

УДК 657

Повышает ли стоимость компании публикация нефинансовых отчетов по стандартам GRI? (на примере стран БРИКС)

КУЗУБОВ СЕРГЕЙ АНАТОЛЬЕВИЧ,

доктор экономических наук, доцент Департамента финансов факультета экономических наук, НИУ ВШЭ, Москва, Россия
skuzubov@hse.ru

ЕВДОКИМОВА МАРИЯ СЕРГЕЕВНА,

студентка магистратуры факультета экономических наук, НИУ ВШЭ, Москва, Россия
evdokimovamary@mail.ru

Аннотация

В статье приводится обзор литературы о влиянии публикации нефинансовых отчетов (НФО) на отношение рыночной стоимости капитала к балансовой и эмпирическое исследование на основе сравнения компаний, выпускавших отчеты в соответствии со стандартами Глобальной инициативы по отчетности (Global Reporting Initiative, GRI) в 2004–2014 гг., с компаниями, опубликовавшими только финансовую отчетность. Анализ проводился на основе выборки из компаний в Бразилии, России, Индии, Китае и Южно-Африканской Республике (БРИКС). Финансовые данные были получены из базы данных Compustat, список компаний, выпускающих нефинансовые отчеты, был получен на веб-сайте GRI. Используя последнюю версию модели Олсона, было выявлено, что выпуск отчета в соответствии с принципами GRI оказывает положительное влияние на отношение рыночной стоимости капитала к балансовой в течение года и через год после выпуска отчета. Кроме того, были определены сектора, для которых публикация НФО является значимой.

Ключевые слова: GRI; нефинансовая информация; отношение рыночной стоимости капитала к балансовой; экономика стран БРИКС; эмпирическое тестирование модели Олсона.

Does the Company Value Increase through the Publication of Non-Financial Reports under GRI Guidelines? (On the Example of BRICS Countries)

KUZUBOV SERGEY A.,

Doctor of Economics, Associate Professor of the Department of Finance of the Faculty of Economic Sciences, National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russia
skuzubov@hse.ru

EVDOKIMOVA MARIA S.,

Master student of the Faculty of Economic Sciences, National Research University Higher School of Economics, Moscow, Russia
evdokimovamary@mail.ru

Abstract

This paper provides a review of the literature about the impact of non-financial reporting (NFR) on the market to book ratio and empirical research based on the comparison of the companies that issued the reports according to the General Reporting Initiative (GRI) standards in 2004–2014 with the companies which published only financial statements. The sample is drawn from the companies based in Brazil, Russia, India, China and South Africa (BRICS). Financial data were taken from the Compustat database, the list of companies producing non-financial statements has been obtained from the GRI website. Using the latest version of the Olson's model it has been revealed that the issue of a report in accordance with the GRI guidelines has a positive significant effect during that year and the year after the release. Also, there have been identified some sectors for which the publication of such statements is significant.

Keywords: GRI; non-financial information; market to book ratio; BRICS; Olson's model empirical testing.

Введение

За последние 35 лет нематериальные активы стали вносить больший по сравнению с материальными активами вклад в рыночную стоимость компании. Нематериальные активы, такие как интеллектуальный капитал, научные исследования и разработки, бренд, природный и человеческий капиталы, стали столь же важны, как и материальные активы во многих отраслях промышленности. Традиционные модели корпоративной отчетности не смогли адаптироваться для учета возросшей роли нематериальных активов. В результате появились новые системы учета, такие как GRI.

Основные недостатки финансовой отчетности следующие:

- ключевые финансовые результаты скрыты за обилием цифр;
- ежегодный отчет не отвечает требованиям инвесторов ни по содержанию, ни по отображаемому временному интервалу [1].

В таблице приведены данные, позволяющие сравнить финансовый и нефинансовый отчеты.

Почему БРИКС?

БРИКС — это платформа для сотрудничества между членами государств (Бразилия, Россия, Индия, Китай и Южно-Африканская Республика). Статистика Всемирной торговой организации показывает, что на них «приходится 30% мирового объема земли, 43% мирового населения

Различия между финансовым и нефинансовым отчетами

Критерий	Финансовый отчет	Нефинансовый отчет
Подход	Функциональный	Содержательный
Содержание	Финансовый капитал	Финансовый, человеческий, интеллектуальный, природный и социальный капитал
Фокус	На показателях финансовой деятельности в прошлом	На финансовых показателях будущих периодов с учетом стратегии компании
Временной период	Краткосрочный	Кратко-, средне- и долгосрочный
Степень раскрытия	Небольшая из-за ограниченного числа показателей, обязательных к раскрытию	Высокая благодаря раскрытию большого числа индикаторов деятельности фирмы, включает положительные и отрицательные аспекты
Цель	Соблюдение законодательства	Раскрытие вопросов, которые оказывают значительное влияние на общество и окружающую среду
Краткость	Отчет длинный и сложный	Отчет краткий
Выпускается для	Для государства и профессиональных финансистов	Для всех, ориентированно на инвесторов

Источник: сайт GRI и исследование Ф. Дони и А. Гасперини (F. Doni & A. Gasperini) [2].

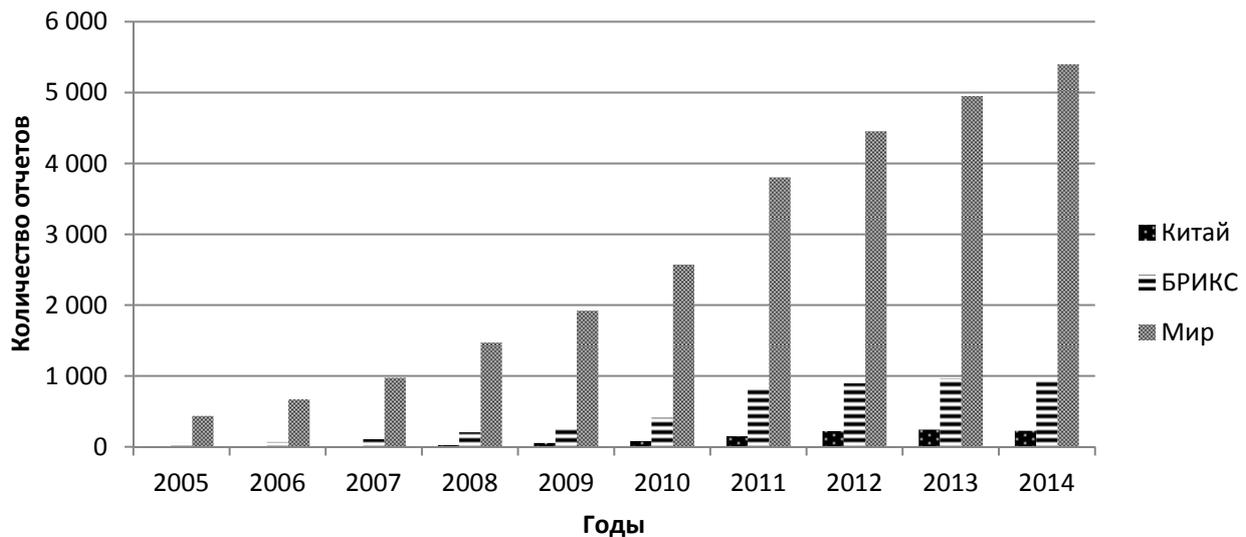


Рис. 1. Рост числа отчетов, выпущенных согласно стандартам GRI

Источник: расчеты авторов.

и 21% мирового валового внутреннего продукта (ВВП)¹. Более того, в странах БРИКС, особенно в Китае, который занимает более половины выборки, в последнее время больше внимания стали уделять экологической обстановке, что ведет к изменениям во многих сферах, включая отчетность об экологической ситуации. Так как положения GRI отражают/включают аспекты, связанные с экологической средой, мы считаем исследование этих вопросов важным и малоизученным.

Рисунок 1 отражает динамику количества отчетов, составленных согласно положениям GRI, во всем мире, странах БРИКС и отдельно в Китае.

Почему GRI?

Существуют три организации, разрабатывающие стандарты раскрытия нефинансовой информации: the Global Reporting Initiative (GRI), International Integrated Reporting Council (IIRC) и Sustainability Accounting Standards Board (SASB). Главные отличия между этими организациями заключаются в заявленных целях. IIRC и SASB ориентируются на донесение информации об организации, ее стратегии и прибыльности инвесторам. Положения IIRC помогают встроить нефинансовую

информацию в финансовый отчет и подготовить интегрированный отчет (integrated report)². Данный отчет «собирает вместе информацию о стратегии, управлении, эффективности и перспективах организации с целью отразить коммерческие, социальные и экологические условия, в которых она действует»³. Отчет по стандартам GRI учитывает интересы всех заинтересованных лиц, предоставляя более обширные рекомендации для раскрытия нефинансовой информации. Более того, в последней версии стандартов GRI, так называемом постановлении G4, предполагается новая стадия в подготовке отчетности. Компании должны контактировать с заинтересованными лицами с целью определить, какая именно информация и в каком формате актуальна для оценивания компании и принятия решений. В том числе и такой подход делает GRI одним из наиболее популярных стандартов, что подтверждается в работах А. Раш (A. Rasche, 2009) [3], Д. Леви и др. (D. Levy et al., 2010) [4], Л. Рока и С. Сирси (L. Roca and C. Searcy, 2012) [5]. GRI использовался как прокси для нефинансовой информации в исследованиях Х. Шаде-

¹ URL: <http://tass.ru/ekonomika/2103053> (дата обращения: 13.12.2016).

² URL: http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2014/04/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK.docx_en-US_ru-RU.pdf (дата обращения: 13.12.2016).

³ URL: <http://integratedreporting.org/news/iirc-meeting-in-beijing-january-2011-report/> (дата обращения: 13.12.2016).

виц и М. Нискала (H. Schadewitz & M. Niskala, 2010) [6], Ф. Дони и А. Гасперини (F. Doni and A. Gasperini, 2014) [2].

I. Обзор литературы

Существуют две основные ветви в исследовании нефинансовой отчетности. Первый подход — теоретический, он включает в себя обсуждение преимуществ и недостатков ключевых показателей эффективности, отражающих степень раскрытия нефинансовой информации по стандартам IIRC или GRI, например, И. Абейсекера (I. Abeysekera, 2013) [7] и М. Ченг и др. (M. Cheng et al., 2014) [8].

Вторая ветвь включает эмпирические исследования, тестирующие гипотезы о силе и направлении влияния, оказываемого новыми видами отчета на финансовые показатели деятельности фирмы. Современные исследования в области нефинансовой информации опираются на работы об экологическом состоянии окружающей среды и отчетов о корпоративной социальной ответственности — CSR [9–12]. Модель, учитывающая нефинансовые факторы, была создана в 1995 г. [13]. Позже Л. Хассел и др. (L. Hassel et al., 2005) [9] впервые скомбинировали финансовую и нефинансовую информацию. В результате проведенного исследования было установлено, что экологические показатели негативно сказываются на рыночной стоимости фирм. Такие ученые, как А. Мюррей и др. (A. Murray et al., 2006) [14] и Д. Кормие и М. Магнан (D. Cormier & M. Magnan, 2007) [15], доказали незначительность раскрытия экологической информации для инвесторов в Великобритании (на выборке из 100 компаний) и Франции (по 237 фирма-годам⁴), в Германии (308 фирма-годов) и Канаде (580 фирма-лет), используя базовую модель Дж. Олсона (J. Ohlson) [13]. Исследование Д. Кормие и М. Магнана (D. Cormier & M. Magnan, 2007) [15] проведено на схожей выборке, но А. Мюррей и др. (A. Murray et al., 2006) [14] и Л. Хассел и др. (L. Hassel et al., 2005) [9] изучали период до 1998 г., когда раскрытие нефинансовой информации не было столь популярным, как после 2005 г.

⁴ Число наблюдений, равное числу фирм, умноженному на количество лет в выборке, за минусом пропусков (для панельных данных). — *Прим. авторов.*

Тем не менее Н. Семенова и Л. Хассел (N. Semenova & L. Hassel, 2010) [16] показали, что экологический индекс положительно связан с рыночной стоимостью собственного капитала. Интересные результаты были достигнуты в работе Дж. Монева и В. Куэяр (J. Moneva & B. Cuellar, 2009) [17], проведенной с использованием компаний, котирующихся на Мадридской фондовой бирже в 1996–2004 гг., и модели Дж. Олсона (J. Ohlson) [13]. Авторы продемонстрировали значимость раскрытия экологической информации, влияющей на издержки, и незначимость нефинансовых данных для инвесторов. Расширением области исследований стала оценка влияния не только экологических, но и социальных факторов на рыночную стоимость компании. Х. Шадевиц и М. Нискала (H. Schadewitz & M. Niskala, 2010) [6], используя модификацию модели Дж. Олсона (J. Ohlson) [13] и наличие отчета по стандартам GRI как прокси для нефинансовой информации, доказали, что стоимость фирм, имеющих отчетность GRI, выше.

Несмотря на доказательства значимости раскрытия экологической и социальной информации для рыночной стоимости компаний, ни в Китае, ни в Австралии этот результат не был подтвержден [18, 19]. Такое противоречие объяснялось в исследовании интеллектуального капитала А. Вафаэи и др. (A. Vafaei et al., 2011) [20] на основе компаний из Австралии, Гонконга и Сингапура и С. Карневалеи и др. (S. Carnevale et al., 2012) [21] в Великобритании, изучавших социальную отчетность в европейских банках с учетом межстрановых различий.

Одна из наиболее ранних моделей, но близкая к современной спецификации, была протестирована Г. Ятридис (G. Iatridis, 2013) [11] в исследовании качества раскрытия информации об окружающей среде на развивающемся рынке, в Малайзии. Согласно выводам высококачественное раскрытие информации об окружающей среде улучшает восприятие компании инвесторами, что увеличивает стоимость фирмы. Следует отметить, что не только нефинансовые показатели влияют на финансовые, но существует и обратная зависимость. Это явление подробно анализирует Л. Сьерра-Гарсия и др. (L. Sierra-García et al., 2015) [22] в исследовании о степени вовлеченности заинтересованных сторон, корпоративной социальной ответственности и интегрированной

отчетности. После работы с логистической моделью Л. Сьерра-Гарсия и др. (L. Sierra-García et al., 2015) [22] пришли к выводу, что публикация интегрированной отчетности положительно влияет на рыночную стоимость крупных фирм и фирм, относящихся к специфическим отраслям. Т. Ошика и С. Сака (T. Oshika & C. Saka, 2015) [23] демонстрируют, что соблюдение принципов GRI повышает финансовую стабильность и устойчивость компании. В 2014 г. А. Гасперини и Ф. Дони (A. Gasperini & F. Doni, 2014) [2] представили исследование об интегрированной отчетности и актуальности нефинансовой информации. Они оценили влияние нефинансовой информации на отношение рыночной стоимости компании к балансовой с помощью модели Дж. Олсона (J. Ohlson) [13], модифицированной Х. Лю и др. (H. Liu et al., 2014) [12]. В заключение они пришли к тому, что раскрытие нефинансовой информации по стандартам GRI и в форме интегрированной отчетности не влияет на рыночную стоимость капитала. И последнее, но не менее интересное исследование проведено М. Баф и др. (M. Barth et al., 2015) [24] из Стэнфордского университета о том, что качество интегрированного отчета (IRO) коррелирует с более высокой стоимостью фирмы, измеренной как Q Тобина. Результаты показывают, что будущие денежные потоки были основным фактором роста стоимости.

II. Методология

Цель — измерить степень и направление влияния, оказываемого выпуском НФО, составленного по стандартам GRI, на показатели финансовой деятельности компании.

Вначале компании «с GRI» (имеющие отчет, составленный согласно стандартам) будут сравниваться с остальными фирмами. Далее мы изучим влияние сектора на изменение в стоимости компании [25].

Гипотезы

H1: у компаний, раскрывающих нефинансовую информацию согласно стандартам GRI, отношение рыночной стоимости капитала к балансовой выше по сравнению с остальными компаниями [6].

H2: выпуск отчета GRI положительно влияет на рыночную стоимость компании в год выпуска [10].

H3: выпуск отчета GRI влияет на отношение рыночной стоимости капитала к балансовой с задержкой.

H4: некоторые сектора особо чувствительны к выпуску отчета GRI [22].

Модели

Согласно исследованиям А. Гасперини и Ф. Дони (A. Gasperini & F. Doni, 2014) [2] и Х. Лю и др. (H. Liu et al., 2014) [12] следующая модель была признана наилучшей:

$$\begin{aligned} \text{Ln}MTBV = & \beta_0 + \beta_1 NFI + \beta_2 BVOE + \\ & + \beta_3 ROE + \beta_4 \text{Ln}TABV + \beta_5 dS + \varepsilon, \end{aligned} \quad (1)$$

где $\text{Ln}MTBV$ — натуральный логарифм отношения рыночной стоимости капитала к балансовой на конец финансового года;

NFI — индекс раскрытия нефинансовой информации, измеренный как наличие отчета GRI;

$BVOE$ — рыночная стоимость капитала в конце финансового года;

ROE — отношение чистой прибыли к балансовой стоимости собственного капитала на конец года;

$\text{Ln}TABV$ — натуральный логарифм отношения суммарных активов к балансовой стоимости собственного капитала на конец года;

dS — объем продаж в текущем году к предыдущему году.

β_i — здесь и далее мера оценки влияния факторов на зависимую переменную $\text{Ln}MTBV$, индекс присваивается в порядке включения фактора в модель;

ε — случайная ошибка, ее математическое ожидание равно 0.

Для тестирования первой гипотезы (H1) использовалась модель 1, включающая **новую прокси для нефинансовой информации, дамми-переменные для страны и экономического сектора**, анализ проводился по **панельным данным**:

$$\begin{aligned} \text{Ln}MTBV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GRI_i + \\ & + \beta_2 BVOE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 \text{Ln}TABV_{i,t} + \\ & + \beta_5 dS_{i,t} + \beta_6 Nec_i + \beta_7 Ncountry_i + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (2)$$

где GRI_i — дамми-переменная, равная 1 для компаний, выпустивших отчет по стандартам GRI хотя бы в один год с 2005 по 2014 г., и равная 0 в случае отсутствия отчета GRI;

Nec_i — номер экономического сектора (из 10) в соответствии с делением на сайте GRI;

$Ncountr_i$ — номер страны: 1 — Бразилия, 2 — Китай, 3 — Индия, 4 — Россия, 5 — Южно-Африканская Республика; отражает динамику внутреннего рынка и культурные особенности страны.

Модель 2 используется для тестирования гипотезы H2 и более детального анализа гипотезы H1. Она включает в себя дамми-переменные для НФО и для 2007, 2009 и 2010 гг.:

$$\begin{aligned} \ln MTBV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GRI_{-1,i,t} + \beta_2 BVOE_{i,t} + \\ & + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 \ln TABV_{i,t} + \beta_5 dS_{i,t} + \\ & + \beta_6 Nec_i + \beta_7 Ncountr_i + \beta_8 d_t + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (3)$$

где $GRI_{i,t}$ — годы выпуска отчета GRI; $GRI_{-1,i,t}$ — год первого выпуска отчета по стандартам GRI;

d_t — вектор дамми-переменных для 2007, 2009 и 2010 гг., в течение которых среднее значение объясняемой переменной было значительно выше.

Модель 3 используется для тестирования гипотезы H3, включает временные лаги GRI:

$$\begin{aligned} \ln MTBV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 GRI_{i,t-1} + \beta_2 GRI_{i,t-2} + \\ & + \beta_3 GRI_{i,t-3} + \beta_4 BVOE_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \\ & + \beta_6 \ln TABV_{i,t} + \beta_7 dS_{i,t} + \beta_8 Nec_i + \\ & + \beta_9 Ncountr_i + \beta_{10} d_t + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (4)$$

Гипотеза H4 проверена с помощью теста Уилкоксона (Wilcoxon test) для различий в средних значениях двух групп.

Выборка

Для сбора данных использовались два источника: веб-сайт GRI и база данных Compustat. Были получены список компаний, которые выпускали отчеты по стандартам GRI в 2005–2014 гг. в странах БРИКС, и финансовая информация по ним.

Были сформированы две выборки. Все фирмы были разделены на 105 групп по видам деятельности, а также для каждой отрасли были выбраны компании-аналоги.

Первая выборка концентрируется на 2005–2013 гг., содержит 190 фирм с отчетами GRI и 827 компаний, не публикующих НФО (рис. 2). Реальная доля отчетов GRI составляет 19% вместо 25%. Россия занимает последнее место между странами БРИКС по количеству отчетов GRI. Фирмы из Китая составляют более половины выборки.

Вторая выборка охватывает 2009–2014 гг. и состоит из 197 фирм с отчетами GRI, которые занимают 13% от общего числа, и 1342 компании, не публикующие НФО, составляют остальные 87%.

III. Результаты и интерпретация

Модель 1. Гипотеза H1

Для тестирования гипотезы H1 использовалась модель 1. Она отражает различия между компаниями, выпускающими отчет согласно принципам GRI, и теми, кто этого не делает, через фиктивную переменную. Однако были выявлены гетероскедастичность и автокорреляция, вызванные лаговыми переменными, что наводит на мысль о перспецификации модели. Л. Сьерра-Гарсия и др. (L. Sierra-García et al., 2015) [22] протестировали зависимость выпуска интегрированного отчета от характеристик фирмы, была обнаружена зависимость от года, размера, региона и отрасли, что приводит нас к формулированию третьей (H3) и четвертой (H4) гипотез.

Заключение: используя модель 1, нельзя сделать однозначный вывод о гипотезе H1 из-за смещенности, вызванной гетероскедастичностью и автокорреляцией.

Модель 2. Гипотеза H2

В модели для тестирования гипотезы H2 учтены следующие изменения:

- включение переменной GRI_y , отражающей год выпуска отчета GRI, вместо дамми-переменной GRI;
- оценка параметра GRI_1 производилась с использованием выборки, содержащей только компании с GRI;
- возвращение к модели с фиксированными эффектами для коррекции гетероскедастичности и автокорреляции;
- введение дамми-переменных для 2007, 2009 и 2010 гг.

После более детального изучения структуры данных мы получили данные, приведенные на

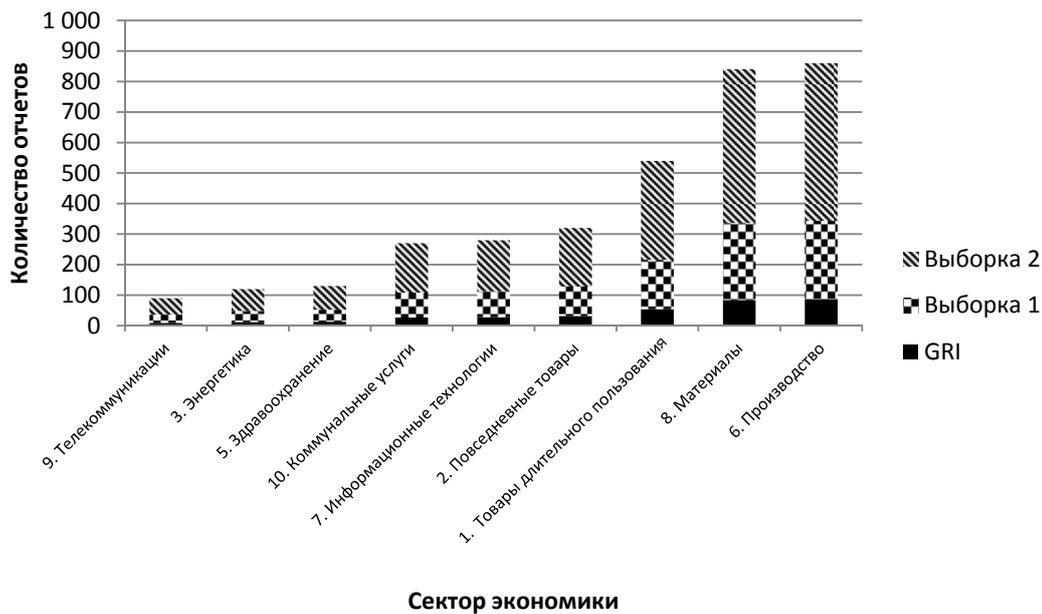


Рис. 2. Доля компаний с отчетами GRI в выборках 1 и 2

Источник: расчеты авторов.

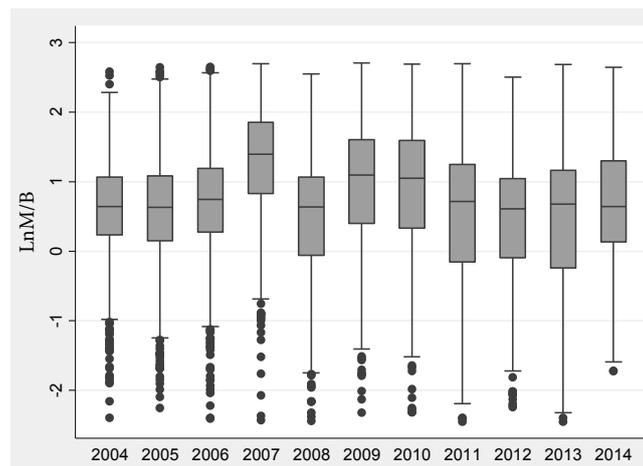


Рис. 3. Натуральный логарифм отношения рыночной стоимости капитала к балансовой ($\ln M/B$) в 2004–2014 гг.

Источник: расчеты авторов.

рис. 3, который показывает, что медианы в 2007, 2009 и 2010 гг. выше, чем в другие, что является основой для включения фиктивных переменных. В работе У. Шкали и Д. Нгуен (W. Chkili & D. Nguyen, 2014) [26] мы находим подтверждение и объяснение наблюдениям: бум экономической активности в 2007 г. перед кризисом 2008 г. — перегрев экономики и выход из него в 2009 и 2010 гг. характеризуются бурным ростом развивающихся рынков.

В первый год выпуска переменная $\ln M/B$ (натуральный логарифм отношения рыночной

стоимости капитала к балансовой) увеличилась на 1,42%.

Следовательно, гипотеза H2 подтвердилась, а значит, гипотеза H1 подтверждается также.

Модель 3. Гипотеза H3

В модели для тестирования гипотезы H3 учтены следующие изменения:

- модель включает первый, второй и третий лаги переменной GRI_{it} ;
- переменная GRI_{it} удалена из-за мультиколлинеарности.

Согласно полученным результатам только первый лаг в переменной GRI значим, это значит, что выпуск отчета по стандартам GRI может увеличить отношение рыночной стоимости капитала к балансовой (М/В) почти год спустя на 0,000155. Это может быть объяснено тем фактом, что отчет GRI добровольный, так что он может быть опубликован в течение всего года. У нас недостаточно информации, чтобы объяснить этот эффект в деталях или оценить его точнее. Также тест Уликоксона (Wilcoxon rank-sum test), равный 0,0035, подтверждает значимость первого лага.

Следовательно, гипотеза H3 подтверждается.

Гипотеза H4

Гипотеза H4 утверждает наличие связи между экономическим сектором и количеством выпускаемых отчетов. Для выводов рассмотрим полученную регрессию в деталях. Необходимо проверить значимость каждого экономического сектора, чтобы выявить те, которые заметно реагируют на выпуск отчета GRI.

Согласно результатам нет компаний, выпустивших отчет GRI, в таких секторах экономики, как «Энергетика» (сектор 3) и «Услуги связи» (сектор 9). Компании, выпускающие отчет GRI, из секторов «Здравоохранение» (5), «Промышленность» (сектор 6) или «Материалы (сектор 8) получают на более сильный прирост в рыночной стоимости.

Следовательно, четвертая гипотеза (H4) подтвердилась.

Выборка 2 анализировалась с использованием тех же методов, что и для выборки 1. Только сектора экономики «Промышленность» (сектор 6), «Информационные технологии» (сектор 7) и «Материалы» (сектор 8) оказались значимы. Следовательно, результаты для таких секторов экономики, как «Производство» (сектор 6) и «Материалы» (сектор 8), можно считать стабильными.

Одной из наших задач было оценить влияние публикации отчета GRI. Для этого мы тестировали модель 2 с переменной GRI_1, равной первому году выпуска отчетности на выборке, содержащей только компании с отчетами GRI из таких секторов, как «Промышленность» и «Материалы». Согласно полученным результатам первый выпуск отчета GRI обеспечивает рост на 2,6 и 1,3% соответственно для секторов «Промышленность» и «Материалы» в 2010–2014 гг.

Заключение

Новизна проведенного исследования состоит в отражении:

- оценки значения лага GRI;
- индекса раскрытия GRI по годам;
- новой выборки по компаниям из стран БРИКС.

В результате анализа данных первая (H1) и вторая (H2) гипотезы, утверждавшие положительное влияние выпуска отчета GRI на отношение рыночной стоимости капитала к балансовой, подтвердились. Аналогичные результаты были получены в работах Х. Шадевиц и М. Нискалы (H. Schadewitz & M. Niskala, 2010) [6], М. де Клерк и С. де Вилерс (M. de Klerk & C. de Villiers, 2012) [10]. Кроме того, была доказана значимость влияния публикации отчета GRI на отношение рыночной стоимости капитала к балансовой через год (гипотеза H3) после первого выпуска.

Такие сектора экономики, как «Материалы» и «Промышленность», были определены в качестве наиболее предпочтительных для выпуска отчета GRI (гипотеза H4) в связи с наибольшим ростом отношения рыночной стоимости капитала к балансовой (М/В). В секторах экономики «Промышленность» и «Материалы» выигрыш от выпуска отчета GRI составляет 2,6 и 1,3% соответственно в первый год выпуска.

Литература/References

1. Gilbert D.U., Rasche A. (2007). Discourse ethics and social accountability: The ethics of SA 8000. *Business Ethics Quarterly*, no. 17 (02), pp. 187–216.
2. Doni F., Gasperini A. (2014). The internal integrated reporting and the value creation: a case study approach. *Knowledge and Management Models for Sustainable Growth, e-book, of Proceedings of IFKAD, (International Forum on Knowledge Asset Dynamics)*, pp. 2666–2704.
3. Rasche A. (2009). Toward a model to compare and analyze accountability standards — The case of the UN Global Compact. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, no. 16 (4), pp. 192–205.

4. Levy D.L., Brown H.S., De Jong M. (2010). The Contested politics of corporate governance the case of the global reporting initiative. *Business & Society*, no. 49 (1), pp. 88–115.
5. Roca L.C., Searcy C. (2012). An analysis of indicators disclosed in corporate sustainability reports. *Journal of Cleaner Production*, no. 20 (1), pp. 103–118.
6. Schadewitz H., Niskala M. (2010). Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, no. 17 (2), pp. 96–106.
7. Abeyssekera I. (2013). A template for integrated reporting. *Journal of Intellectual Capital*, no. 14 (2), pp. 227–245.
8. Cheng M., Green W., Conradie P., Konishi N., Romi A. (2014). The international integrated reporting framework: key issues and future research opportunities. *Journal of International Financial Management & Accounting*, no. 25 (1), pp. 90–119.
9. Hassel L., Nilsson H., Nyquist S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review*, no. 14 (1), pp. 41–61.
10. de Klerk M., de Villiers C. (2012). The value relevance of corporate responsibility reporting: South African evidence. *Meditari Accountancy Research*, no. 20 (1), pp. 21–38.
11. Iatridis G.E. (2013). Environmental disclosure quality: Evidence on environmental performance, corporate governance and value relevance. *Emerging Markets Review*, no. 14, pp. 55–75.
12. Liu H., Salama A., Dixon R. (2014). The Value Relevance of Environmental Disclosure in China, paper presented at 37th Annual Congress, European Accounting Association, Tallinn, Estonia, 21–23 May, 2014.
13. Ohlson J.A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, no. 11 (2), pp. 661–687.
14. Murray A., Sinclair D., Power D., Gray R. (2006). Do financial markets care about social and environmental disclosure? Further evidence and exploration from the UK. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, no. 19 (2), pp. 228–255.
15. Cormier D., Magnan M. (2007). The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective. *Ecological economics*, no. 62 (3), pp. 613–626.
16. Semenova N., Hassel L.G., Nilsson H. (2010). The Value Relevance of Environmental and Social Performance: Evidence from Swedish SIX 300 Companies. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, (3).
17. Moneva J.M., Cuellar B. (2009). The value relevance of financial and non-financial environmental reporting. *Environmental and Resource Economics*, no. 44 (3), pp. 441–456.
18. Moroney R., Windsor C., Aw Y.T. (2012). Evidence of assurance enhancing the quality of voluntary environmental disclosures: an empirical analysis. *Accounting & Finance*, no. 52 (3), pp. 903–939.
19. Wu H., Shen X. (2010). Environmental disclosure, environmental performance and firm value. In *2010 International Conference on E-Product E-Service and E-Entertainment (ICEEE2010)* (pp. 1–6). IEEE.
20. Vafaei A., Taylor D., Ahmed K. (2011). The value relevance of intellectual capital disclosures. *Journal of Intellectual Capital*, no. 12 (3), pp. 407–429.
21. Carnevale C., Mazzuca M., Venturini S. (2012). Corporate social reporting in European banks: The effects on a firm's market value. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, no. 19 (3), pp. 159–177.
22. Sierra-García L., Zorio-Grima A., García-Benau M.A. (2015). Stakeholder engagement, corporate social responsibility and integrated reporting: An exploratory study. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, no. 22 (5), pp. 286–304.
23. Oshika T., & Saka, C. (2015). *Created Value as Sustainability KPIs for Integrated Reporting*. Available at: SSRN 2547339.
24. Barth M.E., Cahan S.F., Chen L., Venter E.R. (2015). *The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Early Evidence from a Mandatory Setting*. Available at: SSRN 2699409.
25. Alonso-Almeida M., Llach J., Marimon F. (2014). A closer look at the «Global Reporting Initiative» sustainability reporting as a tool to implement environmental and social policies: A worldwide sector analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, no. 21 (6), pp. 318–335.
26. Chkili W., Nguyen D.K. (2014). Exchange rate movements and stock market returns in a regime-switching environment: Evidence for BRICS countries. *Research in International Business and Finance*, no. 31, pp. 46–56.