



▶ **АНКУДИНОВ Андрей Борисович**

Кандидат физико-математических наук,
доцент кафедры управления
корпоративными финансами

Казанский федеральный университет
420012, РФ, г. Казань,
ул. Бутлерова, 4
Тел.: (843) 238-20-42
E-mail: ankudia@mail.ru,
abankudinov@kpfu.ru



▶ **БАДЫКОВА Иделя Рашитовна**

Кандидат экономических наук,
доцент кафедры экономики

Казанский национальный
исследовательский технологический
университет
420015, РФ, г. Казань,
ул. Карла Маркса, 68
E-mail: idelya.nizamova@gmail.com



▶ **МАРХАНОВА Елена Сергеевна**

Младший инженер-исследователь

Университет Иннополис
420500, РФ, Республика Татарстан,
г. Иннополис, ул. Университетская, 1
Тел.: (843) 203-92-53
E-mail: markhanova.lena@mail.ru

Эмпирический анализ взаимосвязи расходов на повышение квалификации работников и финансовой эффективности российских компаний

Аннотация

Основной целью исследования выступил эмпирический анализ взаимосвязи финансовой эффективности отечественных компаний и уровня социальной ответственности, в качестве прокси-переменной которой были использованы расходы на повышение квалификации работников. Представлены детальный обзор и систематизация эмпирических исследований взаимосвязи политики корпоративной социальной ответственности с финансовой эффективностью компаний. Методологическая база исследования включает теории стейкхолдеров, оппортунизма менеджмента, сигнальную и ряд других. Методической основой исследования послужил анализ сбалансированных панельных данных, основанный на применении модели со случайными эффектами и модели с индивидуальными фиксированными эффектами. Выборка была сформирована по данным 20 российских публичных компаний нефинансового сектора за период 2012–2016 гг. Обе модели не показали статистически значимой зависимости между выбранной прокси-переменной корпоративной социальной ответственности и показателями финансовой эффективности.

ВВЕДЕНИЕ

Финансовые кризисы последних лет, чередующиеся с экономической стагнацией, санкции в отношении России со стороны ряда ведущих стран и ценовая нестабильность на сырьевом рынке, в контексте заявленной модернизационной повестки делают поиск дополнительных источников повышения эффективности и конкурентоспособности отечественных предприятий особенно актуальным. В качестве одного из «мягких» инструментов достижения прогресса в этом направлении традиционно рассматривается корпоративная социальная ответственность (далее – КСО)¹.

Позитивный эффект в этом плане достигается, как утверждает мейнстрим мировой и отечественной литературы, по меньшей мере по двум направлениям: через обеспечение лояльности работников и других наиболее значимых категорий нефинансовых и финансовых стейкхолдеров, с одной стороны, и снижение уровня восприятия рисков инвесторами и потребителями – с другой. Последний эффект объясняется возникновением «ореола» («halo») этического, социально ответственного бизнеса.

При этом результативное внедрение социально ответственного поведения в управленческую практику российских компаний невозможно без теоретического осмысления КСО, без эмпирического изучения мотивации субъектов управления. Последнее выполняется на основе эконометрического анализа взаимосвязи политики социальной ответственности и тех выгод, которые компании могут получить в результате реализации данной политики. Эмпирическому анализу инструментальной эффективности одного из направлений политики КСО и посвящено данное исследование.

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ АНАЛИЗА И ОБЗОР АКТУАЛЬНОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Прежде чем перейти к обзору актуальных эмпирических работ, кратко остановимся на публикациях, заложивших основы самой концепции КСО и дискуссии относительно ее роли в управлении. Здесь необходимо отметить, что концепция социальной ответственности компаний уже достаточно дав-

¹ Данное исследование не акцентирует семантическую чистоту понятийного аппарата, поэтому термины «корпоративная социальная ответственность», «социально ответственное поведение бизнеса» и им подобные будут использоваться как взаимозаменяемые.

Empirical Analysis of the Relation Between Expenditures on Employees' Advanced Training and Financial Performance of Russian Companies

Abstract

The study mainly aims to undertake empirical investigation of relation between social responsibility level as proxied by expenditures on employees' advanced training and financial performance of the companies. The article provides a detailed review and systematization of empirical studies of the relationship between the policy of corporate social responsibility and the financial efficiency of companies. The methodological basis includes the theories of stakeholders and managerial opportunism, signaling theory, etc. Empirical analysis of balanced panel data using random effects and fixed effects models served as a methodological basis for the investigation. The sample comprises data covering the 2012–2015 period for 20 Russian publicly traded companies representing non-financial sectors of economy. Both models have failed to prove statistically significant relation between the chosen proxy variable of corporate social responsibility and financial performance indicators.

но привлекает внимание исследователей в рамках различных дисциплин. Междисциплинарный характер данной концепции подтверждается наличием исследований, посвященных социальной, культурной, психологической, этической, правовой ее сторонам. В качестве как уже исторических, так и современных примеров можно привести работы П. Френча [26], Дж. Ладда [36], К. Гудпастера [30; 31], М.Л. Лучко [5], Д.А. Валдмана и др. [55], Б.С. Батаевой и др. [2]. Подчеркнем, что данный перечень не претендует на полноту, это лишь примеры исследований, характеризующих различные аспекты концепции КСО.

В контексте данного исследования основной интерес представляет эмпирический анализ мотивов социально ответственного поведения бизнеса. При этом мы исходим из того, что в рамках ценностно-ориентированного менеджмента повышение финансовой эффективности бизнеса, осознанное для собственников и менеджмента или нет, остается главной целью управления компанией.

Исторически сложилось два основных подхода к социально ответственному поведению бизнеса: нормативный и инструментальный. Если первый основан на принципах этики и морального должностования, то второй ориентирован на достижение корпоративных целей (в нашем случае – на максимизацию акционерной стоимости) на основе удовлетворения заинтересованных сторон. В последнем случае КСО выступает практическим проявлением стейкхолдерского подхода к корпоративному управлению.

Нормативный подход связывают с работами Х. Боуэна [14], Дж. МакГуайера [39], У. Фредерика [22–24], С. Сети [47], Д. Вотава [53]. Инструментальный подход сформулирован в работах Р. Акермана [8], Дж. Поста и Л. Престона [43] и др.

При этом сложно заподозрить исследователей в осознанном и предопределенном выборе того или иного подхода; здесь скорее отражается общая философия бизнеса и направленность конкретной исследовательской работы.

Нельзя также не отметить «конвергентный» подход: как справедливо отмечают некоторые авторы, неэкономические, нормативные по своей природе интересы нефинансовых стейкхолдеров могут иметь значимые инстру-

► **Andrey B. ANKUDINOV**
Cand. Sc. (Physics and Mathematics), Associate Professor of Corporate Financial Management Dept.

Kazan Federal University
420012, RF, Kazan,
Butlerova St., 4
Phone: (843) 238-20-42
E-mail: ankudia@mail.ru,
abankudinov@kpfu.ru

► **Idelia R. BADYKOVA**
Cand. Sc. (Econ.), Associate Professor of Economics Dept.

Kazan National Research Technological University
420015, RF, Kazan,
Karla Marksa St., 68
E-mail: idelya.nizamova@gmail.com

► **Yelena S. MARKHANOVA**
Jr. Research Engineer

Innopolis University
420500, RF, the Republic of Tatarstan,
Innopolis, Universitetskaya St., 1
Phone: (843) 203-92-53
E-mail: markhanova.lena@mail.ru

Ключевые слова

СОЦИАЛЬНО ОТВЕТСТВЕННОЕ ПОВЕДЕНИЕ
КОРПОРАТИВНАЯ СОЦИАЛЬНАЯ
ОТВЕТСТВЕННОСТЬ
РОССИЙСКАЯ КОМПАНИЯ
ФИНАНСОВАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ
ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ
ПАНЕЛЬНЫЕ ДАННЫЕ

Keywords

SOCIALLY RESPONSIBLE BEHAVIOUR
CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY
RUSSIAN COMPANY
FINANCIAL EFFICIENCY
EMPIRICAL ANALYSIS
PANEL DATA

JEL classification

M14, G30, O16

ментальные последствия для фирмы в долгосрочной перспективе [29]. С другой стороны, характер требований акционеров и нефинансовых стейкхолдеров принципиально различен по своей природе. Если требования акционеров, сколько бы разнородными они ни были, остаются чисто экономическими, то требования нефинансовых стейкхолдеров являются таковыми лишь частично.

Возвращаясь к инструментальной трактовке КСО, можно выделить ряд теоретических подходов к концептуализации взаимосвязи социальной ответственности и финансовой эффективности компаний [44]:

- теория стейкхолдеров (stakeholder theory);
- теория социального воздействия (social impact theory);
- сигнальная (репутационная) теория (signaling/reputation theory);
- теория (не)достаточности ресурсов (slack resources, available funding theory);
- теория оппортунизма менеджмента (managerial opportunism theory);
- теория синергетического действия (synergistic theory).

Более детальное обсуждение этих и других теорий можно найти в статье А. В. Гизатуллина [3].

Основными оппонирующими теоретическими подходами к объяснению взаимосвязи социально ответственного поведения и финансовой эффективности компаний выступают теория стейкхолдеров, сигнальная теория и теория (не)достаточности ресурсов [1].

Ставшая уже классической аргументация стейкхолдерской теории основана на том, что социально ответственное поведение повышает финансовую эффективность бизнеса, так как позволяет сбалансировать и удовлетворить требования ряда заинтересованных лиц, от которых в той или иной степени зависит его конкурентоспособность [19; 25]. При этом в условиях формирующихся рынков капитала, к которым относится и российский, зависимость между социально ответственным поведением хозяйствующих субъектов и их финансовой результативностью может быть неочевидной вследствие коротких временных горизонтов инвестирования и низкой информационной эффективности. Отдельно следует остановиться на составе значимых стейкхолдеров: если в странах с устоявшимися традициями в области политической корректности этот список весьма просторен и включает практически любые группы лиц, обладающие достаточными возможностями для продвижения своей повестки и стигматизации несогласных, то на формирующихся рынках навязывание бизнесу необходимости учета интересов групп с непонятными или нетрадиционными для общества ценностями может существенно снизить его привлекательность для инвесторов, потребителей и партнеров. Интересную иллюстрацию предлагают авторы исследования финансовой эффективности включения женщин в неисполнительные органы корпоративного управления, проведенного по малайзийскому

рынку: в ряде случаев результат оказывался противоположным ожидаемому; рынок негативно реагировал на присутствие женщин в советах директоров [7]. Серьезная проблема на низкопрозрачных рынках возникает и с операционализацией переменных, используемых в эмпирическом анализе.

Отдельного рассмотрения заслуживает так называемая «сигнальная (репутационная)» теория [21; 34]. Как уже отмечалось выше, данный подход предполагает, что высокий уровень социальной ответственности создает для компании репутационный ореол (halo), который широким кругом инвесторов в среднесрочной перспективе может восприниматься как определенная гарантия от экспроприации их собственности. Однако короткие инвестиционные горизонты отечественного рынка могут не позволить социально ответственным компаниям воспользоваться этим преимуществом. Столь же негативную роль короткие инвестиционные горизонты рынка могут играть для инвесторов, вкладывающих средства в специфический капитал, которые особо подвержены риску злоупотребления информационной асимметрией со стороны корпоративных инсайдеров.

Теория достаточности (недостаточности) ресурсов представляется на данный момент одной из основных применительно к отечественному рынку. Теория инвертирует причинно-следственную связь между социально ответственным поведением компании и ее финансовой эффективностью и предполагает, что реализация широкого круга социально значимых мероприятий обусловлена наличием свободных денежных средств, которые менеджмент может потратить на различные репутационные проекты. Следует отметить, что именно данная теория получила определенное эмпирическое подтверждение в ходе анализа отечественных данных [1].

Сделанные выше оговорки относительно формирующихся рынков отнюдь не предполагают априорного отказа от эмпирического тестирования взаимосвязи между социально ответственным поведением и финансовой эффективностью компаний; однако исследователю следует быть готовым к весьма неоднозначным результатам.

Даже поверхностный обзор сформировавшегося за последние десятилетия пласта научной и научно-публицистической литературы по проблемам корпоративной социальной ответственности выходит далеко за пределы заявленного круга исследуемых проблем и вряд ли возможен в рамках журнальной статьи. Обсуждение актуальной литературы по проблеме можно существенным образом сузить, если опереться на данные метаанализа и сконцентрироваться на эмпирических работах, исследующих финансовые аспекты социально ответственного поведения компаний. В последнем случае из рассмотрения исключается значительная часть публикаций, исследующих главным образом гуманитарные аспекты проблемы, уточняющих понятийный аппарат, вводящих и обосновывающих классификации и т.п.

Таблица 1 – Зависимость между уровнем КСО и финансовыми показателями деятельности компаний по результатам эмпирических исследований

Характер зависимости	Примеры работ
Положительная	М. Московитц [41]; С.А. Аль-Туваيري и др. [10]; Р. Бернет, Д. Хансен [16]; О. Эрхемъямтс и др. [20]; В. Роджерс и др. [45]
Отрицательная	П.Л. Баирд и др. [12]; С.В. Пенг, М.Л. Янг [42]
Отсутствует	С. Ванс [52]; С.Дж. Александр, Р.А. Бучхолц [9]; К.Е. Опперле и др. [11]; М.Г. Соана [48]; Н. Сан и др. [49]; А. МакУильямс, Д. Сигел [40]
U-образная	М.Л. Барнет, Р.М. Саломон [13]; Е. Боуман, М. Хаире [15], А.В. Гизатуллин [3]

К настоящему времени основной объем качественных статистических исследований выполнен по данным рынков экономически развитых стран, однако и здесь наблюдаются весьма противоречивые результаты и значительный плюрализм в плане их концептуализации.

Интересную историческую статистику относительно доли положительных результатов в общем объеме проведенных исследований обнаруживают зарубежные авторы [27; 32; 38]: если в 1972–1997 гг. в 60% работ (всего 51 исследование) доказана положительная корреляция между уровнем социальной ответственности и финансовой эффективностью¹ [32], то в 1972–2002 гг. положительная взаимосвязь доказана только в 50% работ (всего 127 исследований) [38]. Однако если рассматривать исследования за период 1972–2015 гг., то положительная зависимость обнаруживается в 62,6% работ (всего 2 200 исследований) [27].

В табл. 1 представлены наиболее характерные работы, в которых исследователями обнаруживается положительная, отрицательная, U-образная связь, а также отсутствие какой бы то ни было связи.

Различающиеся результаты, получаемые исследователями при изучении взаимосвязи КСО и финансовых показателей деятельности компаний, объясняются такими факторами, как:

- слабая теоретическая проработка концепции КСО [46];
- неучтенность в моделях некоторых релевантных переменных [40];
- отсутствие понимания направленности связи между показателями [54];
- проблемы с измерением показателей [18; 32];
- ограниченность выборки [51].

Представляется, что первостепенной является проблема определения индикаторов уровня КСО, равно как и показателей финансовой эффективности деятельности компаний. В качестве финансовых показателей, как правило, принимаются выручка, рентабельность или динамика акционерной стоимости, информация о которых является достаточно стандартизированной.

¹ Авторами используются разные прокси-переменные социально ответственного поведения и разные измерители финансовой эффективности – от размера выручки до цены акции.

Однако измерение КСО представляется несколько более сложным [28]. Во-первых, дискуссионным моментом является определение показателей, представляющих КСО [17]. Во-вторых, методы измерения показателей в исследованиях часто разнятся, так как информация, относящаяся к КСО, как правило, носит нефинансовый характер и на данный момент отчетность не стандартизирована [50]. В-третьих, раскрытие информации о КСО во многих странах

является необязательным.

Также можно отметить, что с недавних пор зарубежные авторы активно изучают понятие корпоративной социальной безответственности (corporate social irresponsibility – CSI, КСБ) и в своих исследованиях ставят задачей разобраться, влияет ли подобное поведение компаний на их акционерную стоимость. Так, С. Джаяхандран и др. выявляют, что негативный эффект от КСБ больше, чем позитивный от КСО [33]. К. Канг и др. приходят к выводу, что КСО увеличивает стоимость компании, а КСБ стимулирует рост КСО [35]. И. Ленц и др. доказывают, что если КСБ происходит в той же сфере, что и КСО в рамках данной компании, то положительное влияние на стоимость фирмы отсутствует, а если КСБ – в другой сфере, то КСО может приводить к положительным изменениям стоимости [37].

В России эмпирические исследования КСО в инструментальном контексте являются достаточно нечастым явлением. Несмотря на это, в литературе представлен ряд актуальных исследований. Так, А.В. Гизатуллин эмпирически обосновывает наличие U-образной связи между уровнем КСО и качеством корпоративного управления, а влияние качества корпоративного управления и КСО на финансовую эффективность организации согласно результатам исследования оказывается противоположно направленным [3].

С.В. Ховаевым и А.Д. Кожевниковым на основе корреляционного анализа выявлена слабая связь между темпами роста выручки за 5 лет и общим уровнем КСО. Сами авторы делают вывод, что неизвестно, какой из показателей является результирующим фактором, а какой объясняющим [6]. Представляется, что результаты, полученные этими авторами, в определенной мере подтверждают ресурсную теорию, но связь, будучи слабой, не является столь показательной.

Среди недавних работ можно выделить также исследование Н.Р. Кельчевской и др. Авторами рассматривается влияние раскрытия информации о КСО на стоимость акционерного капитала и с использованием контент-анализа на панельной выборке из 18 компаний делаются выводы об обнаружении умеренной связи, значения тесноты которой варьируются в зависимости от конкретных направлений раскрытия информации [4]. Впрочем,

в качестве зависимой переменной в модели выступает требуемая акционерами доходность, рассчитанная на основе использования модели CAPM. Однако использование оценочной характеристики в качестве объясняемой переменной не всегда показательно.

В целом можно сделать вывод, что результаты, представленные различными зарубежными и отечественными исследователями, зачастую весьма противоречивы ввиду использования разных методов определения, измерения показателей КСО и финансовой эффективности, а также методов формирования выборки и методик выявления взаимосвязи между показателями. Ниже будут представлены результаты эмпирического исследования взаимосвязи между одним из аспектов политики КСО и финансовыми показателями результативности для российских компаний.

ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ СОЦИАЛЬНО ОТВЕТСТВЕННОГО ПОВЕДЕНИЯ КОМПАНИЙ НА ИХ ФИНАНСОВУЮ ЭФФЕКТИВНОСТЬ

Как уже отмечалось выше, в условиях финансового кризиса, имеющего в том числе и внешние причины, можно предположить, что социально ответственное поведение компаний может существенным образом улучшить их финансовую эффективность. Проанализируем основные направления воздействия и эмпирического подтверждения возможного позитивного эффекта.

Для того чтобы оценить степень влияния корпоративной социальной ответственности на финансовую эффективность российского бизнеса, было проведено эмпирическое исследование зависимости стоимости отечественных публичных компаний и показателей их деятельности в области корпоративной социальной ответственности. Исследование было выполнено в двух вариантах, что было обусловлено сложностью выбора релевантного стоимостного индикатора: в первом случае в качестве такового был установлен рыночный коэффициент «цена/балансовая стоимость», а во втором – бухгалтерский показатель рентабельности по EBITDA. В качестве прокси-переменной реализуемой в компании политики корпоративной социальной ответственности выступил уровень расходов на повышение квалификации персонала. Для обеспечения несмещенности получаемых статистических оценок в обе модели был дополнительно включен ряд независимых переменных, способных оказывать влияние на динамику акционерной стоимости бизнеса. В их число вошли размер и возраст фирмы, финансовый леверидж, а также фактор отраслевой принадлежности компании и дамми-переменные времени, отражающие макроэкономические условия функционирования бизнеса. Отметим, что показатель рентабельности по EBITDA, использованный в качестве результирующей переменной в одной из моделей, был также включен в альтернативную модель в качестве независимой переменной.

Эмпирической базой эконометрического анализа послужили данные отчетности 20 российских публичных

компаний нефинансового сектора за 2012–2016 гг. Угруппированная структура компаний по видам экономической деятельности следующая:

- добывающие производства – 50%;
- обрабатывающие производства – 15%;
- транспорт и телекоммуникации – 15%;
- электроэнергетика – 20%.

Методологической базой проведенного эмпирического исследования влияния политики корпоративной социальной ответственности на акционерную стоимость публичной компании выступил анализ сбалансированных панельных данных, основанный на применении модели со случайными эффектами (RE-модель) и модели с фиксированными индивидуальными эффектами (FE-модель). Использование данных моделей обусловлено наличием так называемых ненаблюдаемых эффектов, характеризующих определенные индивидуальные особенности анализируемых компаний. Спецификация эконометрической модели со случайными эффектами имеет следующий вид:

$$y_{it} = \mu + x'_{it}\beta + v_{it},$$

где μ – свободный член модели; v_{it} – комбинированная ошибка.

Комбинированная ошибка, в свою очередь, включает в себя ненаблюдаемые индивидуальные эффекты, а также случайную ошибку по объектам наблюдения:

$$v_{it} = \alpha_i + \varepsilon_{it}.$$

Специфика модели со случайными эффектами заключается в учете ненаблюдаемых эффектов в качестве компонентов комбинированной ошибки. Таким образом, модель основывается на предположении о случайном характере индивидуальных различий и их независимости от регрессоров.

Аналитическая форма записи эконометрической модели с фиксированными индивидуальными эффектами может быть представлена следующим уравнением:

$$y_{it} = \alpha_i + x'_{it}\beta + \varepsilon_{it},$$

где v_{it} – значение зависимой переменной по объекту наблюдения i в период времени t ; α_i – индивидуальный эффект i -го объекта наблюдения; x'_{it} – вектор объясняющих переменных для объекта наблюдения i в период времени t ; β – коэффициенты регрессии при факторах; ε_{it} – случайная ошибка по объекту наблюдения i в период времени t .

Сущность модели с фиксированными эффектами состоит в том, что индивидуальные различия рассматриваются как инвариантные во времени, но специфические для каждого объекта наблюдения. Из этого следует, что значения объясняющих переменных, свойственных каждой компании, включенной в анализ, зависят от ее индивидуального ненаблюдаемого эффекта. Применение данной модели позволяет нивелировать влияние индивидуальных эффектов и получить общую оценку зависимости результирующей переменной с регрессорами

по всей выборке. Статистическим ограничением модели с фиксированными эффектами является невозможность определения влияния переменных, не изменяющих свои значения с течением времени.

Проверка выдвинутых гипотез проводилась в программном пакете STATA 13.0. Результаты эконометрического моделирования стоимости компаний с использованием в качестве зависимой переменной рыночного коэффициента «цена/балансовая стоимость» представлены в табл. 2.

Обе использованные модели привели к аналогичным результатам, не подтвердившим статистическую значимость выбранной прокси-переменной корпоративной социальной ответственности в процессе создания акционерной стоимости. Полученные оценки позволяют отнести к числу стоимостных детерминант такие характеристики деятельности компании, как рентабельность по EBITDA, оказывающая положительное влияние на динамику стоимостного показателя, а также финансовый леверидж, который в данном случае, в противоположность результатам многочисленных исследований других авторов, сдерживает возможности по созданию стоимости. Последнее можно объяснить тем, что в условиях макроэкономической нестабильности последних лет инвесторы делают акцент на отрицательных последствиях высокой долговой нагрузки, которая проявляется в кратном увеличении возможных убытков и вероятности банкрот-

ства компании. В ходе проведенного эконометрического анализа также было выявлено наличие отраслевых эффектов. Так, акции публичных компаний, относящихся к отрасли «Транспорт и телекоммуникации», торгуются на российском фондовом рынке с определенной премией. Предпринятая попытка обнаружить влияние, оказываемое на динамику рыночных оценок макроэкономической конъюнктурой, отличавшейся в рассмотренном периоде нестабильностью, не позволила подтвердить значимость данного внешнего фактора.

В табл. 3 приведены результаты тестирования предполагаемых зависимостей при установлении в качестве индикатора финансовой эффективности бухгалтерского показателя рентабельности по EBITDA.

В рамках данной модели вновь нашла подтверждение зависимость финансовой эффективности публичных компаний от сложившейся структуры капитала и отраслевой принадлежности фирмы. Направление выявленной связи аналогично результатам предыдущей модели. Полученные статистические оценки также указывают на значимость размера и возраста организации. Так, с увеличением размера компании наблюдается снижение возможностей по созданию стоимости для акционеров. Более длительный период нахождения компании на фондовом рынке в роли эмитента долевых ценных бумаг, напротив, обеспечивает повышение ее финансовой результативности. В части влияния на финансовые показате-

ли макроэкономических факторов, учтенных путем включения в модель дамми-переменных времени, можно отметить, что 2015 г. благоприятно сказался на финансовой эффективности отечественных фирм.

Полученные эмпирические результаты свидетельствуют, что отечественные компании в реализации КСО объективно следуют нормативной модели. Тем не менее социально ответственное поведение, в первую очередь крупных акционерных компаний, может выступить драйвером привлечения инвестиций и в условиях низкопрозрачного и малоэффективного рынка, в первую очередь за счет повышения лояльности наиболее значимых стейкхолдеров – работников.

Полученные результаты, безусловно, носят предварительный характер: малый объем исследованных выборок существенно ограничивает возможности концептуализации полученных эмпирических оценок. Однако даже в рамках столь существенных ограничений эти результаты выступают определенным инди-

Таблица 2 – Результаты оценки влияния расходов по повышению квалификации персонала на стоимость компании (зависимая переменная – MBR)

Показатель	FE-модель		RE-модель	
	Коэффициент	P> z	Коэффициент	P> z
Уровень социальных расходов на повышение квалификации персонала	-0,081	0,160	-0,030	0,557
EBITDA _{margin}	3,217	0,000***	3,384	0,000***
Размер	0,342	0,291	0,174	0,205
Леверидж	-0,227	0,002***	-0,203	0,004***
Возраст	-0,007	0,873	0,001	0,859
Принадлежность к добывающей отрасли	-	-	0,725	0,139
Принадлежность к обрабатывающей отрасли	-	-	0,898	0,144
Принадлежность к отрасли «Транспорт и телекоммуникации»	-	-	1,088	0,045**
Дамми времени (2013 г.)	-0,038	0,756	-0,041	0,760
Дамми времени (2014 г.)	-0,134	0,282	-0,124	0,413
Дамми времени (2015 г.)	-0,109	0,381	-0,106	0,501
Дамми времени (2016 г.)	-	-	0,029	0,856
const	-3,025	0,359	-2,033	0,260
R²	0,3963			
Wald test	13,16	0,0000		
Breusch-Pagan test	59,41	0,0000		
Hausman test	51,31	0,0000		

Таблица 3 – Результаты оценки влияния расходов по повышению квалификации персонала на финансовую эффективность компании (зависимая переменная – $EBITDA_{margin}$)

Показатель	FE-модель		RE-модель	
	Коэффициент	P> z	Коэффициент	P> z
Уровень социальных расходов на повышение квалификации персонала	0,005	0,513	0,002	0,824
Размер	-0,158	0,000***	-0,034	0,028**
Лeverидж	-0,022	0,027**	-0,034	0,000***
Возраст	0,024	0,000***	0,007	0,160
Принадлежность к добывающей отрасли	-	-	0,040	0,501
Принадлежность к обрабатывающей отрасли	-	-	-0,046	0,559
Принадлежность к отрасли «Транспорт и телекоммуникации»	-	-	0,119	0,083*
Дамми времени (2013 г.)	-0,016	0,341	-0,002	0,930
Дамми времени (2014 г.)	0,005	0,758	0,030	0,197
Дамми времени (2015 г.)	0,019	0,280	0,053	0,037**
Дамми времени (2016 г.)	-	-	0,033	0,246
const	1,750	0,000***	0,519	0,010***
R²	0,3446			
Wald test	11,44	0,0000		
Breusch-Pagan test	38,69	0,0000		
Hausman test	62,11	0,0000		

катором негативного влияния экономической стагнации и финансовой нестабильности на объективные экономические процессы: рынок становится все более «краткосрочным»; долгосрочные последствия принимаемых управленческих решений становятся нерелевантными. Можно также отметить более низкую толерантность инвесторов к риску.

Тем не менее основной управленческой рекомендацией по результатам выполненного анализа должно выступать как минимум сохранение текущего уровня расходов на социально ответственное поведение при более тщательном отборе конкретных финансируемых мероприятий. Необходимо рассматривать соответствующие оттоки не как текущие расходы, а как инвестиции, которые дадут результат с определенным временным лагом. В исследовательском плане также можно рекомендовать, наряду с увеличением выборок, анализ наиболее эффективных с инструментальной точки зрения социальных вложений.

Библиографическая ссылка: Анкудинов А.Б., Бадыкова И.Р., Марханова Е.С. Эмпирический анализ взаимосвязи расходов на повышение квалификации работников и финансовой эффективности российских компаний // Управленец. 2018. Т. 9. №4. С. 74–83. DOI: 10.29141/2218-5003-2018-9-4-8.

For citation: Ankudinov A.B., Badykova I.R., Markhanova Ye.S. Empirical Analysis of the Relation Between Expenditures on Employees' Advanced Training and Financial Performance of Russian Companies. *Upravlenets – The Manager*, 2018, vol. 9, no. 4, pp. 74–83. DOI: 10.29141/2218-5003-2018-9-4-8.

Последнее, однако, непросто осуществить технически. А кроме того, потребуется значительный объем полевых исследований.

Отсутствие значимой взаимосвязи между выбранными для анализа переменными не означает, что следует заранее отказаться от эмпирического анализа экономической эффективности социально ответственных инвестиций, социального бизнеса (предпринимательства) и т.п.; скорее, должны быть предложены специфические подходы к операционализации переменных.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Анализ социально ответственного поведения компаний в условиях формирующегося финансового рынка должен учитывать следующие особенности: политика социальной ответственности имеет стратегическую направленность, иными словами, результаты ее реализации становятся ощутимыми не сразу, а в долгосрочной перспективе; в силу низкой информационной эффективности российского рынка предполагается, что рынок будет реагировать на отдельные социально значимые мероприятия с некоторым временным лагом.

При этом, как показал статистический анализ, не следует рассчитывать на получение однозначного статистического подтверждения популярного дискурса о благотворном влиянии социально ответственного поведения компаний на их экономическую эффективность и устойчивость. В условиях финансового кризиса и экономической стагнации определяющими детерминантами создания акционерной стоимости выступают традиционные факторы; расходы социального характера оказываются незначимыми. Представляется, тем не менее, что сделанные выводы могут иметь определенную практическую ценность при формировании организационно-управленческих аспектов корпоративной политики на долгосрочную перспективу и способствовать дальнейшему эмпирическому изучению проблемы. ■

Источники

1. Анкудинов А.Б., Гизатуллин А.В. Социальная ответственность и финансовая эффективность российских компаний // Вестник КГФЭИ. 2008. № 1. С. 12–15.
2. Батаева Б.С., Чеглакова Л.М., Мелитонян О.А. Социальная ответственность бизнеса в представлениях собственников и менеджеров малых и средних организаций России // Организационная психология. 2018. Т. 8. № 1. С. 13–52.
3. Гизатуллин А.В. Корпоративное управление, социальная ответственность и финансовая эффективность компании // Российский журнал менеджмента. 2007. Т. 5. № 1. С. 35–66.
4. Кельчевская Н.Р., Черненко И.М., Попова Е.В. Влияние корпоративной социальной ответственности на инвестиционную привлекательность российских компаний // Экономика региона. 2017. Т. 13. № 1. С. 157–169.
5. Лучко М.Л. Этика бизнеса – фактор успеха. М.: ЭКСМО, 2006.
6. Ховаев С.Ю., Кожевников А.Д. Взаимосвязь уровня корпоративной социальной ответственности и результатов деятельности организации // Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского института бизнеса. 2016. № 2(35). С. 165–169.
7. Abdullah S.N., Ismail K.N.I.K, Nachum L. Does having women on boards create value? The impact of societal perceptions and corporate governance in emerging markets // Strategic Management Journal. 2016. Vol. 37. Iss. 3. P. 466–476.
8. Ackerman R. W. How Companies Respond to Social Demands // Harvard Business Review. 1973. Vol. 51. No. 4. P. 88–98.
9. Alexander C.J., Buchholz R.A. Corporate social responsibility and stock market performance // Academy of Management Journal. 1978. No. 21. P. 479–486.
10. Al-Tuwaijri S.A., Christensen T.E., Hughes K.E. II. The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach // Accounting, Organization and Society. 2004. No. 29. P. 447–471.
11. Aupperle K.E., Carroll A.B., Hatfield J.D. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability // The Academy of Management Journal. 1985. Vol. 28. No. 2. P. 446–463.
12. Baird P.L., Geylani P.C., Roberts J.A. Corporate social and financial performance re-examined: Industry effects in a linear mixed model analysis // Journal of Business Ethics. 2012. No. 109. P. 367–388.
13. Barnett M.L., Salomon R.M. Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance // Strategic Management Journal. 2006. No. 27. P. 1101–1122.
14. Bowen H. Social Responsibilities of the Businessman. N.Y.: Harper & Row, 1953.
15. Bowman E.H., Haire M. A strategic posture toward corporate social responsibility // California Management Review. 1975. No. 18. P. 49–58.
16. Burnett R., Hansen D. Ecoefficiency: Defining a role for environmental cost management // Accounting, Organization and Society. 2008. No. 33. P. 551–581.
17. Dahlsrud A. How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions // Corporate Social Responsibility and Environmental Management. 2008. No. 15. P. 1–13.
18. Davidson W.N., Worrell D.L. A comparison and test of the use of accounting and stock market data in relating corporate social responsibility and financial performance // Akron Business and Economic Review. 1990. No. 21. P. 7–19.
19. Donaldson T., Preston L.E. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence and implications // Academy of Management Review. 1995. No. 20(1). P. 65–91.
20. Erhemjamts O., Li Q., Venkateswaran A. Corporate social responsibility and its impact on firms' investment policy, organiza-

References

1. Ankudinov A.B., Gizatullin A.V. Sotsial'naya otvetstvennost' i finansovaya effektivnost' rossiyskikh kompaniy [Social responsibility and financial efficiency of Russian companies]. *Vestnik KGFEl – Bulletin of Kazan State Financial-Economic Institute*, 2008, no. 1, pp. 12–15.
2. Bataeva B.S., Cheglakova L.M., Melitonyan O.A. Sotsial'naya otvetstvennost' biznesa v predstavleniyakh sobstvennikov i menedzherov malykh i srednikh organizatsiy Rossii [Social responsibility of business in the views of owners and managers of small and medium-sized organizations in Russia]. *Organizatsionnaya psikhologiya – Organisational Psychology*, 2018, vol. 8, no. 1, pp. 13–52.
3. Gizatullin A.V. Korporativnoe upravlenie, sotsial'naya otvetstvennost' i finansovaya effektivnost' kompanii [Corporate governance, social responsibility and financial efficiency of a company]. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta – Russian Management Journal*, 2007, vol. 5, no. 1, pp. 35–66.
4. Kel'chevskaya N.R., Chernenko I.M., Popova Ye.V. Vliyanie korporativnoy sotsial'noy otvetstvennosti na investitsionnyu privlekatel'nost' rossiyskikh kompaniy [The influence of corporate social responsibility on the investment attractiveness of Russian companies]. *Ekonomika regiona – Economy of Region*, 2017, vol. 13, no. 1, pp. 157–169.
5. Luchko M.L. *Etika biznesa – faktor uspekha* [Business ethics as a factor of success]. Moscow: EKSMO, 2006.
6. Khovaev S.Yu., Kozhevnikov A.D. Vzaimosvyaz' urovnya korporativnoy sotsial'noy otvetstvennosti i rezul'tatov deyatelnosti organizatsii [Interrelation between the level of corporate social responsibility and the results of an organization's activity]. *Biznes. Obrazovanie. Pravo. Vestnik Volgogradskogo instituta biznesa – Business. Education. Law. Bulletin of the Volgograd Business Institute*, 2016, no. 2(35), pp. 165–169.
7. Abdullah S.N., Ismail K.N.I.K, Nachum L. Does having women on boards create value? The impact of societal perceptions and corporate governance in emerging markets. *Strategic Management Journal*, 2016, vol. 37, iss. 3, pp. 466–476.
8. Ackerman R. W. How Companies Respond to Social Demands. *Harvard Business Review*, 1973, vol. 51, no. 4, pp. 88–98.
9. Alexander C.J., Buchholz R.A. Corporate social responsibility and stock market performance. *Academy of Management Journal*, 1978, no. 21, pp. 479–486.
10. Al-Tuwaijri S.A., Christensen T.E., Hughes K.E. II. The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach. *Accounting, Organization and Society*, 2004, no. 29, pp. 447–471.
11. Aupperle K.E., Carroll A.B., Hatfield J.D. An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *The Academy of Management Journal*, 1985, vol. 28, no. 2, pp. 446–463.
12. Baird P.L., Geylani P.C., Roberts J.A. Corporate social and financial performance re-examined: Industry effects in a linear mixed model analysis. *Journal of Business Ethics*, 2012, no. 109, pp. 367–388.
13. Barnett M.L., Salomon R.M. Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 2006, no. 27, pp. 1101–1122.
14. Bowen H. *Social Responsibilities of the Businessman*. N.Y.: Harper & Row, 1953.
15. Bowman E.H., Haire M. A strategic posture toward corporate social responsibility. *California Management Review*, 1975, no. 18, pp. 49–58.
16. Burnett R., Hansen D. Ecoefficiency: Defining a role for environmental cost management. *Accounting, Organization and Society*, 2008, no. 33, pp. 551–581.
17. Dahlsrud A. How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 2008, no. 15, pp. 1–13.

Источники

- tional structure, and performance // *Journal of Business Ethics*. 2013. No. 118. P. 395–412.
21. Fombrun C., Stanley M. What's in a name? Reputation building and corporate strategy // *Academy of Management Journal*. 1990. No. 33(2). P. 233–258.
22. Frederick W.C. From CSR-1 to CSR-2: The Maturing of Business and Society Thought // Working paper 279. University of Pittsburg, Graduate School of Business, 1978.
23. Frederick W.C. Moving to CSR-4: What to Pack for the Trip // *Business and Society*. 1998. Vol. 37. No. 1. P. 40–59.
24. Frederick W.C. Toward CSR-3: Why Ethical Analysis is Indispensable and Unavoidable in Corporate Affairs // *California Management Review*. 1986. Vol. 18. No. 2. P. 126–141.
25. Freeman R.E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, MA: Pitman/Ballinger, 1984.
26. French P. The corporation as a moral person // *American Philosophical Quarterly*. 1979. No. 16(3). P. 207–215.
27. 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. No. 4. P. 210–233.
28. Galant A., Cadez S. Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches // *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*. 2017. Vol. 30. No. 1. P. 676–693.
29. Garcia-Castro R., Ariño M.A. On the Nature of Stakeholders' "stakes" // Working paper. IESE Business School. Barcelona-Spain, 2008.
30. Goodpaster K.E. *Conscience and Corporate Culture*. Malden, MA: Blackwell Publishing, 2007.
31. Goodpaster K.E., Mattheus J.B. Jr. Can a corporation have a conscience? // *Harvard Business Review*. 1982. No. 60(1). P. 132–141.
32. Griffin J.J., Mahon J.F. The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research // *Business and Society*. 1997. March. Vol. 36. No. 1. P. 5–31.
33. Jayachandran S., Kalaiganam K., Eilert M. Product and environmental social performance: varying effect on firm performance // *Strategic Management Journal*. 2013. No. 34(10). P. 1255–1264.
34. Jones R., Murrell A. Signaling positive corporate social performance: An event study of family-friendly firms // *Business and Society*. 2001. No. 40(1). P. 59–78.
35. Kang C., Germann F., Grewal R. Washing away your sins? Corporate social responsibility, corporate social irresponsibility, and firm performance // *Journal of Marketing*. 2016. No. 80(2). P. 59–79.
36. Ladd J. Morality and the ideal of rationality in formal organizations // *The Monist*. 1970. No. 54. P. 488–516.
37. Lenz I., Wetzel H.A., Hammerschmidt M. Can doing good lead to doing poorly? Firm value implications of CSR in the face of CSI // *Journal of the Academy of Marketing Science*. 2017. No. 45. P. 677–697.
38. Margolis J.D., Walsh J.P. Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business // *Administrative Science Quarterly*. 2003. Vol. 48. No. 2. P. 268–305.
39. McGuire J. *Business and Society*. N.Y.: McGraw-Hill, 1963.
40. McWilliams A., Siegel D. Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? // *Strategic Management Journal*. 2000. No. 21. P. 603–609.
41. Moskowitz M. Choosing socially responsible stocks // *Business and Society Review*. 1972. No. 1. P. 71–75.
42. Peng C.W., Yang M.L. The effect of corporate social performance on financial performance: The moderating effect of ownership concentration // *Journal of Business Ethics*. 2014. No. 123. P. 171–182.
43. Post J.E., Preston L.E., Sachs S. *Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organizational Wealth*. Stanford: Stanford University Press, 2002.

References

18. Davidson W.N., Worrell D.L. A comparison and test of the use of accounting and stock market data in relating corporate social responsibility and financial performance. *Akron Business and Economic Review*, 1990, no. 21, pp. 7–19.
19. Donaldson T., Preston L.E. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, 1995, no. 20(1), pp. 65–91.
20. Erhemjams O., Li Q., Venkateswaran A. Corporate social responsibility and its impact on firms' investment policy, organizational structure, and performance. *Journal of Business Ethics*, 2013, no. 118, pp. 395–412.
21. Fombrun C., Stanley M. What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 1990, no. 33(2), pp. 233–258.
22. Frederick W.C. From CSR-1 to CSR-2: The Maturing of Business and Society Thought. *Working paper 279*. University of Pittsburg, Graduate School of Business, 1978.
23. Frederick W.C. Moving to CSR-4: What to Pack for the Trip. *Business and Society*, 1998, vol. 37, no. 1, pp. 40–59.
24. Frederick W.C. Toward CSR-3: Why Ethical Analysis is Indispensable and Unavoidable in Corporate Affairs. *California Management Review*, 1986, vol. 18, no. 2, pp. 126–141.
25. Freeman R.E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, MA: Pitman/Ballinger, 1984.
26. French P. The corporation as a moral person. *American Philosophical Quarterly*, 1979, no. 16(3), pp. 207–215.
27. 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, no. 4, pp. 210–233.
28. Galant A., Cadez S. Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 2017, vol. 30, no. 1, pp. 676–693.
29. Garcia-Castro R., Ariño M.A. *On the Nature of Stakeholders' "stakes"*. Working paper. IESE Business School. Barcelona-Spain, 2008.
30. Goodpaster K.E. *Conscience and Corporate Culture*. Malden, MA: Blackwell Publishing, 2007.
31. Goodpaster K.E., Mattheus J.B. Jr. Can a corporation have a conscience? *Harvard Business Review*, 1982, no. 60(1), pp. 132–141.
32. Griffin J.J., Mahon J.F. The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research. *Business and Society*, 1997 (March), vol. 36, no. 1, pp. 5–31.
33. Jayachandran S., Kalaiganam K., Eilert M. Product and environmental social performance: varying effect on firm performance. *Strategic Management Journal*, 2013, no. 34(10), pp. 1255–1264.
34. Jones R., Murrell A. Signaling positive corporate social performance: An event study of family-friendly firms. *Business and Society*, 2001, no. 40(1), pp. 59–78.
35. Kang C., Germann F., Grewal R. Washing away your sins? Corporate social responsibility, corporate social irresponsibility, and firm performance. *Journal of Marketing*, 2016, no. 80(2), pp. 59–79.
36. Ladd J. Morality and the ideal of rationality in formal organizations. *The Monist*, 1970, no. 54, pp. 488–516.
37. Lenz I., Wetzel H.A., Hammerschmidt M. Can doing good lead to doing poorly? Firm value implications of CSR in the face of CSI. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 2017, no. 45, pp. 677–697.
38. Margolis J.D., Walsh J.P. Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 2003, vol. 48, no. 2, pp. 268–305.
39. McGuire J. *Business and Society*. N.Y.: McGraw-Hill, 1963.
40. McWilliams A., Siegel D. Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 2000, no. 21, pp. 603–609.

44. Preston L.E., O'Bannon D.P. The corporate social-financial performance relationship. A typology and analysis // *Business and Society*. 1997. No. 36(4). P. 419–429.
45. Rodgers W., Choy H.L., Guiral A. Do investors value a firm's commitment to social activities? // *Journal of Business Ethics*. 2013. No. 114. P. 607–623.
46. Ruf B.M., Muralidhar K., Brown R.M. et al. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective // *Journal of Business Ethics*. 2001. No. 32. P. 143–156.
47. Sethi S. Dimensions of Corporate Social Performance: An Analytic Framework // *California Management Review*. 1975. Vol. 17. No. 3. P. 58–64.
48. Soana M.G. The relationship between corporate social performance and corporate financial performance in the banking sector // *Journal of Business Ethics*. 2011. No. 104. P. 133–148.
49. Sun N., Salama A., Hussainey K., Habbash M. Corporate environmental disclosure, corporate governance and earning management // *Managerial Auditing Journal*. 2010. No. 25. P. 679–700.
50. Tschopp D., Nastanski M. The harmonization and convergence of corporate social responsibility reporting standards // *Journal of Business Ethics*. 2014. No. 125. P. 147–162.
51. Van Beurden P., Gëssling T. The worth of values – A literature review on the relation between corporate social and financial performance // *Journal of Business Ethics*. 2008. No. 82. P. 407–424.
52. Vance S.C. Are socially responsible corporations good investment risks? // *Management Review*. 1975. No. 64(8). P. 19–24.
53. Votaw D. *Genius Becomes Rare* // The Corporate Dilemma / eds. D. Votaw, P. Sethi. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1973.
54. Waddock S.A., Graves S.B. The corporate social performance-financial performance link // *Strategic Management Journal*. 1997. No. 18. P. 303–319.
55. Waldman D.A., De Luque M.S., Washburn N. et al. Cultural and leadership predictors of corporate social responsibility values of top management: A GLOBE study of 15 countries // *Journal of International Business Studies*. 2006. No. 37(6). P. 823–837.
41. Moskowitz M. Choosing socially responsible stocks. *Business and Society Review*, 1972, no. 1, pp. 71–75.
42. Peng C.W., Yang M.L. The effect of corporate social performance on financial performance: The moderating effect of ownership concentration. *Journal of Business Ethics*, 2014, no. 123, pp. 171–182.
43. Post J.E., Preston L.E., Sachs S. *Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organisational Wealth*. Stanford: Stanford University Press, 2002.
44. Preston L.E., O'Bannon D.P. The corporate social-financial performance relationship. A typology and analysis. *Business and Society*, 1997, no. 36(4), pp. 419–429.
45. Rodgers W., Choy H.L., Guiral A. Do investors value a firm's commitment to social activities? *Journal of Business Ethics*, 2013, no. 114, pp. 607–623.
46. Ruf B.M., Muralidhar K., Brown R.M., Janney J.J., Paul K. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of Business Ethics*, 2001, no. 32, pp. 143–156.
47. Sethi S. Dimensions of Corporate Social Performance: An Analytic Framework. *California Management Review*, 1975, vol. 17, no. 3, pp. 58–64.
48. Soana M.G. The relationship between corporate social performance and corporate financial performance in the banking sector. *Journal of Business Ethics*, 2011, no. 104, pp. 133–148.
49. Sun N., Salama A., Hussainey K., Habbash M. Corporate environmental disclosure, corporate governance and earning management. *Managerial Auditing Journal*, 2010, no. 25, pp. 679–700.
50. Tschopp D., Nastanski M. The harmonization and convergence of corporate social responsibility reporting standards. *Journal of Business Ethics*, 2014, no. 125, pp. 147–162.
51. Van Beurden P., Gëssling T. The worth of values – A literature review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*, 2008, no. 82, pp. 407–424.
52. Vance S.C. Are socially responsible corporations good investment risks? *Management Review*, 1975, no. 64(8), pp. 19–24.
53. Votaw D. *Genius Becomes Rare*. The Corporate Dilemma. NJ: Prentice Hall, 1973.
54. Waddock S.A., Graves S.B. The corporate social performance financial performance link. *Strategic Management Journal*, 1997, no. 18, pp. 303–319.
55. Waldman D.A., De Luque M.S., Washburn N., House R.J., Adetoun B., Barrasa A. Cultural and leadership predictors of corporate social responsibility values of top management: A GLOBE study of 15 countries. *Journal of International Business Studies*, 2006, no. 37(6), pp. 823–837.