, используют регрессионный анализ, который основан преимущественно на годовых данных. Результаты данных исследований имеют довольно смешанный характер со значительно большей долей выявленной положительной взаимосвязи между раскрытием информации о климате и стоимости компании.

Dhaliwal et al. [7] доказали, что раскрытие информации об экологии в целом снижает стоимость собственного капитала, что способствует росту стоимости компании. Guidry & Patten [8] выявили положительную реакцию рынка на выпуск компанией качественного отчета об устойчивом развитии. В работе Plumlee et al. [14] демонстрируется, что раскрытие информации об экологии полезно для инвесторов и положительно влияет на стоимость фирмы. Griffin and Sun [15] показали, что инвесторы положительно оценивают добровольное раскрытие информации о выбросах углекислого газа. Matsumura et al. [1] считают, что рынок оценивает с дисконтом фирмы, которые не раскрывают информацию в CDP, поскольку инвесторы воспринимают это как скрытое забалансовое обязательство, что отражается в цене акций. При этом в другой работе Matsumura et al. [9] было доказано, что фирмы, публикующие информацию о климатическом риске, имеют более низкую стоимость собственного капитала. Krueger [12] изучил влияние введения обязательного раскрытия информации о выбросах парниковых газов в Великобритании и выявил положительный эффект на оценку стоимости компаний.

Saka & Oshika [10] изучили влияние взаимосвязи между выбросами парниковых газов и раскрытием информации о них на стоимость фирмы. Они выявили, что с ростом выбросов парниковых газов усиливается положительный эффект раскрытия информации на стоимость компании. Gabrielle & Toly [11]

подтвердили, что раскрытие данных о выбросах парниковых газов увеличивает стоимость компании, при этом эффект высокого уровня выбросов, негативно влияющий на стоимость компании, может смягчаться раскрытием информации о климате, как и предполагали Saka & Oshika.

Исследование Jaggi et al. [13] также эмпирически проверяет полезность раскрытия информации о климате для инвесторов на основе выборки из итальянских фирм. Авторы доказали, что существует положительная взаимосвязь между данным раскрытием и ценой акций, что подтверждает полезность информации о климате при принятии инвестиционного решения. Наиболее сильная взаимосвязь была выявлена у компаний, которые добровольно создали комитеты по окружающей среде при совете директоров, поскольку надежность информации от таких компаний считается более высокой. Комитеты по окружающей среде должны консультировать менеджмент относительно мер по снижению выбросов и раскрытия информации о выбросах, а также осуществлять мониторинг выполнения поставленных задач, качества и охвата раскрываемой информации. Создание такого комитета на добровольной основе также посылает положительный сигнал инвесторам относительно стремления фирмы взять ответственность за выбросы. Также Jaggi et al. пришли к выводу, что инвесторы больше доверяют информации о климате, опубликованной компаниями с более высокой долей независимых директоров, поскольку независимые директора осуществляют контроль над решениями менеджеров, более эффективно отстаивают интересы инвесторов и тем самым побуждают менеджмент вести более открытую деятельность. Jaggi et al. также утверждают, что инвесторы позитивно реагируют на раскрытие информации о климате компаниями, которые относятся к «грязным» отраслям. За счет публикации такой информации фирмы посылают рынку сигнал, что они серьезно относятся к проблеме изменения климата.

Однако, есть исследования с противоположными результатами. Kim & Lyon [16] и Middleton [17] не выявили систематического положительного или отрицательного эффекта раскрытия информации о климате на стоимость фирмы.

Chapple et al. [18] доказали негативную реакцию рынка на раскрытие информации о выбросах компаниями фирмами со значительными выбросами.

Третья группа эмпирических работ использовала дневную динамику котировок и применяла событийный метод для определения полезности информации для инвесторов. Alsaifi et al. [19] изучили краткосрочную реакцию рынка на раскрытие информации в рамках проекта CDP (Carbon Disclosure Project) и выявили отрицательную реакцию инвесторов. Авторы объясняют данный феномен последующими инвестициями, связанными с минимизацией влияния на климат. Эти инвестиции не должны, по мнению инвесторов, привести к росту стоимости компании, и рассматриваются скорее как невозвратные. Таким образом, эти затраты воспринимаются как несоответствующие интересам акционеров и считаются снижающими стоимость фирмы. При этом для компаний из грязных отраслей негативный эффект был выше, чем в среднем по выборке. Также более сильная негативная реакция наблюдалась для компаний с меньшей рыночной капитализацией. При этом в период кризиса 2007-2008 гг. реакция рынка на публикацию информации о климате была положительной. Данный факт объясняется тем, что раскрытие информации о климате в период кризиса воспринимается инвесторами как сигнал финансовой устойчивости компании. Авторы пришли к выводу, что менеджмент должен сопровождать раскрытие информации о климате четкими пояснениями относительно влияния на стоимость компании.

Lee et al. [20] также изучали краткосрочный эффект раскрытия информации о климате в рамках проекта CDP и выявили негативную реакцию рынка. Инвесторы воспринимают раскрытие этой информации как негативную новость, ведущую к дополнительным расходам фирмы, направленным на борьбу с глобальным потеплением. Согласно ожиданиям рынка, данные расходы не приведут к увеличению стоимости компании. Более частое или периодическое раскрытие информации о выбросах смягчает данный эффект. Негативная реакция объясняется восприятием проекта CDP как формы квазирегулирования, которая вынуждает фирмы сокращать выбросы парниковых газов с целью

поддержания репутации и предотвращения государственного вмешательства. Компании в рамках проекта CDP должны предоставить информацию о своих выбросах парниковых газов, целях по их снижению, планах или стратегии по достижению этих целей, возможных рисках и возможностях, связанных с глобальным потеплением. Любые планы и действия для достижения поставленных целей снижения выбросов напрямую влекут за собой дополнительные затраты. Например, инвестиции в зеленые технологии, сокращающие выбросы парниковых газов, сопровождаются дополнительными расходами, которые не потребовались бы фирме, если бы она предпочла бы оставить выбросы на прежнем уровне. Кроме того, инвестиции в борьбу с изменением климата отвлекают внимание менеджмента и вытесняют более продуктивные инвестиции, которые привели бы к росту финансовых показателей компании. Наконец, раскрытие информации о климате не всегда может быть выгодным для инвесторов. Данные, предоставленные для CDP, являются слишком сложными и несопоставимыми между компаниями, что важно для инвесторов при оценке рисков и возможностей процесса изменения климата.

4. Заключение. Раскрытие информации о климате важно для инвесторов с точки зрения оценки рисков компании. Это способствует снижению асимметрии информации между акционерами и менеджментом, формированию репутации фирмы как экологически ответственной компании. С точки зрения двух теорий – теории раскрытия информации и теории легитимности – информация о климате должна увеличивать инвестиционную привлекательность компании.

Анализ академической литературы подтверждает, что раскрытие информации о климате подтверждает важную роль данных о климате. В большинстве работ, использующих разные методы исследования, доказываемая полезность информации о климате для инвесторов при принятии ими инвестиционного решения. Это подтверждает доверие инвесторов к данной информации. Во многих исследовательских работах доказываемая, что высокий уровень раскрытия информации о климате положительно влияет на стоимость

фирмы. При этом есть незначительное количество исследований, которые заявляют о негативной реакции рынка на раскрытие информации о климате. Однако, это не должно стать препятствием к росту информационной прозрачности компании, поскольку климатическая отчетность имеет высокие шансы стать обязательной для публикации, согласно текущим запросам инвесторов и регуляторов. Уже сейчас фирмы должны наладить процесс публикации периодических данных о климате через разные каналы – СМИ, корпоративный вебсайт, финансовая отчетность, годовой отчет, отчет об устойчивом развитии, что должно положительно отразиться на их инвестиционной привлекательности.

Библиографический список / References

1. Matsumura E. M., Prakash R., Vera-Munoz S. C. Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures // *The accounting review*. – 2014. – Т. 89. – №. 2. – С. 695-724.
2. Diamond D. W., Verrecchia R. E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital // *The journal of Finance*. – 1991. – Т. 46. – №. 4. – С. 1325-1359.
3. Leuz C., Verrecchia R. E. The economic consequences of increased disclosure // *Journal of accounting research*. – 2000. – С. 91-124.
4. Healy P. M., Palepu K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature // *Journal of accounting and economics*. – 2001. – Т. 31. – №. 1-3. – С. 405-440.
5. Guthrie J., Parker L. D. Corporate social reporting: a rebuttal of legitimacy theory // *Accounting and business research*. – 1989. – Т. 19. – №. 76. – С. 343-352.
6. Ilhan E. et al. Climate risk disclosure and institutional investors // *Swiss Finance Institute Research Paper*. – 2020. – №. 19-66.
7. Dhaliwal D. S. et al. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting // *The accounting review*. – 2011. – Т. 86. – №. 1. – С. 59-100.

8. Guidry R.P., Patten D.M. Market reactions to the first-time issuance of corporate sustainability reports // Sustainability Accounting, Management and Policy Journal. – 2010.

9. Matsumura E.M., Prakash R., Vera-Muñoz S.C. Capital market expectations of risk materiality and the credibility of managers' risk disclosure decisions // Available at SSRN 2983977. – 2018.

10. Saka C., Oshika T. Disclosure effects, carbon emissions and corporate value // Sustainability Accounting, Management and Policy Journal. – 2014.

11. Gabrielle, G., & Toly, A.A. The Effect of greenhouse gas emissions disclosure and environmental performance on firm value: Indonesia evidence // Jurnal Ilmiah Akuntansi dan Bisnis. – 2019. – T. 14. – №. 1. – C. 106-119.

12. Krueger P. Climate change and firm valuation: Evidence from a quasi-natural experiment // Swiss Finance Institute Research Paper. – 2015. – C. 15-40.

13. Jaggi B. et al. Do investors find carbon information useful? Evidence from Italian firms // Review of Quantitative Finance and Accounting. – 2018. – T. 50. – №. 4. – C. 1031-1056.

14. Plumlee M. et al. Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence // Journal of accounting and public policy. – 2015. – T. 34. – №. 4. – C. 336-361.

15. Griffin P. A., Sun Y. Going green: Market reaction to CSRwire news releases // Journal of Accounting and Public Policy. – 2013. – T. 32. – №. 2. – C. 93-113.

16. Kim E. H., Lyon T. P. Strategic environmental disclosure: Evidence from the DOE's voluntary greenhouse gas registry // Journal of Environmental Economics and Management. – 2011. – T. 61. – №. 3. – C. 311-326.

17. Middleton A. Value relevance of firms' integral environmental performance: Evidence from Russia // Journal of Accounting and Public Policy. – 2015. – T. 34. – №. 2. – C. 204-211.

18. Chapple L., Clarkson P. M., Gold D. L. The cost of carbon: Capital market effects of the proposed emission trading scheme (ETS) // Abacus. – 2013. – T. 49. – №. 1. – C. 1-33.

19. Alsaifi K., Elnahass M., Salama A. Market responses to firms' voluntary carbon disclosure: Empirical evidence from the United Kingdom //Journal of cleaner Production. – 2020. – T. 262. – C. 121-177.

20. Lee S. Y., Park Y. S., Klassen R. D. Market responses to firms' voluntary climate change information disclosure and carbon communication //Corporate Social Responsibility and Environmental Management. – 2015. – T. 22. – №. 1. – C. 1-12.