**DOI:** 10.29141/2218-5003-2020-11-2-2

# Эмпирический анализ взаимосвязи расходов на реализацию политики социальной ответственности и финансовой эффективности российских компаний

А.Б. Анкудинов $^{1}$ , И.Р. Бадыкова $^{2}$ 

<sup>1</sup>Казанский федеральный университет, г. Казань, РФ

 $^2$ Казанский национальный исследовательский технологический университет, г. Казань, РФ

Аннотация. Накопленный к настоящему времени обширный пласт научной литературы по проблемам экономической эффективности политики корпоративной социальной ответственности (КСО) характеризуется чрезвычайной противоречивостью результатов анализа. Статья посвящена анализу взаимосвязи уровня социальной ответственности, в качестве прокси-переменной которой были использованы расходы на реализацию политики КСО, и финансовой эффективности российских компаний. Методологическая база исследования представлена концептуальными положениями инструментального подхода к теории КСО. Систематизация накопленных знаний и результатов эмпирических исследований явилась основой проведения статистического анализа панельных данных. Применялись модели со случайными эффектами и модели с индивидуальными фиксированными эффектами. Использованная выборка была сформирована на основе данных 22 российских публичных компаний нефинансового сектора за 2012–2018 гг. В качестве зависимых переменных были рассмотрены стоимостной мультипликатор «Цена/Балансовая стоимость» (МВR) и бухгалтерский показатель рентабельности по ЕВІТDA. В модели со случайными эффектами была подтверждена положительная связь между стоимостным мультипликатором MBR и расходами на реализацию политики КСО. Однако при анализе модели с фиксированными эффектами связь стоимостного мультипликатора с расходами на КСО оказалась статистически незначимой. Это подтверждает вывод о том, что в российских условиях решения в области реализации политики КСО обусловлены индивидуальными особенностями конкретных компаний, которые относятся к ненаблюдаемым эффектам. Обе модели не показали статистически значимой зависимости между выбранной прокси-переменной КСО и учетным показателем финансовой эффективности. Полученные эмпирические результаты в целом свидетельствуют о том, что социально ответственное поведение может выступить драйвером привлечения инвестиций и в условиях несовершенного рынка. Управленческие решения в этой области определяются в немалой степени индивидуальными характеристиками компаний.

**Ключевые слова:** социально ответственное поведение; корпоративная социальная ответственность; российские компании; финансовая эффективность; эмпирический анализ; панельные данные.

JEL Classification: M14, G30, O16

Дата поступления статьи: 4 февраля 2020 г.

**Ссылка для цитирования:** Анкудинов А.Б., Бадыкова И.Р. (2020). Эмпирический анализ взаимосвязи расходов на реализацию политики социальной ответственности и финансовой эффективности российских компаний // Управленец. Т. 11. № 2. С. 16–26. DOI: 10.29141/2218-5003-2020-11-2-2.

#### **ВВЕДЕНИЕ**

В условиях вялого, чередующегося со стагнацией экономического роста и углубляющегося имущественного расслоения появление значительного числа исследований, посвященных социально ответственному поведению бизнеса, не вызывает удивления. Однако, в отличие от мейнстрима современных зарубежных исследований, в том числе по формирующимся рыночным экономикам, российские научные работы, за малым исключением, базируются на нормативном подходе к КСО, не акцентируя инструментальных последствий принимаемых в этой области решений. При этом, справедливости ради, необходимо отметить ряд объективных сложностей проведения эмпирического анализа на основе данных российского рынка. В частности, возникают проблемы технического свойства, связанные с недостаточностью данных, сложностью проведения полевых исследований, малым размером выборок и т. п. Кроме того, информационно низкоэффективный, слабопрозрачный и характеризующийся короткими временными горизонтами российский фондовый рынок ориентируется в первую очередь на текущие финансовые показатели: прибыль, выручку, уровень ликвидности и др. – и слабо реагирует на индикаторы, отражающие способность создавать стоимость в долгосрочной перспективе, в частности, уровень КСО.

Тем не менее при всех ограничениях статистического анализа эффективности политики КСО накопление эмпирического материала должно способствовать формированию платформы для дальнейших исследований данной проблемы в инструментальном контексте. В конечном счете именно осознание бизнесом инструментальных последствий принимаемых в области КСО решений выступает основой формирования долгосрочной социальной политики.

Целью исследования является проведение эмпирического анализа влияния КСО на финансовую

эффективность и, как следствие, инвестиционную привлекательность бизнеса. В ходе статистического анализа акцентировались наблюдаемые характеристики в противоположность оценочным. Сложности, сопутствующие данному подходу, в определенной степени нивелировались объективным характером используемых переменных. Последнее особенно важно при исследовании таких явлений, как социально ответственное поведение бизнеса, где количественные измерения переменных не всегда однозначны.

## ТЕНДЕНЦИИ АНАЛИЗА ЭФФЕКТИВНОСТИ КСО РАЗВИТЫХ И ФОРМИРУЮЩИХСЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Социально ответственное поведение бизнеса, или корпоративная социальная ответственность (в данной работе эти термины взаимозаменяемы – терминологическую дискуссию и содержательный анализ используемых в данной области понятий можно найти, в частности, в [Чеглакова, Батаева, Мелитонян, 2018, с. 64-65]), на протяжении уже достаточно продолжительного периода выступают объектом весьма пристального научного анализа.

Обзоры релевантной литературы представлены в многочисленных публикациях по данной проблеме, в том числе и в предыдущих работах авторов статьи. Поэтому уместно остановиться главным образом на относительно недавних публикациях, характеризующих современные направления эмпирического анализа, в том числе на основе данных формирующихся финансовых рынков, к которым относится и российский. Акцент при этом делается на публикациях, использующих исключительно наблюдаемые характеристики. Последнее вовсе не исключает необходимости анализа оценочных или расчетных характеристик (в первую очередь в качестве независимых переменных). Более того, авторы данного исследования достаточно активно применяют их в эконометрическом анализе [Анкудинов, Бадыкова, 2019]. Однако в изучении столь неоднозначного явления, как инструментальные последствия социально ответственного поведения компаний, представляется весьма продуктивным использование взаимодополняющих подходов.

При анализе большого пласта эмпирической литературы по проблемам политики КСО, прежде всего, необходимо отметить внимание авторов к отдельным сторонам и частным эффектам реализации социальной политики. В контексте настоящего исследования особый интерес вызывает эмпирический анализ предпочтений институциональных инвесторов при выборе акций социально ответственных компаний. Представляется, что именно институциональные инвесторы, непосредственно отвечающие за доходность инвестиций, наилучшим образом способны оценить инструментальные последствия отдельных направлений социально ответственной деятельности. Одним из наиболее показательных исследований

в этом плане выступает работа [Nofsinger, Sulaeman, Varma, 2019]. Авторы приходят к выводу, что институциональные инвесторы безразличны к наличию у компаний позитивных индикаторов в области охраны окружающей среды и социальной политики, тогда как негативные показатели в этих же областях ведут к снижению инвестиционной привлекательности соответствующих акций. Логика подобного поведения портфельных менеджеров следующая: социальная ответственность рассматривается лишь в контексте оценки рисков, тогда как позитивные инструментальные последствия социально ответственного поведения для инвесторов неочевидны. Заметим, что, насколько известно авторам данной статьи, исследований подобного характера на основе российских данных не проводилось, хотя сделанные в цитируемой работе выводы, скорректированные с учетом неразвитости коллективного инвестирования в России, могут оказаться вполне применимыми и для российской действительности. При этом отрицательные рыночные последствия социально безответственного поведения эмитентов акций будут обусловлены, вероятнее всего, возможной негативной реакцией на это со стороны важнейшего стейкхолдера - государства, тогда как краткосрочный и информационно низкоэффективный рынок имеет тенденцию слабо реагировать на социально ответственное поведение компаний-эмитентов.

Негативную связь между уровнем КСО и финансовой эффективностью обнаруживают [Laguir, Stagliano, Elbaz, 2015, р. 671] в результате исследования, проведенного на основе данных французского рынка. Впрочем, авторы формулируют свои выводы скорее в контексте ресурсной теории, указывая на доходность компании как детерминанту уровня ее социальной ответственности.

В то же время ряд относительно недавних исследований подтверждает позитивное влияние КСО на финансовую и операционную эффективность бизнеса в условиях развитых рынков (см.: [Erhemjamts, Li, Venkateswaran, 2013; Rodgers, Choy, Guiral, 2013; Servaes, Tamayo, 2013; Lins, Servaes, Tamayo, 2017]).

Весьма многообещающее, в том числе для формирующихся рынков, направление исследований инструментальных последствий социально ответственного поведения предлагает работа [Cheng, loannou, Serafeim, 2013]. Авторы исследуют возможность позитивного влияния КСО на доступность внешнего финансирования и приходят к выводу о соответствующем снижении финансовых ограничений через механизм сокращения агентских издержек и снижения уровня информационной асимметрии. Впрочем, попытки исследователей увязать обусловленное активной политикой КСО снижение агентских издержек с финансовой эффективностью корпоративных реорганизаций особым успехом не увенчались [Yen, André, 2019].

Исследования, выполненные на основе данных формирующихся рынков, также демонстрируют противоречивые результаты. При этом значительная часть современных эмпирических исследований выполнена с использованием данных компаний Китайской Народной Республики. Достаточно показательной является работа [Chin-Chen Yeh et al., 2019], анализирующая влияние уровня КСО на стоимость долевого и долгового финансирования китайских компаний. Авторы утверждают, что высокий уровень КСО существенным образом снижает стоимость долгового финансирования, играющего весьма значительную роль в структуре капитала китайских компаний, тогда как на стоимость долевого финансирования значимого эффекта не оказывает. Впрочем, здесь необходимо отметить существенное ограничение анализа: авторы в качестве прокси-переменной стоимости собственного капитала используют избыточную фактическую доходность – недостаток, свойственный и некоторым российским публикациям. Отождествление фактической доходности с требуемой (которая и выступает, по определению, индикатором стоимости капитала) имеет следствием эмпирическое подтверждение зависимости, несколько отличающейся от обозначенной в исходных гипотезах. Заметим, что в методологически более корректных исследованиях той же проблемы на основе данных рынков США [Ghoul et al., 2011] и КНР [Xu Shan, Liu Duchi, Huang Jianbai, 2015] позитивная связь между уровнем КСО и снижением стоимости собственного капитала подтверждена.

Существенное снижение стоимости облигационного финансирования для компаний, торгуемых на Шанхайской фондовой бирже, отмечают также Zhou Hong, GuoPing Li, WanFa Lin [2016].

Весьма поучительными с точки зрения анализа ситуации с КСО в условиях России следует признать результаты, полученные на основе данных рынка Республики Корея [Ji Hye Lee, Hee Sub Byun, Kyung Suh Park, 2018]. Исследуя влияние уровня конкурентности продуктового рынка на КСО, авторы работы приходят к выводу, что менеджеры не рассматривают социально ответственное поведение как инструмент повышения конкурентоспособности: оперирующие на более конкурентных продуктовых рынках компании оказываются в меньшей степени вовлеченными в социально ответственные мероприятия. Более того, выявленная во многих эмпирических работах (но далеко не во всех – см. обзор в [Анкудинов, Бадыкова, Марханова, 2018]) позитивная зависимость между стоимостью фирмы и ее социально ответственным поведением существенно ослабевает или вовсе меняется на противоположную по мере снижения уровня конкурентности рынка. Российские продуктовые рынки сложно назвать высококонкурентными, поэтому выявленные авторами [Ji Hye Lee, Hee Sub Byun, Kyung Suh Park, 2018] зависимости могут оказаться вполне применимыми и в условиях России.

В более широком плане – увеличение финансовой эффективности через повышение лояльности стейкхолдеров, в частности, потребителей – рассматривают политику КСО авторы исследования по странам БРИКС [Contini et al., 2019]. Авторы приходят к выводу, что страны БРИКС отнюдь не униформны в плане реакции потребителей на различные направления реализации политики КСО. Для России, в частности, особое значение имеет коммуникационная составляющая политики КСО.

Наконец, существенное значение для анализа финансовой эффективности политики КСО играет информационная открытость компаний в области социально ответственного поведения: даже в условиях развитых финансовых рынков публично раскрываемая информация выступает основной детерминантой, определяющей восприятие бизнеса как социально ответственного. Слабопрозрачные рынки формирующихся экономик по определению не в состоянии своевременно передавать релевантную информацию стейкхолдерам, с одной стороны, и отражать информационные запросы последних относительно социально значимой политики – с другой. При этом потребность стейкхолдеров в раскрытии подобной информации существует даже в условиях формирующихся рынков [Wuttichindanon, 2017].

В целом же наиболее реалистичным, в том числе для формирующихся рынков, представляется вывод о том, что чем более социально ответственна компания, тем более детально она раскрывает соответствующую информацию (см., например: [Belkaoui, Karpik, 1989; Beck, Frost, Jones, 2018]).

Нельзя не остановиться также на учетных стандартах, регулирующих раскрытие необходимой инвесторам информации. В контексте проблемы недостаточности (нераскрытия) данных, релевантной и для данного исследования, интересным представляется анализ позитивного взаимодействия КСО и международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) [Hsu, Chen, 2019]. Исследователи приходят к выводу о том, что принятие МСФО в условиях формирующегося рынка (анализ проведен на материалах тайванских компаний) способствует не только более полному раскрытию информации о КСО, но и улучшает общее качество финансовой отчетности социально ответственных компаний.

Приведенный выше краткий обзор актуальных эмпирических работ, ни в коем случае не претендующий на полноту, призван подчеркнуть противоречивость и разноплановость результатов статистического анализа инструментальных последствий социально ответственного поведения компаний. Следствием этого должен выступить не отказ от эмпирического анализа в данной области, а готовность исследователей к неподтверждению стандартных гипотез и теорий, а также поиск альтернативных трак-

товок эмпирических результатов. В первую очередь это касается формирующихся рынков.

Ниже будет представлен эконометрический анализ зависимости показателей финансовой эффективности компаний от уровня расходов на реализацию политики КСО.

# СТАТИСТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ РАСХОДОВ НА РЕАЛИЗАЦИЮ ПОЛИТИКИ КСО КОМПАНИЙ НА ИХ ФИНАНСОВУЮ ЭФФЕКТИВНОСТЬ

Как свидетельствует эмпирическая литература, практически все статистические исследования эффективности политики КСО в той или иной степени связаны с проблемой количественного измерения уровня социально ответственного поведения. Объем и общая направленность статьи не позволяют привести обзор дискуссии по данной проблеме, заметим лишь, что идеальной метрики КСО до сих пор не предложено и различные исследования акцентируют отдельные преимущества используемых измерителей. В данном исследовании в качестве измерителя уровня КСО выбрана доля расходов на реализацию социально ответственной политики по отношению к выручке. Основным преимуществом данного показателя выступает его объективный характер и измеримость. Основная проблема его использования - нераскрытие большинством российских компаний релевантной информации в стоимостном выражении и, соответственно, малый размер выборок.

Для того, чтобы оценить степень влияния социально ответственного поведения на финансовую эффективность российского бизнеса, проведено эмпирическое исследование зависимости финансовых индикаторов российских публичных компаний от уровня КСО. Исследование выполнено в двух вариантах, что обусловлено неоднозначностью выбора релевантного финансового индикатора. В первом случае в качестве такового принят рыночный мультипликатор «Цена/Балансовая стоимость» (MBR), во втором – бухгалтерский показатель рентабельности по EBITDA (EBITDAmargin). В качестве прокси-переменной реализуемой компанией политики корпоративной социальной ответственности, как уже отмечалось выше, выступил относительный уровень расходов компании на эти цели. Для обеспечения несмещенности получаемых статистических оценок в модели дополнительно включен ряд независимых переменных, способных оказывать влияние на динамику зависимой переменной. В их число вошли рентабельность по EBITDA (для модели с зависимой переменной MBR), размер и возраст фирмы, финансовый леверидж. Также учтены факторы отраслевой принадлежности компаний и дамми-переменные времени, отражающие макроэкономические условия функционирования бизнеса.

В выборочную совокупность вошли 22 российские дубличные компании нефинансового сектора (экстремумы (MBR > 4) исключены). Использованы данные отчетности компаний за 2012–2018 гг. (154 наблюдения). Заметим, что малый размер выборок при инструментальном анализе социально ответственного поведения отнюдь не является исключительным для России: в уже цитировавшейся выше работе [Laguir, Stagliano, Elbaz, 2015, р. 665] анализ выполнен на основе 24 французских публичных компаниий за 2003–2011 гг.

Тестировались следующие рабочие гипотезы:

H<sub>1</sub>: Уровень расходов на КСО положительно влияет на финансовую эффективность компании.

Для рыночного мультипликатора «Цена/Балансовая стоимость» обоснование предполагаемого позитивного характера данной зависимости лежит в рамках сигнальной (репутационной) теории, согласно которой благодаря социально ответственному поведению снижается уровень восприятия рисков инвесторами (формируется так называемое репутационное гало – ореол надежности), соответственно, снижается требуемая инвесторами доходность и увеличивается стоимость фирмы. Для учетного показателя эффективности обоснование позитивной зависимости «социальная ответственность - финансовая эффективность» следует искать в рамках стейкхолдерской теории: удовлетворение требований различных групп заинтересованных лиц, являясь источником роста их лояльности по отношению к компании, способствует улучшению ее конкурентного профиля, повышению выручки, снижению затрат и т. п.

 $H_2$ : Чем выше рентабельность, тем выше финансовая эффективность (только для модели, где зависимая переменная – MBR).

Данная гипотеза представляет собой естественное следствие теории экономических рент: основным источником создания стоимости на конкурентных продуктовых рынках выступает наличие устойчивых конкурентных преимуществ, позволяющих эти экономические ренты эксплуатировать. Высокая рентабельность как раз и является одним из индикаторов наличия у компании конкурентных преимуществ. Логичным представляется также предположение о высоком уровне информационного контента показателей бухгалтерской доходности в условиях характеризующегося достаточно короткими временными горизонтами российского финансового рынка.

 $H_3$ : Финансовая эффективность компании находится в прямой зависимости от уровня финансового левериджа (только для модели, где зависимая переменная – MBR).

Политика в области структуры капитала многих российских компаний (особенно в период стагнации) традиционно весьма консервативна и большая опора на долговое финансирование во многих случаях способна снизить стоимость капитала компании и, соот-

ветственно, повысить ее стоимость. Кроме того, финансовый леверидж может выступать инструментом дисциплинирования менеджмента и снижать агентские издержки.

H<sub>4</sub>: Возраст компании отрицательно влияет на финансовые индикаторы.

При прочих равных условиях возраст компании как индикатор стадии ее жизненного цикла может сигнализировать о снижении ее возможностей генерировать экономические ренты.

H<sub>5</sub>: Размер фирмы оказывает положительное влияние на потенциал создания стоимости и учетные показатели эффективности.

Акции крупных компаний, как правило, более ликвидны и могут относиться к «голубым фишкам», за что инвесторы часто готовы платить премию. Что касается учетных индикаторов, крупные компании, помимо всего прочего, объективно более заинтересованы в раскрытии позитивной информации о своей результативности.

Заметим, что обоснование сформулированных гипотез опирается на достаточно представительный пласт научной литературы, в первую очередь эмпирической. Однако для краткости релевантные ссылки опущены.

В табл. 1 приведена описательная статистика использованных индикаторов за 2012–2018 гг.

Вначале был проведен одномерный анализ, который выступает подходящей техникой для установления факта наличия зависимости между исследуемыми переменными.

Выборка была разделена на две равные части по признаку уровня расходов на КСО: первая группа представляла собой половину выборки с более низким уровнем показателя, вторая группа – с более высоким.

Для определения статистической значимости разности значений каждой из переменных для двух выборок был проведен одномерный анализ (univariate analysis). Использован как параметрический тест, где для оценки параметров выборки берется среднее значение (двухвыборочный *t*-тест), так и непараметрический, где в качестве определяющего параметра выступает медиана (тест Манна-Уитни).

Для двухвыборочного t-теста нулевая гипотеза  $H_0$  предполагает отсутствие различий между средними значениями двух выборок. Соответственно, для теста Манна-Уитни в качестве  $H_0$  выступает предположение о равенстве медиан.

Результаты анализа представлены в табл. 2.

Таблица 1 – Onucameльная статистика данных за 2012–2018 гг.

Table 1 – Descriptive statistics for 2012–2018

Переменная	Описание		СКО*	Min	Max
MBR (цена/балансовая стоимость)	Капитализация / Бухгалтерская стоимость		0,713	0,102	3,383
Расходы на КСО по отношению к выручке	Расходы на КСО / Выручка		0,009	0	0,061
EBITDAmargin	EBITDA/ Выручка	0,249	0,132	0,035	0,612
Леверидж	Отношение долга к собственному капиталу	1,216	1,158	0,130	5,173
Возраст	Количество лет со дня регистрации компании	18,822	5,350	6	27
Размер	Натуральный логарифм выручки	12,577	1,665	8,998	15,924
Принадлежность к добывающей отрасли	Дамми-переменная = 1, если относится к добывающей отрасли; = 0 в ином случае	0,545	0,5000	0	1
Принадлежность к обрабатывающей отрасли	Дамми-переменная = 1, если относится к обрабатывающей отрасли; = 0 в ином случае		0,483	0	1
Принадлежность к отрасли «Транспорт и телекоммуникации»	Дамми-переменная = 1, если относится к отрасли «Транспорт и телекоммуникации»; = 0 в ином случае	0,091	0,288	0	1
Дамми времени (2012 г.)	Дамми-переменная = 1, если данные относятся к 2012 г.; = 0 в ином случае		0,351	0	1
Дамми времени (2013 г.)	Дамми-переменная = 1, если данные относятся к 2013 г.; = 0 в ином случае		0,351	0	1
Дамми времени (2014 г.)	Дамми-переменная = 1, если данные относятся к 2014 г.; = 0 в ином случае		0,351	0	1
Дамми времени (2015 г.)	Дамми-переменная = 1, если данные относятся к 2015 г.; = 0 в ином случае		0,351	0	1
Дамми времени (2016 г.)	Дамми-переменная = 1, если данные относятся к 2016 г.; = 0 в ином случае		0,351	0	1
Дамми времени (2017 г.)	Дамми-переменная = 1, если данные относятся к 2017 г.; = 0 в ином случае		0,351	0	1
Дамми времени (2018 г.)	Дамми-переменная = 1, если данные относятся к 2018 г.; = 0 в ином случае	0,143	0,351	0	1

<sup>\*</sup>СКО – среднее квадратическое отклонение.

Таблица 2 – Результаты одномерного анализа Table 2 – Results of univariate analysis

Переменная	Среднее значение, Группа 1	Среднее значение, Группа 2	<i>p</i> -значение для <i>t</i> -теста	Медиана, Группа 1	Медиана, Группа 2	<i>р</i> -значение для теста Манна-Уитни
M/B	0,7397	1,2465	0,0000	0,5758	1,0889	0,000
EBITDA <sub>margin</sub>	0,2606	0,2376	0,2805	0,2564	0,2026	0,3615
Размер	12,3527	12,8006	0,0954	12,2371	12,7776	0,0459
Леверидж	1,1131	1,3181	0,2739	0,7660	0,6643	0,7546
Возраст	17,4342	20,2105	0,0012	19	21	0,0026

Как показывает табл. 2, результаты по двум тестам носят аналогичный характер. Так, наблюдается существенная разница между средними значениями и медианами для показателей MBR, размера и возраста компании. Во всех перечисленных случаях для второй выборки среднее значение и медиана оказались выше, чем для первой. Таким образом, более социально ответственные компании имеют большие значения MBR, размера и возраста компании, что подтверждает гипотезы  $\rm H_1$ ,  $\rm H_4$  и  $\rm H_5$ .

В то же время статистическая значимость различий между EBITDA  $_{margin}$  и левериджем для двух выборок не подтверждена, что позволяет опровергнуть гипотезы  $H_2$  и  $H_3$ .

Таким образом, основная гипотеза, которая связана с проверкой наличия связи между расходами на КСО и финансовой результативностью, подтверждена. Для рынков, близких к совершенным, которые являются

информационно эффективными, подобный результат, вероятнее всего, говорил бы о подтверждении сигнальной теории. В случае с низкоэфективным российским рынком можно предположить, что в рамках данного исследования скорее может быть подтверждена ресурсная теория.

Далее было проведено эмпирическое исследование влияния политики КСО на финансовые показатели публичных компаний на основе анализа панельных данных. Анализировались модели со случайными эффектами (RE) и модели с индивидуальными фиксированными эффектами (FE). Использование данных моделей обусловлено наличием ненаблюдаемых эффектов, характеризующих определенные индивидуальные особенности анализируемых компаний.

Проверка выдвинутых гипотез проводилась в программном пакете STATA 13.0. Результаты эконометрического моделирования представлены в табл. 3 и 4.

Таблица 3 — Результаты оценки влияния расходов на реализацию политики КСО на стоимость компании (зависимая переменная — MBR) Table 3 — Assessment of the effect of CSR policy implementation costs on company value (MBR is a dependent variable)

Попомонила	FE-модель		RE-мо	дель
Переменная	Коэффициент	P >  z	Коэффициент	P >  z
Уровень расходов на КСО	17,234	0,249	22,354	0,002***
EBITDA <sub>margin</sub>	2,891	0,009***	1,056	0,138
Размер	0,810	0,008***	0,054	0,428
Леверидж	0,088	0,630	0,047	0,634
Возраст	-0,111	0,381	0,058	0,001***
Принадлежность к добывающему сектору	-	-	-1,046	0,001***
Принадлежность к обрабатывающему сектору	-	-	-0,842	0,009***
Принадлежность к сектору «Транспорт и телекоммуникации»	-	-		
Дамми времени (2013 г.)	-0,078	0,552	-0,204	0,000***
Дамми времени (2014 г.)	-0,179	0,454	-0,345	0,003***
Дамми времени (2015 г.)	-0,044	0,895	-0,334	0,006***
Дамми времени (2016 г.)	0,234	0,590	-0,153	0,401
Дамми времени (2017 г.)	0,244	0,632	-0,270	0,108
Дамми времени (2018 г.)	0,358	0,527	-0,176	0,406
Const.	-8,078	0,052	-0,115	0,898
R <sup>2</sup>	0,2492		0,1537	
Wald test	308,92	0,000		
Breusch-Pagan test	42,69	0,000		
Hausman test	19,36	0,0550		

Таблица 4 – Результаты оценки влияния расходов на реализацию политики КСО на доходность компании (зависимая переменная – EBITDA<sub>marain</sub>)

Table 4 – Assessment of the effect of CSR policy implementation costs on company profitability (EBITDA margin is a dependent variable)

Поположно	FE-модель		RE-модель		
Переменная	Коэффициент	P >  z	Коэффициент	P >  z	
Уровень расходов на КСО	2,107	0,152	1,921	0,377	
Размер	-0,181	0,000***	-0,087	0,006***	
Леверидж	-0,016	0,265	-0,024	0,012**	
Возраст	-0,004	0,694	0,002	0,752	
Принадлежность к добывающему сектору	-	-	0,052	0,681	
Принадлежность к обрабатывающему сектору	-	-	-0,017	0,876	
Принадлежность к сектору «Транспорт и телекоммуникации»	-	-			
Дамми времени (2013 г.)	0,012	0,307	0,000	1,000	
Дамми времени (2014 г.)	0,068	0,004***	0,047	0,076*	
Дамми времени (2015 г.)	0,103	0,005***	0,077	0,026**	
Дамми времени (2016 г.)	0,120	0,008***	0,073	0,073*	
Дамми времени (2017 г.)	0,128	0,011**	0,066	0,101	
Дамми времени (2018 г.)	0,170	0,002***	0,086	0,057**	
Const.	2,536	0,000***	1,260	0,000***	
R <sup>2</sup>	0,5259		0,4524		
Wald test	28,48	0,0047			
Breusch-Pagan test	21,68	0,0029			
Hausman test	77,65	0,0000			

Эконометрическое тестирование сформулированных гипотез на основе моделей двух видов привело к следующим результатам: связь между стоимостным мультипликатором MBR и расходами на реализацию политики КСО положительна и статистически значима в рамках модели со случайными эффектами. Однако при анализе модели с фиксированными эффектами связь стоимостного мультипликатора с расходами на КСО, оставаясь положительной, становится статистически незначимой. Последнее подтверждает уже сформулированный выше вывод: решения в области реализации политики КСО обусловлены в значительной мере теми индивидуальными особенностями конкретных компаний, которые относятся к ненаблюдаемым эффектам. Заметим, что в России достаточно широкий круг решений в области корпоративного менеджмента зависит от субъективной позиции руководства компаний.

Бухгалтерский индикатор финансовой эффективности EBITDA<sub>margin</sub> продемонстрировал положительную, но статистически незначимую связь с расходами на реализацию политики КСО. Таким образом, стейкхолдерский подход к интерпретации позитивного влияния КСО на финансовую результативность подтверждения не нашел. Весьма невысокий уровень расходов российских компаний на КСО (см. табл. 1) не воспринимается заинтересованными лицами как значимый аргумент в пользу повышения лояльности по отношению к компании. При этом статистически значимое, но негативное влияние продемонстрировал размер

фирмы. Как и ожидалось, на учетный показатель эффективности значительное влияние оказывает фактор времени.

Полученные оценки позволяют также отнести к числу стоимостных детерминант такие характеристики деятельности компании, как рентабельность по EBITDA и размер компании (в рамках модели с фиксированными эффектами). Финансовый леверидж, в противоположность результатам многочисленных предыдущих исследований, оказался в этом плане статистически незначимым.

Выполненное статистическое моделирование подвержено ряду ограничений, в первую очередь технического характера. Особо следует выделить малый объем исследованных выборок, что существенно ограничивает возможности концептуализации полученных эмпирических оценок. Кроме того, ряд недавних эмпирических исследований акцентирует необходимость использования композитных метрик уровня КСО. В частности, в уже упоминавшейся выше статье [Cheng, loannou, Serafeim, 2013, p. 3] авторы опираются на три «измерения» КСО – социальное, экологическое и характеризующее корпоративное управление. I. Laguir, R. Stagliano и J. Elbaz [2015, р. 671] приходят к однозначному выводу о нежелательности использования агрегированного показателя уровня КСО, так как отдельные составляющие социально ответственного поведения могут иметь прямо противоположное влияние на результирующие показатели.

Однако даже в рамках столь существенных ограничений полученные в данном исследовании результаты выступают определенным индикатором влияния политики КСО на инвестиционную привлекательность российского бизнеса.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ И НАПРАВЛЕНИЯ ДАЛЬНЕЙШИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

Анализ инструментальных последствий социально ответственного поведения компаний в условиях формирующегося финансового рынка объективно представляет собой непростую задачу, и даже выявленные эмпирически позитивные зависимости должны интерпретироваться с определенной осторожностью. Как свидетельствует опыт авторов, по мере аккумулирования данных результаты анализа могут изменяться.

Полученные эмпирические результаты в целом свидетельствуют, что социально ответственное поведение в первую очередь крупных акционерных компаний может выступить драйвером привлечения инвестиций даже в условиях низкопрозрачного и информационно малоэффективного рынка.

Следует отдельно отметить результаты анализа панельных данных, показавшего влияние ненаблюдаемых эффектов, связанных с индивидуальными характеристиками компаний: в условиях несовершенного рынка именно последние в немалой степени определяют уровень социальной ответственности бизнеса.

В качестве одного из направлений дальнейшего эмпирического анализа можно выделить изучение инструментальных последствий социально безответственного поведения компаний в условиях формирующегося рынка. Помимо уже упомянутого выше исследования [Nofsinger, Sulaeman, Varma, 2019], к выводу о том, что негативный эффект от социальной безответственности компаний больше, чем позитивный от КСО, приходят S. Jayachandran, K. Kalaignanam

и M. Eilert [2013]. Более того, даже отдельные проявления социально безответственного поведения могут нивелировать положительные эффекты КСО.

Представляется, что выявление и инструментальный анализ проявлений и последствий социально безответственного поведения компаний в условиях российского рынка могут иметь как практическую, так и теоретическую значимость.

Весьма интересным и не разработанным для российского рынка направлением эмпирического анализа выступает исследование налоговых аспектов реализации модели социально ответственного поведения бизнеса. Речь здесь идет не о государственной политике поощрения КСО за счет налоговых льгот – идея сколь очевидная, столь и труднореализуемая на практике вследствие возможного вала злоупотреблений. Налоговый аспект социально ответственного поведения связан с так называемым агрессивным налоговым планированием, под которым понимается весь спектр действий по снижению налогового бремени компаний, легальных, нелегальных или находящихся в «серой зоне» [Laguir, Stagliano, Elbaz, 2015, р. 662]. Авторы последнего исследования, выполненного на материалах французских компаний, приходят к выводу о прямой связи между активной политикой компании в отношениях с основными стейкхолдерскими группами (работники и локальные сообщества) и снижением уровня «налоговой агрессивности».

Описанные выше частные направления эмпирического анализа могут дополнить магистральное направление инструментального анализа эффективности политики КСО в условиях российского рынка путем формирования более представительных выборок и применения более продвинутых эконометрических методов, учитывающих специфические особенности распределения переменных в моделях.

## Источники

Анкудинов А.Б., Бадыкова И.Р. (2019). Корпоративная социальная ответственность как драйвер формирования акционерной стоимости: эмпирический анализ на основе специализированного рейтинга // Экономический вестник Республики Татарстан. № 3. С. 20–25.

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

Чеглакова Л.М., Батаева Б.С., Мелитонян О.А. (2018). Характерные черты социальной ответственности и этики в организациях малого и среднего бизнеса // Российский журнал менеджмента. Т. 16, № 1. С. 63–94. DOI: https://doi.org/10.21638/11701/spbu18.2018.103.

Beck C., Frost G., Jones S. (2018). CSR disclosure and financial performance revisited: A cross-country analysis. *Australian Journal of Management*, vol. 43, pp. 517–537. DOI: https://doi.org/10.1177%2F0312896218771438.

Belkaoui A., Karpik P.G. (1989). Determinants of the corporate decision to disclose social information. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 2(1), pp. 36–51. Available at: https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00154181.

Cheng B., loannou I., Serafeim G. (2013). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, vol. 35 (1). DOI: https://doi.org/10.1002/smj.2131.

- Chin-Chen Yeh, Fengyi Lin, Teng-Shih Wang, Chia-Ming Wu. (2019). Does corporate social responsibility affect cost of capital in China? *Asia Pacific Management Review*. DOI: https://doi.org/10.1016/j.apmrv.2019.04.001. (in press).
- Contini M., Annunziata E., Rizzi F., Frey M. (2020). Exploring the influence of corporate social responsibility (CSR) domains on consumers' loyalty: An experiment in BRICS countries. *Journal of Cleaner Production*, vol. 247 (February). DOI: https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.119158.
- Erhemjamts O., Li Q., Venkateswaran A. (2013). Corporate social responsibility and its impact on firms' investment policy, organizational structure, and performance. *Journal of Business Ethics*, vol. 118, pp. 395–412. DOI: https://doi.org/10.1007/s10551-012-1594-x.
- Hsu F.-J., Chen S.-H. (2019). Does corporate social responsibility drive better performance by adopting IFRS? Evidence from emerging market. *Journal of Computational and Applied Mathematics*, vol. 371 (June). DOI: https://doi.org/10.1016/j. cam.2019.112631.
- Ghoul S.E., Guedhami O., Kwok-Chuck C.Y., Mishra D.R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, vol. 35(9), pp. 2388–2406. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007.
- Jayachandran S., Kalaignanam K., Eilert M. (2013). Product and environmental social performance: varying effect on firm performance. *Strategic Management Journal*, vol. 34(10), pp. 1255–1264. DOI: https://doi.org/10.1002/smj.2054.
- Ji Hye Lee, Hee Sub Byun, Kyung Suh Park. (2018). Product market competition and corporate social responsibility activities: Perspectives from an emerging economy. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 49, pp. 60–80. DOI: https://doi.org/10.1016/j. pacfin.2018.04.001.
- Laguir I., Stagliano R., Elbaz J. (2015). Does corporate social responsibility affect corporate tax aggressiveness? *Journal of Cleaner Production*, vol. 107, pp. 662–675. DOI: http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.05.059.
- Lins K.V., Servaes H., Tamayo A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *Journal of Finance*, vol. 72(4), pp. 1785–1824. DOI: https://doi.org/10.1111/jofi.12505.
- Nofsinger J.R., Sulaeman J., Varma A. (2019). Institutional investors and corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, vol. 58, pp. 700–725. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.012.
- Rodgers W., Choy H. L., Guiral A. (2013). Do investors value a firm's commitment to social activities? *Journal of Business Ethics*, vol. 114, pp. 607–623. DOI: https://doi.org/10.1007/s10551-013-1707-1.
- Servaes H., Tamayo A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science*, vol. 59(5), pp. 1045–1061. DOI: https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630.
- Wuttichindanon S. (2017). Corporate social responsibility disclosure choices of report and its determinants: Empirical evidence from firms listed on the Stock Exchange of Thailand. *Kasetsart Journal of Social Sciences*, vol. 38, pp. 156–162. DOI: https://doi.org/10.1016/j.kjss.2016.07.002.
- Xu Shan, Liu Duchi, Huang Jianbai. (2015). Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms. *Australian Journal of Management*, vol. 40(2), pp. 245–276. DOI: https://doi.org/10.1177/0312896213517894.
- Yen T.-Y, André P. (2019). Market reaction to the effect of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence on emerging markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 71, pp. 114–131. DOI: https://doi.org/10.1016/j. qref.2018.07.003.
- Zhou Hong, GuoPing Li, WanFa Lin. (2016). Corporate social responsibility and credit spreads: An empirical study in Chinese context. *Annals of Economics and Finance*, vol. 17(1), pp. 79–103.

#### Информация об авторах

#### Анкудинов Андрей Борисович

Кандидат физико-математических наук, доцент кафедры управления корпоративными финансами. **Казанский федеральный университет** (420012, РФ, г. Казань, ул. Бутлерова, 4). E-mail: abankudinov@kpfu.ru, ankudia@mail.ru.

#### Бадыкова Иделя Рашитовна

Кандидат экономических наук, доцент кафедры бизнес-статистики и экономики. **Казанский национальный исследовательский технологический университет** (420015, РФ, г. Казань, ул. Карла Маркса, 68). E-mail: idelya.nizamova@gmail.com.

**DOI:** 10.29141/2218-5003-2020-11-2-2

# Empirical analysis of the relationship between the costs of corporate social responsibility policy implementation and Russian companies' financial performance

Andrey B. Ankudinov<sup>1</sup>, Idelia R. Badykova<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Kazan Federal University, Kazan, Russia

Abstract. Analysis of the current body of scientific knowledge on the problems of economic efficiency of corporate social responsibility (CSR) policy displays highly controversial results. The paper focuses on empirical analysis of the relationship between the level of social responsibility, as proxied by CSR policy implementation costs, and financial performance of Russian companies. The research methodology includes the conceptual framework of the instrumental approach to the corporate social responsibility theory. Accumulated knowledge and empirical results systematized in the article serve as the basis for statistical analysis of panel data. The authors employ random effects and fixed effects models. The sample comprises data covering the period of 2012–2018 for 22 Russian publicly traded companies. The value multiplier Market-to-Book Ratio (MBR) and the accounting indicator of profitability EBITDA margin are used as dependent variables. Estimates of the random effects model confirm a positive relationship between the value multiplier MBR and CSR policy implementation costs. However, the fixed effects model analysis failed to confirm any statistically significant relationship between the value multiplier MBR and CSR costs, which supports the conclusion that decisions on CSR policy implementation in Russia are mainly due to individual characteristics of companies related to unobservable effects. Both models did not reveal a statistically significant relationship between the chosen CSR proxy variable and the accounting indicator of financial performance. The empirical results generally confirm that socially responsible behavior can act as a driver of raising funds even in the context of imperfect market; however, managerial decisions in this field are largely determined by individual characteristics of companies.

**Keywords:** socially responsible behavior; corporate social responsibility; Russian companies; financial performance; empirical analysis; panel data.

**JEL Classification:** M14, G30, O16 **Paper submitted:** February 4, 2020

**For citation:** Ankudinov A.B., Badykova I.R. (2020). Empirical analysis of the relationship between the costs of corporate social responsibility policy implementation and Russian companies' financial performance. *Upravlenets – The Manager*, vol. 11, no. 2, pp. 16–26. DOI: 10.29141/2218-5003-2020-11-2-2.

#### References

Ankudinov A.B., Badykova I.R. (2019). Korporativnaya sotsial'naya otvetstvennost' kak drayver formirovaniya aktsionernoy stoimosti: empiricheskiy analiz na osnove spetsializirovannogo reytinga [Corporate social responsibility as a driver for the formation of shareholder value: An empirical analysis based on a specialized rating]. *Ekonomicheskiy vestnik Respubliki Tatarstan – Economic Bulletin of the Republic of Tatarstan*, no. 3, pp. 20–25.

Ankudinov A.B., Badykova I.R., Markhanova E.S. (2018). Empiricheskiy analiz vzaimosvyazi raskhodov na povyshenie kvalifikatsii rabotnikov i finansovoy effektivnosti rossiyskikh kompaniy [Empirical analysis of the relation between expenditures on employees' advanced training and financial performance of Russian companies]. *Upravlenets – The Manager*, vol. 9, no. 4, pp. 74–83. DOI: 10.29141/2218-5003-2018-9-4-8.

Cheglakova L.M., Bataeva B.S., Melitonyan O.A. (2018). Kharakternye cherty sotsial'noy otvetstvennosti i etiki v organizatsiyakh malogo i srednego biznesa. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta – Russia Management Journal*, vol. 16, no. 1, pp. 63–94. DOI: https://doi.org/10.21638/11701/spbu18.2018.103.

Beck C., Frost G., Jones S. (2018). CSR disclosure and financial performance revisited: A cross-country analysis. *Australian Journal of Management*, vol. 43, pp. 517–537. DOI: https://doi.org/10.1177%2F0312896218771438.

Belkaoui A., Karpik P.G. (1989). Determinants of the corporate decision to disclose social information. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, vol. 2(1), pp. 36–51. Available at: https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00154181.

Cheng B., loannou I., Serafeim G. (2013). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, vol. 35 (1). DOI: https://doi.org/10.1002/smj.2131.

Chin-Chen Yeh, Fengyi Lin, Teng-Shih Wang, Chia-Ming Wu. (2019). Does corporate social responsibility affect cost of capital in China? *Asia Pacific Management Review*. DOI: https://doi.org/10.1016/j.apmrv.2019.04.001. (in press).

Contini M., Annunziata E., Rizzi F., Frey M. (2020). Exploring the influence of corporate social responsibility (CSR) domains on consumers' loyalty: An experiment in BRICS countries. *Journal of Cleaner Production*, vol. 247 (February). DOI: https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.119158.

Erhemjamts O., Li Q., Venkateswaran A. (2013). Corporate social responsibility and its impact on firms' investment policy, organizational structure, and performance. *Journal of Business Ethics*, vol. 118, pp. 395–412. DOI: https://doi.org/10.1007/s10551-012-1594-x.

Hsu F.-J., Chen S.-H. (2019). Does corporate social responsibility drive better performance by adopting IFRS? Evidence from emerging market. *Journal of Computational and Applied Mathematics*, vol. 371 (June). DOI: https://doi.org/10.1016/j.cam.2019.112631.

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Kazan National Research Technological University, Kazan, Russia

- Ghoul S.E., Guedhami O., Kwok-Chuck C.Y., Mishra D.R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, vol. 35(9), pp. 2388–2406. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007.
- Jayachandran S., Kalaignanam K., Eilert M. (2013). Product and environmental social performance: varying effect on firm performance. *Strategic Management Journal*, vol. 34(10), pp. 1255–1264. DOI: https://doi.org/10.1002/smj.2054.
- Ji Hye Lee, Hee Sub Byun, Kyung Suh Park. (2018). Product market competition and corporate social responsibility activities: Perspectives from an emerging economy. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 49, pp. 60–80. DOI: https://doi.org/10.1016/j. pacfin.2018.04.001.
- Laguir I., Stagliano R., Elbaz J. (2015). Does corporate social responsibility affect corporate tax aggressiveness? *Journal of Cleaner Production*, vol. 107, pp. 662–675. DOI: http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.05.059.
- Lins K.V., Servaes H., Tamayo A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *Journal of Finance*, vol. 72(4), pp. 1785–1824. DOI: https://doi.org/10.1111/jofi.12505.
- Nofsinger J.R., Sulaeman J., Varma A. (2019). Institutional investors and corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, vol. 58, pp. 700–725. DOI: https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.012.
- Rodgers W., Choy H. L., Guiral A. (2013). Do investors value a firm's commitment to social activities? *Journal of Business Ethics*, vol. 114, pp. 607–623. DOI: https://doi.org/10.1007/s10551-013-1707-1.
- Servaes H., Tamayo A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science*, vol. 59(5), pp. 1045–1061. DOI: https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630.
- Wuttichindanon S. (2017). Corporate social responsibility disclosure choices of report and its determinants: Empirical evidence from firms listed on the Stock Exchange of Thailand. *Kasetsart Journal of Social Sciences*, vol. 38, pp. 156–162. DOI: https://doi.org/10.1016/j.kiss.2016.07.002.
- Xu Shan, Liu Duchi, Huang Jianbai. (2015). Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms. *Australian Journal of Management*, vol. 40(2), pp. 245–276. DOI: https://doi.org/10.1177/0312896213517894.
- Yen T.-Y, André P. (2019). Market reaction to the effect of corporate social responsibility on mergers and acquisitions: Evidence on emerging markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 71, pp. 114–131. DOI: https://doi.org/10.1016/j. qref.2018.07.003.
- Zhou Hong, GuoPing Li, WanFa Lin. (2016). Corporate social responsibility and credit spreads: An empirical study in Chinese context. *Annals of Economics and Finance*, vol. 17(1), pp. 79–103.

### Information about the authors

#### Andrey B. Ankudinov

Cand. Sc. (Physics and Mathematics), Associate Professor of Corporate Financial Management Dept. **Kazan Federal University** (4 Butlerova St., Kazan, 420012, Russia). E-mail: abankudinov@kpfu.ru, ankudia@mail.ru.

### Idelia R. Badykova

Cand. Sc. (Econ.), Associate Professor of Business Statistics and Economics Dept. Kazan National Research Technological University (68 Karla Marksa St., Kazan, 420015, Russia). E-mail: idelya.nizamova@gmail.com.