Федеральное государственное образовательное учреждение

высшего профессионального образования  
Санкт-Петербургский государственный университет

**ВЗАИМОСВЯЗЬ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ О КОРПОРАТИВНОЙ СОЦИАЛЬНОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТИ И РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ**

Выпускная квалификационная работа студентки 4 курса направления 38.03.02 – Менеджмент, шифр образовательной программы СВ.5070.2018

**ТИХОНОВОЙ Кристины Александровны**  
\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

(подпись)

Научный руководитель:  
к.э.н., доцент кафедры финансов и учёта  
ГАРАНИНА Татьяна Александровна  
\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

(подпись)

Санкт-Петербург

2018

**Заявление**

**о самостоятельном выполнении Выпускной квалификационной работы**

Я, Тихонова Кристина Александровна, студентка 4 курса, осваивающая основную образовательную программу бакалавриата по направлению 080500 «Менеджмент» профиля «Финансовый Менеджмент», заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Взаимосвязь раскрытия информации о корпоративной социальной ответственности и результативности деятельности российских компаний», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата по направлению менеджмент для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно, что согласно п.12.4.13 «Правил обучения на бакалаврской программе ВШМ СПбГУ», «обнаружение в ВКР студента элементов плагиата (контекстуальное или прямое заимствование текста из печатных и электронных оригинальных источников, а также из защищенных ранее выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций без соответствующих ссылок) является основанием для выставления ГАК оценки «неудовлетворительно».

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Подпись)

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_ (Дата)

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ 5

ГЛАВА 1. ОБЗОР ИССЛЕДОВАНИЙ В ОБЛАСТИ КОРПОРАТИВНОЙ СОЦИАЛЬНОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТИ 8

1. 1. Определение корпоративной социальной ответственности 8

1. 1. 1. Разнообразие трактовок корпоративной социальной ответственности 8

1. 1. 2. Вовлечённость в корпоративную социальную ответственность 10

1. 1. 3. Выводы 11

1. 2. Теоретические основы корпоративной социальной ответственности 12

1. 2. 1. Институциональная теория 12

1. 2. 2. Теория международной политической экономии 12

1. 2. 3. Управленческая теория и агентская теория 13

1. 2. 4. Теория легитимности 14

1. 2. 5. Теория заинтересованных сторон 17

1. 2. 6. Выводы 20

1. 3. Связь раскрытия информации о корпоративной социальной ответственности и показателей результативности компаний на зарубежных рынках 21

1. 3. 1. Исследования о раскрытии информации о корпоративной социальной ответственности 21

1. 3. 2. Исследования о связи корпоративной социальной ответственности с финансовой результативностью в контексте развитых стран 25

1. 3. 3. Исследования о связи корпоративной социальной ответственности с финансовой результативностью в контексте развивающихся стран 30

1. 3. 4. Выводы 32

1. 4. Особенности корпоративной социальной ответственности в России и её связь с показателями результативности компаний 33

1. 4. 1. Выводы 37

1. 5. Выводы 37

ГЛАВА 2. ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ 39

2. 1. Гипотеза 39

2. 2. Переменные модели 40

2. 2. 1. Изучаемые показатели 40

2. 2. 2. Контрольные показатели 45

2. 3. Методология исследования и выборка 45

2. 3. 1. Базовая модель 46

2. 3. 2. Основная модель 48

2. 3. 3. Описание выборки 50

2. 3. 4. Описательная статистика и результаты исследования 52

2. 3. 5. Учёт отраслевых характеристик 55

2. 3. 6. Учёт характеристик формы собственности 58

2. 3. 7. Дополнительный анализ индекса раскрытия информации о КСО 60

2. 4. Интерпретация результатов исследования 67

2. 4. 1. Интерпретация основной модели 67

2. 4. 2. Интерпретация отраслевого анализа 69

2. 4. 3. Интерпретация анализа форм собственности 71

2. 5. Практические рекомендации 72

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 75

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 78

ПРИЛОЖЕНИЯ 89

Приложение 1. Сводные таблицы исследований по теме 89

Приложение 2. Критериальная оценка разделов КСО 92

Приложение 3. Тесты на выбор регрессионной модели 97

Приложение 4. Проверка на мультиколлинеарность 97

Приложение 5. Тесты на обнаружение гетероскедастичности 98

# ВВЕДЕНИЕ

Программы компаний по корпоративной социальной ответственности (КСО) зародились ещё во время индустриальной революции в середине-конце 1800-х гг. В это время корпорации стали обращать внимание на условия работы сотрудников не только с тем чтобы повысить их продуктивность, но и по социальным причинам. Например, в Великобритании некоторые компании строили больницы для сотрудников, многие предоставляли помещения для обеда, оборудовали места для отдыха и развлечений (Wren, 2005). Интенсивное развитие корпоративных программ по социальной ответственности началось только с середины XX века, в особенности с 1950-х годов, когда установки общества и совета директоров поменялись кардинальным образом и конкуренция на рынке, а значит и важность компании позитивно отличаться по всем показателям, увеличились. В этот момент времени управленческий аппарат компаний постепенно пришёл к осознанию того, что деятельность в области КСО выгодна в отношении присвоения экономических ресурсов общества. Общество, в свою очередь, представляя собой широкий круг влиятельных стейкхолдеров, желает видеть, что эти самые ресурсы используются для широких социальных целей, а не только для узко ограниченных интересов частных лиц и фирм (Caroll, 2008).

С 2000-х гг. КСО динамично интегрируется со стратегическим менеджментом и корпоративным управлением и, таким образом, становится неотъемлемой частью успешной деятельности компании.

Однако, очевидно, что темпы развития осведомлённости о важности наличия КСО разнились в каждой стране. Наиболее рано КСО интегрировалась в американский бизнес и бизнес Западной Европы (Caroll, 2008). Что касается России, то до 2000-х годов компании, если и уделяли внимание КСО, то это касалось, в основном, благотворительности. К тому же, плановая экономическая система Советского Союза сводила преимущества использования КСО до минимума. Только в 2002-2006 гг. КСО стала активно развиваться по причине возросшей экономической и политической стабильности в стране и интернационализации российских компаний (Совет Федерации ФС РФ, 2005).

На зарубежных рынках проводилось много исследований о связи раскрытия информации о КСО и финансовой результативности, что позволило заключить о наличии такой связи в большинстве случаев. Что касается России, данная тема до сих пор остаётся неизведанной в то время как активное вовлечение компаний в деятельность по КСО и соответствующее раскрытие информации о ней позволяет предполагать о возможности связи раскрытия информации о КСО с эффективностью и результативностью. Недостаточность научных исследований такого рода позволяет сформулировать **проблему** данного исследования, которая заключается в неизвестности и недоказанности взаимосвязи раскрытия информации о КСО с результативностью деятельности российских компаний, когда наличие такой связи можно предположить, опираясь на зарубежные исследования и тенденции российского бизнеса.

Данная проблема является **актуальной** для российского бизнеса, что объясняется, прежде всего, следующими факторами:

* В современном контексте российские компании всё больше вовлечены в деятельность по КСО и раскрывают информацию о ней, в то время как результаты этого вовлечения изучены недостаточно – их изучение может позволить компаниям эффективно выстраивать приоритеты в политике по КСО;
* В условиях жёсткой конкуренции публикуемая информация о КСО выступает конкурентным преимуществом компании и позитивно настраивает отношение стейкхолдеров к ней, что позволяет предполагать о возможности отражения информации о качественной политике в сфере КСО на рыночной эффективности компаний;
* Интернационализация российского бизнеса требует от компаний соответствовать стандартам ведения бизнеса за рубежом и предоставляет возможность получать выгоды, действующие для международных компаний.

Из того факта, что вышеупомянутая проблема актуальна для российских компаний, следует вывод об актуальности исследований в сфере КСО и о связи раскрытия информации о КСО с показателями финансовой эффективности.

Таким образом, **целью** исследования является выявление взаимосвязи раскрытия информации о КСО с показателями результативности деятельности российских компаний.

Цель исследования позволяет сформулировать ключевые **задачи**, которые необходимо выполнить для проведения полноценного анализа проблемы:

* Определить и проанализировать основные определения и формулировки, касающиеся темы: КСО, виды КСО, роль КСО в деятельности компании;
* Изучить существующие теоретические и эмпирические исследования по теме раскрытия информации о КСО российскими и зарубежными компаниями, а также о связи раскрытия информации о КСО с результативностью компаний;
* Собрать все необходимые данные для проведения исследования;
* Выявить и оценить ключевые качественные показатели, характеризующие степень раскрытия информации о КСО;
* Построить качественную регрессионную модель с целью выявления взаимосвязи раскрытия информации о КСО с финансовыми показателями деятельности российских компаний;
* Провести эмпирический анализ, интерпретировать полученные результаты, сравнить их с аналогичными зарубежными исследованиями, разработать управленческие приложения.

Данное исследование проводилось поэтапно начиная с обзора подходов к определению КСО и заканчивая анализом результатов эмпирического исследования в точном соответствии с последовательностью задач.

Этапы исследования отражены в структуре данной работы. В 1-й главе приведён обзор определений КСО, теоретических основ КСО и международных и российских исследований, фокусировавшихся на причинах раскрытия информации о КСО и на взаимосвязи раскрытия информации о КСО с результативностью деятельности компаний. На основе анализа результатов существующих исследований сформулирована основная гипотеза, которая открывает 2-ю главу. Основа 2-й главы – эмпирическое исследование, проведённое на выборке из 215 торгуемых компаний различных отраслей с 2014 по 2016 гг. Эмпирическое исследование проводилось с помощью многофакторной регрессионной модели с фиксированными эффектами.

Данные для настоящего исследования были собраны преимущественно с помощью баз данных СКРИН и СПАРК, а также годовых отчётов компаний.

# ГЛАВА 1. ОБЗОР исследований в области корпоративной социальной ответственности

## Определение корпоративной социальной ответственности

### Разнообразие трактовок корпоративной социальной ответственности

Корпоративная социальная ответственность - это концепция, в соответствии с которой компании интегрируют социальные и экологические проблемы в свои бизнес-операции и взаимодействуют с заинтересованными сторонами на продиктованной законом, а также добровольной основе (Журнал "Устойчивый бизнес", 2017). КСО включает в себя такие аспекты как: работа в партнёрстве с местными сообществами, социально ответственные инвестиции, развитие отношений с сотрудниками и клиентами, охрана окружающей среды и устойчивое развитие и другие (The University of Edinburgh, 2017).

Следуя из определения, КСО состоит из двух главных подгрупп (Рис. 1): социальные и экологические обязательства, продиктованные законом, которые компания не имеет права не соблюдать; добровольные действия по сохранению и поддержанию устойчивого развития сверх требуемого уровня, установленного законодательством, исходящие прежде всего из моральных и этических целей компании по улучшению окружающей среды (Подопригова, 2012). Однако важно подчеркнуть, что данное определение не является единственным. В различных источниках информации, в том числе различными компаниями, КСО трактуется по-разному. Например, Европейская комиссия не включает в определение КСО законодательный аспект и акцентирует внимание на том, что КСО предполагает именно добровольное участие компаний в устойчивом развитии сверх продиктованных законом обязательств перед обществом и окружающей средой (European Comission, 2011). Однако юридические обязательства в любом случае создают необходимые благоприятные условия, помогающие предприятиям добровольно повышать социальную ответственность бизнеса.

1. Разделение корпоративной социальной ответственности

Источник: подготовлено автором

Существует взаимосвязь между идеей корпоративной социальной ответственности и реакцией заинтересованных сторон организации. Организация чаще всего прорабатывает стратегию по КСО, ориентируясь на своих стейкхолдеров. Так, различные аспекты, охватывающие широкое понятие корпоративной социальной ответственности, можно изобразить в виде матрицы, где пересекаются заинтересованные стороны и общие уровни КСО (Таблица 1). Стоит обратить внимание, что здесь в определение КСО также вкладывается экономическая эффективность компании (Caroll, 1991).

**Матрица КСО**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Заинтересованные стороны** | **Уровни КСО** | | | |
| **Экономический** | **Правовой** | **Этический** | **Филантропический** |
| Собственники | – | – | – | – |
| Потребители | – | – | – | – |
| Работники | – | – | – | – |
| Местное сообщество | – | – | – | – |
| Конкуренты | – | – | – | – |
| Поставщики | – | – | – | – |
| Группы общественных деятелей | – | – | – | – |
| Общество в целом | – | – | – | – |
| Другие | – | – | – | – |

*Источник:* (Caroll, 1991)*.*

Корпоративная социальная ответственность стала способом стратегического сообщения для организаций, которые пытаются огласить свою этическую деятельность различным группам заинтересованных сторон. В соответствии с ещё одним определением (Philip Kotler, 2005), КСО – это приверженность делу улучшения благосостояния общества посредством дискреционных методов ведения бизнеса и вклада в корпоративные ресурсы.

Другое определение корпоративной социальной ответственности звучит как «ответственность предприятий за их воздействие на общество» (European Comission, 2011). Уважение к действующему законодательству и коллективным соглашениям между социальными партнерами является предпосылкой для осуществления этой ответственности.

Эти определения предполагают, что организации, осуществляющие политику по КСО, будут вести свой бизнес не только для получения прибыли для акционеров, но и для повышения подотчетности перед внутренними и внешними заинтересованными сторонами. Организации могут предоставлять свои имеющиеся ресурсы, такие как денежные средства, продукты и услуги или сотрудников для улучшения благосостояния населения. Организации также могут сообщать о своей деятельности с конкретными группами заинтересованных сторон через деятельность КСО (Jitaree, 2015).

Таким образом, важно понимать, что различие трактовок КСО является одной из основополагающих трудностей исследований в данной сфере. Индексы по КСО и отдельные исследователи оценивают уровень КСО с помощью разных факторов, в зависимости от этого результаты исследований очень проблематично сравнивать между собой.

### Вовлечённость в корпоративную социальную ответственность

Чтобы полностью выполнить свои обязательства и добровольные стратегические планы по КСО, предприятия должны располагать качественной интеграцией социальных, экологических, этических норм, прав человека и интересов потребителей в своих бизнес-операциях и ключевой стратегии, тесно сотрудничая с заинтересованными сторонами с целью:

* максимизации создания общей ценности для акционеров, а также для других заинтересованных сторон и общества в целом;
* выявления, предотвращения и смягчения возможных негативных последствий деятельности самих компаний (European Comission, 2011).

Сложность этого процесса зависит от таких факторов, как размер предприятия и характер его операций. Для большинства малых и средних предприятий, особенно микропредприятий, процесс КСО, вероятно, остается неформальным и интуитивным (European Comission, 2011).

Чтобы максимизировать создание общей ценности, предприятия с передовым подходом к КСО применяют долгосрочный стратегический план КСО и изучают возможности для разработки инновационных продуктов, услуг и бизнес-моделей, которые способствуют социальному благополучию и приводят к улучшению экологической среды (European Comission, 2011).

В общем и целом, КСО имеет общий положительный тренд в мире (Philip Kotler, 2005). Фирмы, которые участвуют в деятельности КСО, получают потенциальные выгоды. Таким образом, участие в КСО позитивно сказывается на отношении заинтересованных сторон к компании.

Стратегический подход к КСО приобретает все большее значение для конкурентоспособности предприятий. Это приносит пользу с точки зрения управления рисками, экономии средств, доступа к капиталу, взаимоотношений с клиентами, управления человеческими ресурсами и инновационного потенциала (European Comission, 2011). Поскольку КСО требует взаимодействия с внутренними и внешними заинтересованными сторонами, это позволяет предприятиям лучше предвидеть и использовать быстро меняющиеся общественные ожидания и условия работы. Следовательно, КСО может стимулировать развитие новых рынков и создавать возможности для роста. Обращаясь к своей социальной ответственности, предприятия могут принимать долгосрочные надежды сотрудников, потребителей и граждан в качестве основы для устойчивых бизнес-моделей. В свою очередь, более высокий уровень доверия помогает создать среду, в которой предприятия могут внедрять инновации и расти.

### Выводы

Таким образом, несмотря на вариативность определений КСО, возможно выделить общий аспект во всех упомянутых определениях: КСО предполагает набор дополнительных ценностей, на которых можно построить более устойчивый бизнес, отвечающий предпочтениям стейкхолдеров, и сплоченное общество, и на которых будет основываться переход к устойчивым экономическим системам.

В данном исследовании КСО рассматривается в большей степени как добровольное участие организаций в экономических, социальных и экологических аспектов сообществ и разделяется на 4 подгруппы: окружающая среда, местное сообщество, социальная политика в отношении сотрудников и рыночные отношения.

## Теоретические основы корпоративной социальной ответственности

Существует несколько теорий, объясняющих причины, по которым компании занимаются корпоративной социальной ответственностью. К ним относятся институциональная теория, теория международной политической экономии, управленческая теория, агентская теория, теория легитимности и теория заинтересованных сторон. Единой теории, полностью объясняющей участие компаний в КСО, не существует, так как причины участия компаний в КСО сложно раскрыть с точки зрения одной перспективы (Jitaree, 2015). Тем не менее, теория легитимности и теория заинтересованных сторон являются главенствующими, поэтому в данном разделе им будет уделено особенное внимание (Gray, 1995; Roberts, 1992).

### Институциональная теория

Неоинституционализм расширяет концепцию среды более ранних организаций, в которой подчеркивалась важность технической среды и социальных и культурных аспектов (Scott, 1995). Теория признает, что социальные, экономические, политические и другие факторы составляют институциональную структуру среды или рационализированные мифы - широко распространенные убеждения и безличные правила, определяющие процедуры, необходимые для достижения определенной цели. В связи с тем, что фирмам необходимо поддерживать легитимность и получать ресурсы, существующее внешнее и внутреннее институциональное давление в окружающей среде (политическое, общественное, культурное давление), в которой работают фирмы, заставляет организации принимать определенную структурную форму и вести себя определенным образом для выживания (Meyer, 1977). Таким образом, чистым эффектом институционального давления является увеличение однородности структуры и КСО организаций.

### Теория международной политической экономии

Авторы теории международной политической экономии утверждают, что рост КСО имеет меньше общего с новообретенным корпоративным интересом к этике и больше связан с фундаментальными изменениями в глобальной политико-экономической системе.

Авторы данной теории заинтересованы в объяснении динамики движущей силы между бизнесом, правительством и обществом. В частности, неоплюралистические и структуралистские авторы в международной политической экономии выступали за возвращение фирмы к анализу международной политики и за предоставление привилегированной роли бизнесу в понимании формирования международной политики (Eden, 1991). В последнее время в литературе по данной теме все чаще уделяется внимание политическим процессам, которые происходят вне традиционной международной политики, ориентированной на государство, а именно: «самостоятельное управление», в рамках которого субъекты бизнеса или гражданского общества разрабатывают добровольные инициативы по регулированию корпоративного социального и экологического поведения. По их мнению, КСО является частью более широкой тенденции к частному регулированию и нуждается в критическом анализе в контексте фундаментального сдвига в политической власти между субъектами государства, рынка и гражданского общества (Utting, 2008; Fuchs, 2008; Hirschland, 2006; Moon, 2008).

Исследователи в рамках теории международной политической экономии изображают КСО и другие формы частного социального и экологического управления как функциональный ответ на новые вызовы, возникающие в результате экономической глобализации и глобального разрыва в управлении. Кроме того, перспектива данной теории подчеркивает политический аспект, рассматривая КСО как корпоративный политический проект с важными последствиями для управления, с точки зрения влияния КСО на попытки регулирования корпоративного социального и экологического поведения. Таким образом, эта область исследований обеспечивает важное понимание структурных условий, которые определяют КСО, и тем самым освещает как причины, так и возможные последствия КСО (Gjølberg, 2012).

### Управленческая теория и агентская теория

Агентскую теорию рассматривает проблему взаимоотношений принципала (акционеров) и агента (менеджеров). Согласно этой теории, руководители должны максимизировать прибыль для акционеров или владельцев организации. Однако агентская проблема возникает, когда менеджеры имеют отличные от стейкхолдеров взгляды и цели в отношении КСО. Это может повлиять на управленческие решения и политику по КСО (Berle, 1932; Jensen, 1976).

Управленческая теория ориентирована на мотивацию генеральных директоров и обязанности, права, возможности и роль совета директоров. Эта теория утверждает, что менеджеры, подотчётные акционерам, пытаются повысить эффективность организации и таким образом принести максимальные выгоды акционерам на основе предоставленного им права на руководство (Donaldson L., 1991; Jitaree, 2015).

### Теория легитимности

Теория легитимности широко используется в социальной и финансовой литературе для объяснения причин, почему компании раскрывают социальную и экологическую информацию. Теория легитимности определяется как общее восприятие или предположение о том, что действия субъекта желательны, правильны или уместны в какой-то социально построенной системе норм, ценностей, убеждений и определений (Suchman, 1995).

Теория легитимности основана на восприятии того, что права и ответственность компаний происходят от общества. Бизнес должен действовать в интересах общества, чтобы оправдать ожидания, в том числе обеспечить лучшее качество товаров и услуг для общества. Поскольку организация является частью большой социальной системы, бизнес должен действовать в рамках этой системы и не производить негативного воздействия на общество (Deegan, 2002). Это сможет помочь организациям достичь целей и, таким образом, сохранить прибыль.

Существуют три формы легитимности: прагматическая – основана на личных интересах самой ближайшей аудитории; моральная – основана на нормативном утверждении о «правильности» совершаемых компанией действий; и когнитивная – основана на принятии действий компании как само собой разумеющихся (Suchman, 1995). Эти три формы были использованы для объяснения связи КСО с теорией легитимности.

В соответствии с мнением других исследователей, теория легитимности основана на восприятии того, что бизнес ведется в обществе через так называемые социальные договорённости, которые менеджмент соглашается достичь в обмен на достижение своих целей (Guthrie, 1989; O'Donovan, 2002). Организации должны осуществлять КСО и раскрывать соответствующую информацию для общества, чтобы была возможность судить о том, является ли компания хорошим корпоративным гражданином. Компании, которые воспринимаются как «хорошие корпоративные граждане», выполняют социальные обязательства (Jitaree, 2015).

Теория легитимности обычно используется в академической литературе для определения связи между финансовыми показателями компании и раскрытием информации о КСО. В ряде исследований теория легитимности была использована, чтобы объяснить, почему компании участвуют в деятельности КСО и как организации получают и поддерживают свою легитимность. Теория легитимности может быть использована в качестве мотивации для компаний раскрывать их социальную и экологическую деятельность. Таким образом, менеджеры будут сообщать больше о деятельности КСО, когда они будут вынуждены делать это, исходя из ожиданий сообществ (Deegan, 1996; O'Donovan, 2000; Deegan, 2002).

Другое исследование изучало добровольное раскрытие информации о КСО с общественным давлением или рентабельностью в США. Автор утверждал, что раскрытие КСО в ежегодных отчетах было применено для сообщения о движении социальной деятельности в фирмах. Из-за публичного давления крупные компании определённых отраслей могут чаще сообщать о КСО и сравнивать эти характеристики с результативности своей компании. Более крупные фирмы более подвержены воздействию в средствах массовой информации и, таким образом, с большей вероятностью возьмут на себя деятельность по КСО для культивирования ими своего общественного имиджа. Некоторые отрасли промышленности получают больше общественного внимания, чем другие, что оказывает давление на фирмы в этих отраслях и побуждает осуществлять деятельность в области КСО. Таким образом, размер фирмы и тип отрасли могут использоваться как переменные, относящиеся к КСО в соответствии с теорией легитимности (Patten, 1991).

Теория легитимности использовалась для изучения корпоративной социальной и экологической отчетности в Великобритании с 1979 по 1991 гг. Результаты показали, что раскрытие КСО значительно увеличилось в течение всего периода исследования. Увеличение раскрытия КСО объясняется теорией легитимности. Раскрытие информации о взаимоотношениях с клиентами, здравоохранении и безопасности, окружающей среде и энергетике увеличилось в течение периода наблюдения. Раскрытие информации о состоянии здоровья и безопасности, как правило, представляет собой «изменение восприятия» общества и служит примером стратегии поддержания и повышения легитимности. Однако степень раскрытия информации о потребителях и энергетике не может быть объяснена с использованием теории легитимности, поскольку эти два аспекта раскрытия информации составляют лишь небольшую долю раскрытия информации об окружающей среде (Gray, 1995).

Теория легитимности использовалась для анализа изменений в стратегиях раскрытия социальных и экологических составляющих деятельности 3 электрических сетей (2 государственных и 1 частной) в Канаде. Исследователи обнаружили, что государственные предприятия раскрывают больше информации о КСО, чем частные компании. Уровень раскрытия информации коррелирует с размером компании и типом собственности. Крупнейшая компания, принадлежащая правительству, обеспечила лучшее раскрытие информации о КСО, чем более мелкие фирмы. Эти выводы подтверждают мнение о том, что раскрытие информации об окружающей среде помогает справиться с общественным давлением государственных компаний. Когда размер государственного предприятия увеличивается, фирма становится более заметной и, следовательно, подотчетной (Cormier, 2001).

Также было проведено исследование с участием компаний в Бангладешской ассоциации производителей и экспортеров одежды (BGMEA) для изучения мотивов руководителей организаций в Бангладеш в отношении восприятия давления, оказываемого внешними группами заинтересованных сторон. Результаты показали, что на индустрию Бангладеш влияют ожидания мирового сообщества. Когда давление возникало, менеджеры BGMEA отвечали соответствующим образом, раскрывая информацию о КСО. Это согласуется с теорией легитимности, поскольку компании могут поддерживать свою «лицензию на управление», соответствуя ожиданиям общества (Islam, 2008).

Степень раскрытия информации о КСО формируется в соответствии с размером фирмы, появлением её в новостях по экологии, финансовым рычагом и показателями эффективности экологической деятельности, что было подтверждено в исследовании, рассматривающем взаимосвязь раскрытия социальной и экологической информации со снижением асимметрии информации между менеджерами и участниками фондового рынка. В частности, было установлено, что экологические показатели непосредственно связаны с раскрытием информации о КСО. Фирмы с высоким уровнем негативного воздействия на экологию сообщают о КСО более часто, чем фирмы с более низким уровнем. Утверждается, что более высокий уровень раскрытия информации о КСО помогает фирмам, загрязняющим окружающую среду более других, в завоевании легитимности (Cormier, 2011).

Теория легитимности частично помогает объяснить, в какой степени деятельность КСО раскрывается фирмами (O'Donovan, 2002). Компании предоставляют информацию о КСО, требуемой законом или нормативными актами, чтобы добиться признания легитимности со стороны государства. Дополнительная информация раскрывается фирмами, которые имеют большую видимость с точки зрения размера, уровня загрязнения или другой специфики отрасли и деятельности. Таким образом, уровень раскрытия КСО определяется требованием к фирмам оставаться легитимными в отношении общества в целом.

1. Факторы, влияющие на степень интереса к повышению легитимности

Источник: подготовлено автором

Можно сделать вывод, что размер фирмы, тип отрасли, профиль компании, политика раскрытия информации, ожидания сообщества и воздействие на окружающую среду могут быть использованы в качестве переменных, связанных с КСО, согласно теории легитимности, и влияющих на интерес организации к обеспечению и поддержанию этой легитимности (Рис. 2). Однако каждое исследование, основанное на теории легитимности, имеет тенденцию сосредотачиваться только на конкретных аспектах КСО. Данное исследование использует размер фирмы, тип отрасли и форму собственности как контрольные переменные, которые могут быть связаны с КСО теорией легитимности.

### Теория заинтересованных сторон

Теория заинтересованных сторон – следующая наиболее широко используемая теория, объясняющая мотивацию фирм сообщать о своей экологической и социальной активности. Заинтересованная сторона – это любая группа или лицо, которые могут повлиять на достижение цели организации и на которых влияет сама организация (Freeman, 2010). Термин «заинтересованная сторона» включает в себя широкий круг групп интересов, которые участвуют в организации, которые можно подразделить на внешние и внутренние (Рис. 3). Теория заинтересованных сторон фокусируется на группах заинтересованных сторон в обществе и принимает различные мнения этих групп о том, как организации следует действовать в обществе. В этой теории рассматриваются все заинтересованные стороны, затронутые поведением фирмы, включая акционеров, поставщиков, дистрибьюторов, клиентов, сотрудников, конкурентов, представителей средств массовой информации, ученых, профсоюзных организаций, местных общин и государственных учреждений.

1. Внутренние и внешние заинтересованные стороны

Источник: подготовлено автором

Теорию заинтересованных сторон также можно разделить на две ветви: этическую (моральную) и позитивную (управленческую) (Deegan, 2000). Этическая ветвь основана на предпосылке о том, что все заинтересованные стороны имеют право на справедливое отношение к организации, а руководители должны управлять организацией на благо всех заинтересованных сторон. Следовательно, все стейкхолдеры имеют право на получение информации о том, как деятельность компании влияет на них. Заинтересованным сторонам необходимо знать всю информацию, в том числе информацию о токсичных отходах, загрязнении воды, социальной поддержке. Позитивная ветвь основана на аргументе, согласно которому организации отвечают интересам общества через власть заинтересованных сторон для того, чтобы влиять на корпоративное управление. Исходя из этого, организации предоставляют информацию, ориентированную на проблемы и ожидания конкретных, влиятельных групп заинтересованных сторон. В результате, раскрытие информации компанией будет использоваться в качестве стратегии обеспечения поддержки заинтересованных сторон (Deegan, 2006; Islam, 2008).

Что касается связи теории заинтересованных сторон с КСО, данная теория была применена для объяснения мотивов фирм в отношении раскрытия информации о КСО. Многие обсуждения теории заинтересованных сторон сосредоточены на предположении, что эта теория может объяснить масштабы раскрытия КСО. В ряде исследований использовалась теория заинтересованных сторон, чтобы объяснить, почему организации раскрывают информацию о КСО.

Большинство стейкхолдеров поддерживают предоставление информации об экономических последствиях, но требуют сообщать о значительных социальных и экологических последствиях. Это свидетельствуют о том, что раскрытие социальных составляющих деятельности для внешних групп заинтересованных сторон считается более важным, чем раскрытие экономических последствий. К тому же, социальная информация должна предоставляться всем заинтересованным сторонам, которые имеют право её знать (Epstein, 1994).

Теория заинтересованных сторон также использовалась для объяснения количества и качества добровольного раскрытия информации в Австралии с использованием трехмерной модели Уллмана (Ullmann, 1985), которая включала в себя силу, стратегическую позицию и экономические показатели заинтересованных сторон. Результаты этого исследования показывают, что сила заинтересованных сторон (измеренная акционерами, регуляторами и лоббистскими группами) и стратегическая позиция (измеренная содержанием миссии компании и наличием комитетов по КСО) были признаны значимыми в объяснении раскрытия информации о КСО. Полученные результаты свидетельствуют о том, что акционеры, регуляторы и лоббистские группы ­являются главными стейкхолдерами, которые могут запрашивать информацию о КСО в годовых отчетах. Применение показателя стратегической позиции предполагает, что фирмы должны раскрывать свою деятельность по КСО в заявлениях о миссии (Kent, 2003).

Уровни давления со стороны заинтересованных сторон являются драйверами для компаний сообщать больше информации об устойчивом развитии, что согласуется с теорией стейкхолдеров. Так, в норвежском контексте исследовалось, взаимосвязаны ли социальные, политические и регуляторные характеристики и события с качеством раскрытия информации о КСО. Авторы попытались оценить обязательную отчетность и добровольную отчетность, используя данные из годовых отчетов и нефинансовых отчетов фирм. Результаты их исследования показывают, что национальность, рыночная, социальная, политическая и правовая характеристики были связаны с уровнем и качеством раскрытия КСО (Vormedal, 2009).

Предыдущие исследования по КСО определили роль заинтересованных сторон в оказании влияния на решения компаний (McGuire, 1988). Модель КСО, анализирующая заинтересованных сторон, расширяет модель корпоративного планирования и позволяет сдерживать внешнее давление на фирмы, работающие в конкурентной среде. Хотя руководителям может быть сложно определить основные компромиссы между конкурирующими интересами различных стейкхолдеров, ожидается, что менеджеры будут балансировать эти интересы в интересах фирмы. Теория заинтересованных сторон также используется для оценки влияния финансовых результатов, стратегического планирования и концентрации заинтересованных сторон на объём раскрытия информации о КСО компаниями (Roberts, 1992).

1. Влияние стейкхолдеров на степень заинтересованности компании в поддержании отношений с ними

Источник: подготовлено автором

Теория заинтересованных сторон позволяет сделать вывод о степени заинтересованности организаций в поддержании отношений с различными заинтересованными сторонами в зависимости от влияния последних на организацию (Рис. 4). Данная теория была использована в этом исследовании, чтобы выделить и подтвердить основные группы стейкхолдеров, на которые направлена КСО компаний. В этом исследовании выявлены четыре области раскрытия информации о КСО, включая окружающую среду, местные сообщества, социальную политику в отношении сотрудников и рыночные отношения (Anas, 2015). Это связано с тем, что различные заинтересованные стороны могут оказывать различное влияние на организации.

### Выводы

Таким образом, главенствующие теории, наиболее часто используемые в исследованиях и наиболее полно объясняющие причины раскрытия компаниями информации о КСО – это теория легитимности (Gray, 1995; Deegan C., 2001; Deegan, 2002; Campbell, 2004; Islam, 2009) и теория заинтересованных сторон (Clarkson, 1995; Cowan, 2005; Islam, 2008; Roberts, 1992). Рассмотренные теории оказывают значительное влияние на мотивы раскрытия информации о КСО компаниями, а значит, в соответствии с ними следует строить исследование. Так, при определении контрольных переменных, способных косвенно воздействовать на финансовую результативность компаний через КСО либо прямо воздействовать на КСО, если последняя используется в качестве зависимой переменной; была использована теория легитимности. Теория заинтересованных сторон и агентская теория позволили грамотно определить и сформировать центральные аспекты, из которых складывается взаимодействие со стейкхолдерами, а именно уровни корпоративной социальной ответственности.

## Связь раскрытия информации о корпоративной социальной ответственности и показателей результативности компаний на зарубежных рынках

В предыдущих исследованиях, изучавших тенденции раскрытия информации о КСО, возможно выделить общий вывод: тенденция растёт, и на раскрытие информации множество факторов. Что касается взаимосвязи между раскрытием информации о КСО и финансовыми показателями, были проведены различные исследования, где КСО финансовые показатели рассматривались и как зависимые, и как независимые переменные соответственно. Некоторые другие исследования изучали двустороннюю взаимосвязь. Однако результаты всех этих исследований неоднозначны: некоторые исследования обнаружили положительную корреляцию между раскрытием КСО и финансовыми показателями, некоторые не обнаружили корреляции, а единичные исследования обнаружили отрицательную корреляцию.

### Исследования о раскрытии информации о корпоративной социальной ответственности

Предыдущие исследования, касающиеся раскрытия информации о КСО, охватывали различные страны и контексты. Исследования КСО в западных странах изучали показатели более прогрессивно, в то время как исследования в развивающихся странах сосредотачивались на том, раскрывают ли компании информацию о КСО или нет. В общем и целом, тенденция раскрытия КСО растет. Так, отчёты о КСО в Великобритании в 1979-1991 годах показывали существенное изменение структуры социального и экологического раскрытия в течение всего периода (Gray, 1995). В британской компании Marks and Spencer за период с 1969 по 1997 год тенденция раскрытия информации о КСО выросла (Campbell, 2000). Этим же исследователем был рассмотрен объем добровольного раскрытия информации о защите окружающей среды в десяти британских фирмах из пяти секторов в период между 1974 и 2000 годами. Он обнаружил, что частота раскрытия информации о состоянии окружающей среды была относительно небольшой в начале 80-х годов, за которой последовал быстрый рост в конце 1980-х годов и в начале 1990-х годов (Campbell, 2004).

Деятельность КСО была проанализирована в 16 многонациональных фирмах в США и Европейском Союзе. В исследовании использовался контент-анализ для исследования раскрытия информации о КСО путем фокусирования внимания на языке, страновой принадлежности, корпоративной ответственности и моральных обязательствах компаний. Результаты показали, что американские компании были ориентированы на экономические условия, в то время как фирмы Европейского Союза концентрировались как на экономических, так и на экологических условиях. Было установлено, что контекст, значение и использование слов среди фирм в США и ЕС отличаются друг от друга (Hartman, 2007). Таким образом, страновая принадлежность компании определяет её культуру и круг её стейкхолдеров, что, следовательно, оказывает влияние на восприятие компанией КСО и аспектов КСО, на которых желательно концентрироваться.

Cтрана происхождения многонациональных корпораций взаимосвязана со степенью раскрытия информации об окружающей среде, что также показало исследование, проведённое на данных 172 мультинациональных корпораций. Так, европейские компании раскрывают больше информации об окружающей среде, чем американские (Saida, 2009). Этот вывод согласуется с аналогичным исследованием, где анализировалось раскрытие КСО в строительной отрасли в Швеции, Таиланде и Бразилии (Sastararuji, 2008). Авторы обнаружили, что региональные факторы взаимосвязаны с уровнем раскрытия КСО в этих странах. Тайские фирмы сосредоточились на экономических перспективах в разделе корпоративного управления, тогда как шведские компании рассматривали перспективы устойчивого развития и окружающей среды, а бразильские фирмы сосредоточились на социальных и общественных взглядах.

Ряд исследователей выявили такие факторы, связанные с практикой КСО, как характеристика фирмы и её корпоративное управление. Так, размер компании и тип отрасли значительно связаны с уровнем раскрытия информации о КСО, так как крупные компании более «видимы» для стейкхолдеров, а характер и степень воздействия на внешние сообщества различается среди разных индустрий (Hackston, 1996). В соответствии с другим исследованием, изучавшим связь КСО и размер фирмы, крупные и малые фирмы с большей вероятностью участвуют в КСО, в то время как компании среднего размера раскрывают информации о КСО реже. Такой результат автор объясняет тем, что фирмы среднего размера могут требовать дополнительный импульс в результате более целенаправленных действий со стороны стейкхолдеров (Udayasankar, 2008).

Раскрытие информации о КСО также взаимосвязано с сокращением асимметрии информации между менеджерами и участниками фондового рынка в соответствии с исследованием, изучавшим нефинансовые отчёты 137 компаний на Фондовой бирже Торонто в 2005 году. Результаты показали, что размер фирмы, финансовый рычаг, воздействие на окружающую среду и экологические показатели взаимосвязаны с раскрытием информации о КСО (Cormier, 2011). Результаты другого исследования, проведённого в Малайзии также показывают, что размер фирмы, и, кроме того, форма собственности значительное связаны с объёмом и качеством раскрытия информации о КСО (Haji, 2013).

Другие исследования также выявили, что переменные корпоративного управления напрямую связаны со степенью раскрытия информации о КСО. Адамс (Adams, 2002) исследовал внутренние контекстуальные факторы, влияющие на раскрытие КСО, которые можно разделить на три категории: корпоративные характеристики, общие контекстуальные факторы и внутренние контекстуальные факторы. Данные были собраны в интервью с четырьмя немецкими фирмами и тремя британскими фирмами в химической и фармацевтической промышленности в 1998 году. Основной вывод заключался в том, что внутренние фоновые переменные взаимосвязаны с полнотой, количеством и качеством отчетности по КСО. Было выявлено, что такие переменные, как страна происхождения, размер фирмы и культура фирмы, взаимосвязаны с процессом принятия решений и процесс отчетности. Результаты данного исследования согласуются с малазийским исследованием, в котором показано, что переменные корпоративного управления, такие как совет директоров, в котором доминируют малайзийские директора или исполнительные директора, председатели совета директоров, являющиеся доминирующими членами семьи, председатели-члены других советов директоров, председатели-неисполнительные директора (включая лиц с иностранным долевым участием), были связаны с уровнем раскрытия информации о КСО (Haniffa, 2002; Haniffa, 2005). В другом исследовании на рынке Бангладеша было показано, что количество независимых неисполнительных директоров связано с раскрытием информации о КСО. Другие контрольные переменные, такие как комитеты при совете директоров, совет директоров и рентабельность собственного капитала, были положительно коррелированы с раскрытием информации о КСО (Rouf, 2011).

Исследование итальянских и американских компаний показало, что сложность рынка, значимость нематериальных активов и управление заинтересованными сторонами связаны с качеством и объемом раскрытия информации о КСО (Boesso, 2007).

Кроме того, интенсивность исследований и разработок (НИОКР) имеет положительную корреляцию с раскрытием информации о КСО (McWilliams, 2000). Данный вывод согласуется с результатами другого исследования, проверявшего связь НИОКР с раскрытием информации о КСО. Результаты показали, что существует сильная взаимосвязь между интенсивностью НИОКР и раскрытием КСО, особенно в обрабатывающих отраслях. Переменные исследования включали размер фирмы, тип отрасли, культурные измерения, страну происхождения, характеристики компании, её корпоративную культуру и другие факторы, непосредственно связанные со степенью раскрытия КСО (Padgett, 2010).

Репутация фирм также взаимосвязана с раскрытием информации о КСО, что было установлено на основе анализа 50 компаний с использованием индекса устойчивости DJSI и DJGI, в 2003 году. Результаты показали, что фирмы с сильной репутацией, а также европейские фирмы, более крупные фирмы и фирмы в чувствительных отраслях наиболее полно раскрывали информацию о КСО (Michelon, 2011).

Таким образом, исходя из рассмотренных исследований, можно сделать вывод, что международная тенденция увеличения вовлечённости компаний в КСО и раскрытие информации о КСО растёт. Важно, что степень раскрытия информации, прежде всего, зависит от контекста существования компании, то есть страны, экономической и политической ситуации на территории присутствия (Рис. 5). Кроме того, такие факторы, как характеристики фирмы (размер, профиль, внутренняя культура), развитость корпоративного управления, репутация, тип и стиль взаимодействия с заинтересованными сторонами, расходы на НИОКР, специфика нематериальных активов, размер, форма собственности и отрасль взаимосвязаны с раскрытием информации о КСО.

1. Факторы, влияющие на раскрытие информации о КСО (полнота диаграммы ограничена рассмотренными исследованиями)

Источник: подготовлено автором

### Исследования о связи корпоративной социальной ответственности с финансовой результативностью в контексте развитых стран

#### Изучаемый показатель: раскрытие информации о КСО

В одном из первых исследований о связи КСО и показателей результативности компаний были проанализированы 67 американских фирм, перечисленных в журнале Fortune. Это исследование разработало взаимосвязь в трех последовательностях: от социальных до финансовых показателей, от финансовых до социальных показателей и в обоих направлениях. Данные были получены из журнала Fortune и COMPUSTAT. Основные выводы заключались в том, что раскрытие информации о КСО было положительно связано с ROA, ROE и ROI в обоих направлениях. Автор интерпретирует данные результаты, как ещё одно доказательство в пользу теории заинтересованных сторон. Кроме того, автор замечает, что финансовая результативность либо предшествует раскрытию информации о КСО, либо демонстрируется одновременно, что можно объяснить синергией и, альтернативно, доступностью дополнительного финансирования (Preston, 1997).

В исследовании о взаимосвязи между КСО и финансовыми показателями восьми химических фирм в США была выявлена положительная корреляция между КСО и пятью финансовыми показателями (ROA, ROE, общие активы, ROS и возраст активов). Данные были собраны из двух источников: индекса KLD и индекса репутации Fortune, а также базы данных TRI, предоставляющей данные по обращениям компаний с токсичными отходами. Компании, перечисленные в индексе KLD и Fortune, имели положительную связь между КСО и финансовыми показателями. Однако, следует отметить, что компании, перечисленные в индексах TRI, не показали существенной взаимосвязи между КСО и финансовыми показателями. Автор объясняет это тем, что в 1992 г. появились более строгие требования относительно публикации информации о токсичных выбросах, из-за чего индекс может быть «искусственно» высок (Griffin, 1997).

Связь между раскрытием информации о КСО и финансовыми показателями также была исследована среди 80 французских компаний, которые были прибыльными и относились к малому и среднему бизнесу. КСО в данной работе охватывало 3 аспекта: экологический, социальный и социальной ответственности. Коэффициент прибыли (прибыль, деленная на долю оборота) был принят за финансовый показатель результативности, а размер фирмы, возраст и коэффициент интернационализации – за контрольные переменные. Результаты показали, что социальные и экологические аспекты были положительно связаны с финансовыми показателями. Таким образом, большая прибыльность приводила к большей социальной вовлеченности в прибыльных французских компаниях, что можно объяснить доступностью средств (Bnouni, 2011).

Таким образом, рассмотренные исследования, изучавшие взаимосвязь финансовых показателей с КСО с КСО в качестве зависимой переменной, подтверждали существование взаимосвязи.

#### Изучаемый показатель: финансовая результативность

Что касается исследований, изучавших взаимосвязь между КСО и результативностью с обратной точки зрения, с результативностью в качестве зависимой переменной, их результаты гораздо более неоднозначны и найденная взаимосвязь различается по силе.

В исследовании по аналогичной тематике была рассмотрена взаимосвязь между корпоративной социальной эффективностью и финансовой эффективностью с использованием теории заинтересованных сторон, чтобы объяснить, как изменения в КСО связаны с изменением результативности компаний. Результаты этого исследования показали, что изменения в КСО оказывают положительно связаны с ростом продаж в текущем и следующем году. Было обнаружено, что рентабельность продаж была положительно и значительно связана с изменениями в КСО на третий год. Эти результаты ещё раз подтверждают действие теории заинтересованных сторон, поскольку основная группа заинтересованных сторон, акционеры, получают финансовую выгоду, когда организации поддерживает ожидания всех заинтересованных сторон (Ruf, 2001).

В другом исследовании были проанализированы признаки связи между раскрытием информации о КСО и финансовыми показателями фирм, перечисленных на S&P 500 в США в период с 1996 по 2000 год. ROA, ROE и ROS были выбраны в качестве показателей, характеризующих финансовую результативность. Контрольные переменные включали размер, финансовый рычаг, стоимость НИОКР и тип отрасли. Результаты определили положительную связь между раскрытием информации о КСО и финансовыми показателями ROA и ROS. Таким образом, был сделан вывод, что социально ответственные фирмы имеют лучшие финансовые показатели, чем другие фирмы (Tsoutsoura, 2004).

Анализ данных 44 компаний производственного сектора и 76 компаний сектора услуг на рынке Новой Зеландии в 2004 году не выявил связи между КСО и финансовыми показателями фирм сектора услуг (ROA и ROE), однако, в соответствии с результатами исследования, компании производственного сектора получают финансовые выгоды от раскрытия большего количества информации о КСО. Данный вывод объясняется теорией легитимности: общество наблюдает за компаниями производственного сектора более внимательно, так как они оказывают большее влияние на окружающую среду (Lyon, 2007).

Американские исследователи предположили, что взаимосвязь раскрытия информации о КСО с финансовыми показателями компании проявляется в долгосрочной перспективе. Выборка исследования охватывала 81 фирму индекса Fortune 500 в США за 1996 год. Пять измерений КСО были получены из индекса KLD. Результаты показали, что раскрытие КСО было положительно взаимосвязано ROA в течение этого периода. Данное исследование демонстрирует, что фирмы будут иметь лучшие финансовые показатели за счет участия в КСО как в краткосрочном, так и в долгосрочном периоде, однако вероятность, что долгосрочное раскрытие информации о КСО принесёт большие финансовые выгоды, выше, что можно объяснить повышением «заметности» КСО из года в год в связи с систематическим раскрытием информации (Peters, 2009).

В другом исследовании были проверены такие финансовые показатели, как ROA, ROE, маржа прибыли и операционная прибыль. В выборку вошли 230 фирм из 18 европейских стран за 2004 год. Финансовые данные были собраны с 2005 по 2007 год. Результаты показали, что существует положительная и значительная связь между корпоративной социальной эффективностью, корпоративной экологической информацией и корпоративными финансовыми показателями. Данные результаты автор объяснил качественным действием теории заинтересованных сторон в европейских странах (Moneva, 2010).

В другом исследовании была проанализирована связь между социальными показателями и финансовыми показателями на выборке 289 американских компаний с 1991 по 2004 гг. Раскрытие информации о КСО включало участие сообщества, отношения с сотрудниками, разнообразие, окружающую среду и характеристики продукта. С помощью двух различных методов тестирования, а именно теста Грэнджера на причинность и обычной регрессии по методу наименьших квадратов с лагом, была выявлена положительная и значимая связь между сильными сторонами и проблемами социальной ответственности и финансовыми показателями в областях риска и доходности акций. Каждое измерение раскрытия информации о КСО было различным образом положительно взаимосвязано с финансовой отдачей и риском (Scholtens, 2008).

#### Изучаемый показатель: цикличная взаимосвязь КСО и результативности

Стоит отметить, что исследования, затронувшие цикличную, двустороннюю взаимосвязь КСО и результативности компаний, то есть как воздействие КСО на результативность, так и воздействие результативности на КСО, пришли к более глубоким выводам. Кроме того, среди исследований данного фокуса результатов об отрицательной или нейтральной взаимосвязи показателей гораздо больше, что можно объяснить наличием комплексного подхода.

Исследование, анализирующее 322 крупнейшие мировые компании из списка Fortune 500 в 2010 году, с помощью информации о финансовых показателях, полученных из базы данных Orbit, и показателях КСО (база данных KLD) подтвердило положительную и значимую связь между раскрытием информации о КСО и ROA, ROS и коэффициентом Тобина в обоих направлениях. Однако оказалось, что ROE не имеет существенного отношения к раскрытию КСО. Данные результаты авторы объяснили качественной работой так называемого «добродетельного цикла», предложенного в исследовании 1997 года (Waddock, 1997). Таким образом, инвестиции в деятельность КСО положительно связаны с финансовыми результатами компании, которые, в свою очередь, приносят компании дополнительные средства, которые возможно инвестировать в КСО. Таким образом, существование данного цикла было также доказано на примере компаний Fortune 500 (Ghelli, 2013).

Индекс KLD был также использован в аналогичном исследовании с 1993 по 2000 гг., где причинно-следственные связи между социальной ответственностью и финансовыми показателями были проверены с помощью четырёх моделей регрессии. Для оценки финансовых показателей использовались ROA и доходность акций. На основе стандартного регрессионного анализа была выявлена положительная и значительная взаимосвязь между уровнем отчетности КСО и финансовой эффективностью прошлого периода. Было установлено, что связь между КСО и финансовыми показателями является слабой при использовании теста Грэнджера на причинность. Напротив, когда в исследовании применялась регрессия с фиксированными эффектами, связь между раскрытием КСО и доходностью акций не обнаружилась. Кроме того, авторы изучили взаимосвязь между конкретными аспектами КСО и финансовыми показателями. Результаты показали, что более высокие оценки отношения сотрудников зависели от более высокой доходности акций, в то время как причинно-следственная связь между доходностью акций и сообществом, окружающей средой и разнообразием отсутствовала. Таким образом, связь между раскрытием информации о КСО и финансовыми показателями оказалась значимой, но слабой при использовании теста Грэнджера на причинность. При использовании регрессии с фиксированными эффектами значимых отношений не было обнаружено. Таким образом, авторы пришли к выводу, что финансовые показатели взаимосвязаны с КСО скорее по причине доступности финансирования, но не по причине финансовой выгоды вложения средств в КСО (Nelling, 2009).

Также была изучена двунаправленная связь между КСО и финансовыми показателями в Германии. Индекс корпоративной социальной эффективности включал пять измерений, таких как сотрудники, общество и сообщество, корпоративное управление, ответственность за продукцию и клиентов и менеджмент окружающей среды. За финансовые показатели эффективности были приняты ROE и коэффициент Тобина. Контрольные переменные включали размер фирмы, финансовый рычаг и рыночный риск. Результаты исследования показали, что корпоративное управление и менеджмент окружающей среды положительное связаны с коэффициентом Тобина, в то время как данный коэффициент отрицательно зависит от раскрытия информации о продуктах и ​​клиентах. Положительная и значимая взаимосвязь была выявлена между менеджментом окружающей среды и ROE, но ответственность за продукцию и клиентов и ROE были отрицательно связаны с КСО. Результаты теста Грэнджера на причинность показали, что нет причинной связи между КСО и финансовыми показателями. Данное исследование продемонстрировало, что связанные с заинтересованными сторонами вопросы КСО взаимосвязаны с финансовыми показателями. Кроме того, коэффициент Тобина взаимосвязан с КСО, однако в данном случае контрольные переменные (размер компании и финансовый рычаг) являются основными драйверами. Таким образом, отсутствие причинно-следственной связи между КСО и финансовыми результатами объясняется несущественной силой связи КСО по сравнению с контрольными факторами (Schreck, 2011).

Cвязь между социальными показателями и финансовыми показателями не может быть установлена однозначно для всех компаний без исключения. Смешанные результаты предыдущих исследований не связаны с измерительными методами или используемыми выборками, а, скорее, с фундаментальной проблемой эндогенности социального стратегического планирования. Выборка в исследовании, где вышеназванного недостатка постарались избежать, была взята из индекса KLD. В исследовании использовались панельные данные 658 фирм с 1991 по 2005 год. Результаты выявили положительную и отрицательную взаимосвязь между социальными и финансовыми показателями и эта связь превратилась в несущественное соотношение, когда в модель была добавлена ​​эндогенность. Таким образом, существует нейтральная связь между социальной эффективностью, с одной стороны, и ROA, ROE и коэффициентом Тобина, с другой стороны. Это свидетельствует о том, что ненаблюдаемые переменные влияли на социальную эффективность компании и на её финансовые показатели, ошибочно демонстрируя связь между КСО и финансовыми показателями (Garcia-Castro, 2010).

#### Вывод

Исследования, описанные выше, проводились в США, Новой Зеландии и странах Европейского Союза. Большинство из этих исследований использовали различные индексы и способы для измерения КСО. Ряд исследований использовали бухгалтерские показатели, такие как: ROA, ROE, маржа прибыли, EPS, ROI, отношение цены к прибыли (P/E), ROS; многие исследования использовали рыночные индикаторы: коэффициент Тобина, цену акции, доходность акции, добавленную рыночную стоимость (MVA). Однако результаты всех исследований неоднозначны, так как многие из них приходили к противоположным выводам. Однако стоит заметить, что большинство исследований пришли к выводу либо о существовании положительной взаимосвязи, либо о нейтральной. В рассмотренных исследованиях такие факторы, как: размер фирмы, финансовый рычаг, тип отрасли, возраст фирмы, интенсивность НИОКР и корпоративное управление, чаще всего встречались в качестве контрольных переменных.

### Исследования о связи корпоративной социальной ответственности с финансовой результативностью в контексте развивающихся стран

Связь между КСО и финансовыми показателями также исследовалась, хотя и несколько позже, в развивающихся странах.

#### Исследования, подтвердившие взаимосвязь между КСО и результативностью

Рассмотренные исследования в развивающихся странах подтвердили наличие взаимосвязи между раскрытием информации о КСО и финансовой результативностью компаний.

В исследовании, анализирующем 110 ливийских фирм между 2007 и 2009 гг. автор при измерении КСО основное внимание уделял обязательствам сотрудников и корпоративной репутации со стороны давления заинтересованных сторон. С размером, возрастом фирмы и типом отрасли в качестве контрольных переменных, результаты показали, что раскрытие информации о КСО было положительно и значительно связано с финансовыми показателями эффективности ROA, ROE, выручкой и корпоративной репутацией. Было также установлено, что раскрытие информации о состоянии окружающей среды, раскрытие информации о сообществе, сотрудниках и потребителях положительно взаимосвязаны с различиями в финансовых показателях среди фирм. Таким образом, удовлетворение потребностей заинтересованных сторон в Ливии также положительно связано с результативностью компаний (Bayoud, 2012).

В другом исследовании была изучена взаимосвязь раскрытия КСО с финансовыми показателями фирм, зарегистрированных на Бомбейской фондовой бирже и числившихся в индексе S&P ESG 500 India. В выборку были включены показатели 215 фирм с 2005 по 2010 год. Для сбора данных КСО использовались анкеты. Результаты показали, что корпоративная социальная эффективность, окружающая среда и социальная эффективность были значительно связаны ROA, ROE и доходностью акций. Глобализация и либерализация в индийской экономике сместили корпоративные цели с социально-экономической направленности на повышение ценности акционеров в рамках удовлетворения интересов стейкхолдеров, поэтому существует взаимосвязь между финансовыми показателями и раскрытием информации о КСО (Tyagi, 2012).

Исследование о структуре раскрытия информации о КСО и финансовых показателей было проведено в Малайзии среди топ-200 зарегистрированных фирм в период с 1999 по 2006 гг. Тип раскрытия был разделён на четыре измерения, а именно: участие сообщества, окружающая среда, отношения с работниками и измерения продукта. Полученные результаты показали, что КСО (участие в жизни сообщества и отношения с работниками) и финансовые показатели ROA, доходность фондового рынка и коэффициент Тобина были положительно связаны. Это исследование признало, что ROA и коэффициент Тобина являются факторами, взаимосвязанными с раскрытием информации о КСО и, одновременно, раскрытие информации о КСО позитивно взаимосвязано с финансовыми результатами. Автор объясняет данный вывод тем, что более качественное раскрытие информации о КСО обеспечивает большую удовлетворённость заинтересованных сторон, что также согласуется с другими, ранее обозначенными исследованиями (Saleh, 2011).

#### Исследования, опровергшие взаимосвязь между КСО и результативностью

Некоторые другие исследования в развивающихся странах либо нашли слабую несущественную взаимосвязь, либо опровергли её наличие.

Среди 50 ведущих фирм Индонезии была обнаружена связь между раскрытием информации о КСО и прибылью на акцию (EPS), EBITDA, однако связь оказалась достаточно слабой. Индекс КСО в данном исследовании включал шесть показателей, а именно экономические, экологические, социальные, права человека, общества и показатели ответственности за продукцию. Результаты также показали, что большинство фирм приняли практику КСО для своей деятельности (Oeyono, 2011).

Исследование, проведённое на периоде с 2005 по 2007 год среди 40 фирм, зарегистрированных на Стамбульской фондовой бирже, определило связь между раскрытием информации о КСО и показателями результативности деятельности компании. В этом исследовании коэффициент раскрытия информации о КСО выступал зависимой переменной. Показатели рентабельности ROA, ROS и ROE были независимыми переменными, а модель контролировалась на размер компании, интенсивность НИОКР и риск. Результаты показали положительную взаимосвязь между размером компании и КСО. Однако между предшествующим индексом КСО и рентабельностью текущего года существенной связи обнаружено не было. В этом исследовании также не было зафиксировано каких-либо существенных взаимосвязей между КСО и мерами рентабельности ROA, ROS и ROE. Это может быть связано с тем, что КСО не ассоциируется в достаточной степени с экономическими показателями в ряде развивающихся стран (Aras, 2010).

В 2011 году было проведено аналогичное исследование на нигерийском рынке среди 231 фирмы, зарегистрированной на нигерийской фондовой бирже в период с 2005 по 2009 гг.. Исследование показало, что взаимосвязь раскрытия КСО и прибыли на акцию (EPS) нигерийских компаний отсутствует. Однако было обнаружено, что раскрытие информации о КСО значительно коррелирует с размером фирмы, измеряемым количеством сотрудников и количеством акционеров. Автор объяснил результат отсутствия корреляции КСО и финансовых показателей тем, что нигерийские компании сообщают о КСО только если им следует это делать в соответствии с законодательством, а также если у них есть достаточно финансовых ресурсов (Kwanbo, 2011).

#### Выводы

Связь между корпоративной социальной ответственностью и финансовыми показателями различается в результатах исследований, так как существуют другие аспекты, влияющие на результаты исследований, в том числе размер фирмы (Rashid, 2008), страна происхождения (Michelon, 2011), отрасль, возраст фирмы, статус листинга, состав совета директоров, уровень расходов на НИОКР (McWilliams, 2000), структура капитала, степень развития (Ribeiro, 2010) и уровень задолженности. Причины несоответствий в результатах могут заключаться в том, что исследователи включали неудовлетворительные методы отбора выборок (Choi, 2010), применяли ненадежные показатели социальной ответственности и использовали неподходящие финансовые показатели. Однако стоит признать, что различия в результатах исследований также могут происходить из-за отличия рынков и временных промежутков анализа.

### Выводы

Таким образом, направление и количество исследований о взаимосвязи раскрытия информации о КСО и результативности деятельности компаний значительно различаются в развитых и развивающихся странах. Подводя итог изученным исследованиям в контексте развитых стран, следует выделить, что исследования рассматривали гораздо большее, в сравнении с развивающимися странами, количество различных показателей эффективности, таких как: ROA, ROE, ROI, ROS, текущие активы, возраст активов, выручка, маржа прибыли, операционная прибыль, доходность акций, риск, добавленная рыночная стоимость, коэффициент Тобина. Результаты исследований в развитых странах оказались неоднозначными, однако в большинстве из них были обнаружена связь между раскрытием информации о КСО и ROA, ROE, что также объясняется частотой использования данных финансовых показателей при анализе.

Что касается развивающихся стран, ROA и ROE также использовались чаще всего при измерении связи. Кроме того, в исследованиях проверяли связь с выручкой, коэффициентом Тобина и доходностью акций.

Многие исследования фокусировались на взаимосвязи финансовых показателей с раскрытием компанией информации о КСО с индексом КСО в качестве зависимой переменной, что может объяснить популярность использования бухгалтерских показателей эффективности.

Результаты исследований по обеим группам стран оказались неоднозначными, однако стоит отметить, что отрицательная взаимосвязь показателей эффективности и КСО была обнаружено в исключительных случаях. Преобладающее большинство исследований зафиксировали существовании сильной или слабой взаимосвязи.

## Особенности корпоративной социальной ответственности в России и её связь с показателями результативности компаний

На российском рынке проводилось не так много исследований на тему КСО, а также связи КСО с показателями результативности компаний. Тем не менее, по существующим исследованиям можно определить тенденции КСО в России и их влияние.

КСО компаний различалась и различается не только между развитыми и развивающимися странами, но также в зависимости и от исторического прошлого стран. Так, начальные условия развития КСО в посткоммунистических странах полностью отличались от тех, что были на Западе (Blam, 2016). Этот факт можно проследить в нефинансовой отчётности компаний. Во многих странах отчетность о КСО стала публиковаться в начале 1990-х годов, поскольку экологическая безопасность была под угрозой и общественное беспокойство по вопросам рационального использования природных ресурсов и охраны окружающей среды росло. Россия осталась за пределами основных мировых тенденций в тот период; российские компании начали публиковать свои первые экологические отчеты десятилетие спустя, в начале 2000-х гг. Однако некоторые данные, которые сейчас включены в отчеты КСО, собирались советскими предприятиями на регулярной основе. Следовательно, старые российские компании с советскими корнями, скорее всего, хорошо знакомы с некоторыми элементами нефинансовой отчетности, хотя в условиях коммунистического режима цели сбора информации были совершенно другими (Блам, 2009).

Сравнение инвестиций в КСО в российских и западных компаниях дает основания полагать о существовании феномена «социальной гиперответственности» российского бизнеса. Например, средняя американская корпорация выделяет около 1% прибыли до налогообложения на благотворительность, когда в России социальные инвестиции могут достигать цифры от 6% до 17%, по разным оценкам. В то же время, правительство в России можно рассматривать как «крупную и самую бдительную заинтересованную сторону», а её взаимоотношения с предприятиями определяются прежде всего размером и финансовой властью последнего (Полищук, 2009).

В исследовании развития КСО в странах бывшего СССР также были приведены особенности КСО в России и модели взаимоотношений компаний с государством в контексте КСО, а именно:

* Социальное партнерство: наиболее гармоничная структура координации интересов властей, сообщества и бизнеса с целью содействия процветанию и повышению уровня жизни населения.
* Полу-добровольная, полу-обязательная благотворительность: местные власти часто ожидают, что компании будут участвовать в финансировании социальных программ «по своей воле», в противном случае предприятиям следует ожидать проблем с правительством, усложняющим их коммерческую деятельность.
* Взаимный обмен: когда участие бизнеса в социальных программах обменивается на преимущества, предоставляемые государством, в областях, важных для бизнеса (Полищук, 2009).

В большинстве случаев, когда отношения между властями и бизнесом следуют шаблонам прямого административного командования или взаимного обмена, они носят неформальный характер. Доминирование неформальной практики приводит к пренебрежению общественным интересам в интересах определенных чиновников (Чирикова, 2012).

Основными направлениями социальных расходов предприятий являются ремонт и обслуживание местной общественной инфраструктуры, строительство медицинских и образовательных учреждений, организация городских праздников и праздничных мероприятий, коммунальные услуги и строительство объектов религиозной или художественной ценности. Это объясняется недостаточной развитостью социальной инфраструктуры промышленных районов России, плохими жилищными условиями, устаревшей системой общественного транспорта и неразвитыми объектами досуга. Следовательно, доминирующие местные работодатели вкладывают значительные средства в поддержание достойной городской среды. Расходы на социальные цели крупнейших местных компаний составляют значительную долю государственного финансирования – в среднем около 30%. В некоторых случаях, как, например, в Норильске, социальные расходы компании превышают социальные расходы правительства на 30% (Институт региональной политики, 2008).

В современной России разные компании разработали различные определения КСО, которые, в основном, отражают модели развития соответствующих компаний и масштабы их деятельности. Чем больше бизнес, тем сильнее желание следовать международным стандартам ответственного поведения (Институт региональной политики, 2008).

Многие исследователи фокусировались в своих работах на мотивах и процессах КСО и их различиях в разных странах. Так, в исследовании среди стран БРИК КСО было разбито на 3 составляющие: мотивы, процессы и интересы стейкхолдеров. Среди 120 анализированных компаний, 19 из которых были российскими, выяснилось, что Россия больше других стран БРИК уделяет внимание процессам КСО, то есть программам филантропии, спонсорству, этическому кодексу, программам по здравоохранению и безопасности и т.д.; и интересам стейкхолдеров (образованию, помощи местным сообществам, культуре и т.д.). Что касается мотивации совершения КСО, в России в наибольшей степени занимаются КСО для повышения ценности компании, что совпадает с результатами по Бразилии, Индии и Китаю. По критерию КСО как средства улучшения отношений с заинтересованными сторонами, Россия больше других стран акцентирует деятельность по КСО на интересах акционеров и меньше других стран на интересах потребителей (в рамках качества и безопасности продукта) (Alon, 2009).

Результаты сравнительного исследования КСО на американском и российском рынке свидетельствуют о том, что российские компании более подробно рассказывают о социальной ответственности и КСО, связанной с сотрудниками и потребителями. Тем не менее, американские отчеты содержат темы, вызывающие глобальную озабоченность в отношении экологических показателей, которые не упоминаются российскими компаниями (Bashtovaya, 2014).

Важно отметить, что тенденция развития КСО в современной России приближается к международным стандартам усиления стратегического характера КСО. Кроме того, КСО в России базируется на определённой группе компаний-лидеров, а интеграция процессов КСО в корпоративную стратегию замедляется. Стратегический подход к КСО динамично развивается в России, однако акцент по-прежнему остаётся на внутренних заинтересованных сторонах (Благов, 2014).

Несмотря на то, что тенденция к раскрытию информации о КСО в России растёт, популярность различных направлений КСО и, следовательно, распределение внимания компаний относительно различных аспектов КСО в современной России, значительно разнятся в зависимости от сфер социальной ответственности. На первом месте по популярности находится помощь в сфере образования, а именно поддержка дошкольного и школьного образования, материальное обеспечение детских кружков, помощь училищам и вузам, организация различных курсов для школьников и студентов. Компании, однако, сильно различаются в целеполагании поддержки образовательной сферы: некоторые осуществляют проекты сугубо социальной направленности, некоторые – с целью формирования будущего кадрового резерва. Следующая по популярности направленность инвестиций в КСО – развитие местных сообществ. Далее российские компании уделяют внимание поддержке спорта и здорового образа жизни, а также поддержке здравоохранения, культуры, искусства и охране окружающей среды. На последних местах находятся такие активности, как: помощь животным, поддержка национального этноса, безопасности жизнедеятельности и т.д. (Благов, 2014)

В российском контексте важно понимать, что раскрытие информации о КСО никак не регулируется законодательством, потому не требуется от компаний. Информация, которую публичные компании обязаны включать в свои годовые отчёты, регламентируется "Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг", утверждённым Центральным Банком (Банк России, 2017). Так, в соответствии с данным положением, годовой отчёт акционерного общества должен содержать, например, сведения о положении акционерного общества в отрасли, приоритетные направления деятельности, перспективы развития, описание основных факторов риска и др. Информация о защите окружающей среды, социальной политике в отношении сотрудников, этических взаимоотношениях на рынке и о благотворительности, помощи местных сообществам не является обязательной к раскрытию. Таким образом, компании, раскрывающие данную информацию, делают это либо полностью добровольно, либо следуя внутреннему уставу. Такое добровольное раскрытие информации проводится в целях повышения качества годового отчёта и оповещения своих стейкхолдеров об эффективной политике в сфере КСО.

Что касается исследований о связи раскрытия информации о КСО и показателей результативности, было обнаружено единственное качественное исследование, проведённое среди металлургических и нефтегазовых компаний. В данном исследовании на выборке из 18 компаний с 2000 по 2014 гг. была обнаружена связь между раскрытием информации о КСО и финансовой результативностью. В качестве индикатора финансовой результативности авторы приняли стоимость капитала компании. Было подтверждено, что КСО связана со стоимостью капитала, а, следовательно, положительно сказывается на рыночной эффективности деятельности фирм. Важно отметить, что информация о взаимодействии с сообществами и благотворительности была слабо негативно связана с финансовыми показателями. Напротив, КСО, относящееся к внутренним социальным вопросам и к экологической составляющей деятельности положительным образом отразилось на стоимости капитала. Также раскрытие информации о КСО было позитивно взаимосвязано с коэффициентом Тобина. В общем и целом, автор подчёркивает, что найденные закономерности могут быть также связаны с фазами жизненных циклов предприятий, особенностями временного промежутка анализа и повышенной интернационализации компаний в соответствующих периодах (Кельчевская, 2017).

### Выводы

Таким образом, вовлечённость компаний в КСО в современной России динамично развивается. Исходя их вышеописанных исследований, российские компании уделяют много внимания внутренним заинтересованным сторонам, а также местному сообществу и развитию инфраструктуры. Компании, относящиеся к обрабатывающей промышленности и нефтегазовой отрасли по своей специфике наиболее сильным образом могут «расшатывать» равновесие в окружающей среде, поэтому такие типы компаний акцентируют внимание на экологической ответственности. Что касается связи раскрытия информации о КСО и финансовой результативности компаний, в большинстве рассмотренных исследований она подтвердилась, однако также, как и в зарубежных исследованиях, связь была обнаружена не везде и не всегда была положительная.

## Выводы

В этой главе была рассмотрена литература о раскрытии КСО и ее взаимосвязи с финансовыми показателями компаний.

Теория легитимности и теория заинтересованных сторон являются главными теоретическими основами, которые используются для объяснения раскрытия информации о КСО. Теория заинтересованных сторон используется для описания ожиданий групп стейкхолдеров о деятельности и раскрытия информации о КСО. Теория легитимности включает восприятие организации в отношении деятельности по КСО, а также организационное управление социальной политикой для поддержания легитимности (Deegan, 2002; O'Donovan, 2002).

Зарубежные исследования по теме КСО и связи КСО с финансовыми показателями компании показывали различные результаты. Тем не менее, исходя из проведённого обзора, большинство исследований подтверждали наличие существенной либо слабой связи (Tsoutsoura, 2004; Scholtens, 2008; Peters, 2009). Только единичные исследования обнаружили отсутствующую взаимосвязь (Nelling, 2009; Garcia-Castro, 2010; Schreck, 2011).

Основные результаты обзора литературы по раскрытию информации о КСО в России показывают, что тенденция раскрытия информации о КСО растет (Благов, 2014), а компании в особенности акцентируют внимание на политике КСО в отношении развития местных сообществ (Благов, 2014). Что касается связи раскрытия информации о КСО и результативности, было найдено единственное исследование по данной тематике, которое подтвердило наличие взаимосвязи (Кельчевская, 2017).

# глава 2. эмпирическое исследование

## Гипотеза

Проведенные эмпирические исследования показали взаимосвязь между раскрытием информации о КСО и финансовыми показателями в зависимости от принадлежности компаний к разным континентам, странам, отраслям и времени, а также другим характеристикам, таким как: размер, возраст компании и т. д. В предыдущих исследованиях была рассмотрена взаимосвязь между раскрытием КСО и финансовыми показателями с КСО в качестве зависимой переменной для изучения финансовых результатов, имеющих непосредственную связь с КСО (Preston, 1997; Griffin, 1997; Nelling, 2009). Также были проведены исследования с использованием КСО в качестве независимой переменной для проверки взаимосвязи с финансовыми показателями (Ruf, 2001; Tsoutsoura, 2004; Lyon, 2007).

Исходя из проведённого обзора зарубежных исследований, акцентируя внимания на исследованиях, проведённых на зарубежных рынках, большинство результатов подтвердили наличие взаимосвязи между КСО и финансовой результативностью (Preston, 1997; Schreck, 2011; Bnouni, 2011; Ghelli, 2013). Исходя из этого, была сформулирована основная гипотеза настоящей работы.

Следовательно, гипотеза в данном исследования основана на предположении, что деятельность КСО ассоциируется с финансовыми показателями в российских компаниях. Таким образом, данное исследование стремится выявить, работает ли на российском рынке взаимосвязь, доказанная на зарубежных рынках.

Важно подчеркнуть, что в процессе формирования гипотез было принято решение обратить внимание на аспект, который является наиболее применимым на практике. Следовательно, данное исследование фокусировалось на выявлении взаимосвязи между КСО и финансовой результативностью именно со стороны воздействия раскрытия информации о КСО, то есть с КСО в качестве независимой переменной.

В качестве оценки финансовой результативности компаний в настоящем исследовании была взята рыночная оценка, а именно рыночная эффективность деятельности, выраженная коэффициентом Тобина по причине того, что данный показатель также широко использовался в международных исследованиях (Saleh, 2011; Schreck, 2011; Ghelli, 2013).

Данная работа уделяет внимание только взаимосвязи КСО и рыночной эффективности деятельности компаний, не затрагивая бухгалтерские показатели финансовой результативности.

Таким образом, на основе результатов существующих исследований в развитых и развивающихся странах, а также с опорой на выбранную тематику практической направленности, была сформулирована гипотеза:

Н1: Взаимосвязь между раскрытием информации о КСО и рыночной эффективностью деятельности компаний положительная.

Гипотеза Н1 утверждает, что компании с более высоким индексом КСО имеют большую рыночную эффективность деятельности. Данная гипотеза была проверена для 5 различных индексов КСО: общий индекс, индекс «Окружающая среда», «Местное сообщество», «Социальная политика в отношении сотрудников», «Рыночные отношения». Кроме того, данная гипотеза была проверена отдельно для определённых отраслей и форм собственности для того, чтобы сделать более детальные выводы.

## Переменные модели

Для построения регрессионной модели было необходимо определить ключевые показатели, по которым будут сделаны центральные выводы исследования, а также контрольные переменные, позволяющие сформулировать прочную фоновую взаимосвязь для зависимой переменной.

### Изучаемые показатели

#### Индекс КСО

Система расчёта индекса КСО значительно отличается в зависимости от исследования. Некоторые авторы качественно оценивали уровень КСО с помощью бинарной переменной: в случае присутствия какой-либо информации по теме выставлялся балл «1», в противном случае – «0» (Jitaree, 2015). Другие исследователи оценивали каждый уровень КСО по 4-балльной шкале (от «0» до «3») в зависимости от полноты раскрытия каждого аспекта (Wiseman, 1982; Adams, 2004; Anas, 2015; Michelon, 2015). Исследователи, изучавшие развитые рынки либо крупные компании, представленные в официальных индексах, пользовались индексами KLD, TRI, ESG для оценки полноты раскрытия информации по КСО (Griffin, 1997; Tyagi, 2012; Nelling, 2009).

В настоящем исследовании было принято решение ориентироваться на систему, представленную в исследовании 2015 г., проведённого на рынке Малайзии, так как она является наиболее точной и позволяет детально оценить действительный уровень КСО компаний. Кроме того, подобная 4-балльная система этого исследования использовалась в других работах. Минимальный балл «0» присваивался компаниям, которые не раскрывали информации по какому-либо аспекту КСО. Балл «3» присваивался в случае, если в отчёте присутствовала качественная, количественная информация, «2» - в случае раскрытия подробной информации, не содержащей количественных данных. Наконец, балл «1» присваивался, если в отчёте аспект упоминался в общих словах без какой-либо конкретной информации (Anas, 2015). Данный метод оценки также использовался в двух дипломных работах ВШМ СПбГУ (Гринчак, 2017; Герасимова, 2017), где авторы усовершенствовали методику Анаса в соответствии с российской спецификой. В настоящей работе используется именно методика Анаса, однако она видоизменена и дополнена для того, чтобы соответствовать российской специфике раскрытия информации о КСО.

Индекс КСО в данной работе разделён на 4 компоненты с подразделами, каждый из которых оценивался в отдельности для каждой компании: окружающая среда, местное сообщество, социальная политика в отношении сотрудников и рыночные отношения. Определённым группам индексов присуждались оценки по различным методикам. Если обобщить использованные критерии оценки, можно сказать, что большинство из критериев оценивались по методу Анаса (см. выше) (Anas, 2015). Данный метод был взят не только по причине его системности и способности охватить большинство самых важных аспектов КСО, но также по причине того, что его разделение соответствует теории легитимности и теории заинтересованных сторон, играющих ключевую роль в политике КСО компаний.

С более подробным описанием критериев выставления баллов можно ознакомиться в приложении к настоящему исследованию (Приложение 3).

1. Окружающая среда
   1. Энергоэффективность – деятельность компаний по энергосбережению и повышению энергоэффективности: экономии энергетических ресурсов или повышению эффективности их использования.
   2. Уменьшение выбросов и отходов производства – деятельность компаний, направленная на уменьшение негативного воздействия на окружающую среду: уменьшение выбросов загрязняющих и токсичных веществ с помощью, например, очищающих станций и альтернативных источников энергии, очищение воздуха, воды и т.п.
   3. Использование биотоплива – использование альтернативных источников энергии компанией, биотоплива, природного газа.
   4. Защита флоры и фауны – мероприятия по защите и поддержанию биоразнообразия в регионах присутствия компании.
2. Местное сообщество
   1. Поддержка детей ­­– поддержка различных необразовательных мероприятий для детей: строительство детских площадок, материальная помощь детским садам, организация конкурсов и праздников.
   2. Поддержка детей сотрудников – организация поездок в санатории/лагеря для детей сотрудников, организация праздников, конкурсов, вручение подарков.
   3. Поддержка молодёжи – поддержка молодёжного спорта, проведение конкурсов и различных олимпиад для молодёжи, организация мероприятий и карьерных образовательных программ в образовательных учреждениях с целью помочь в дальнейшем трудоустройстве.
   4. Поддержка социально уязвимых категорий граждан – поддержка детских домов, ветеранов Великой Отечественной Войны (не бывших сотрудников компании), помощь семьям с низким доходом, инвалидам, различным некоммерческим благотворительным организациям, осуществляющим помощь социально уязвимым группам граждан.
   5. Помощь больным детям и детям с особенностями развития – поддержка семей с детьми с различными заболеваниями, материальная помощь больницам для работы с больными детьми, косвенная поддержка через благотворительные организации, помогающие больным детям и детям с особенностями развития.
   6. Поддержка образования – финансирование различных образовательных программ либо финансовая помощь в улучшении внешней и внутренней инфраструктуры образовательных учреждений, проведение обучающих кампаний для широкой аудитории (например, по безопасному обращению с электричеством) организация экскурсий для школьников и студентов и т.п.
   7. Вовлечение сотрудников в помощь местному сообществу – любая волонтёрская, добровольческая деятельность сотрудников, направленная на помощь местному сообществу и организованная компанией.
   8. Улучшение инфраструктуры – финансирование различных инфраструктурных проектов в регионах присутствия для улучшения условий жизни местного населения: строительство дорог, торговых центров, памятников архитектуры, парков, церквей. Также сюда относится строительство спортивных объектов для Зимних Олимпийских игр в Сочи 2014 г.
3. Социальная политика в отношении сотрудников
   1. Здоровье и безопасность – обеспечение должного уровня безопасности на рабочем месте, охрана труда, дополнительное медицинское страхование работников.
   2. Условия труда и социальные программы – различные мероприятия, направленные на улучшение условий труда и качества рабочей деятельности: развитие, обучение персонала, дополнительные льготы (компенсация питания, занятий спортом, трат на транспорт до места работы и обратно), предоставление путёвок в санатории, пансионаты, организация корпоративных мероприятий и т.п.
   3. Отсутствие дискриминации по гендерному признаку – внимание компании к обеспечению равенства женщин и мужчин на рабочем месте.
   4. Обеспечение прав человека – защита прав человека в отношении сотрудников компании.
   5. Помощь пенсионерам – материальная и иная помощь бывшим работникам организации, вышедшим на пенсию.
4. Рыночные отношения
   1. Поддержка экологически чистой продукции – использование компаниями в своей деятельности экологически чистых материалов, в том числе продажа экопродукции. Сюда также относится отнесение предпочтения поставщикам, поставляющим более экологически чистую продукцию и сотрудничество с предприятиями, перерабатывающими ранее использованное сырьё.
   2. Этика – существование Кодекса деловой этики предприятия и кодекса корпоративного поведения, обеспечение честного отбора поставщиков путём открытых конкурсов и тендеров, антикоррупционная политика, сюда также относится поддержание этичности и ответственности взаимоотношений с подрядчиками, клиентами.
   3. Развитие поставщиков – различная помощь поставщикам в совершенствовании их деятельности через обратную связь, проектные группы, поддержка прочных долгосрочных отношений с поставщиками, а также контроль качества продукции поставщиков.

Стоит отметить, что индекс КСО был также изменён и уточнён для настоящего исследования. А именно, подраздел «Помощь пенсионерам» был перемещён из раздела «Местное сообщество» в раздел «Социальная политика в отношении сотрудников» по причине того, что пенсионное обеспечение является одной из основополагающих привилегий именно для сотрудников и влияет на восприятие преимуществ работы в компании. Кроме того, в раздел «Местное сообщество» был добавлен подраздел «Улучшение инфраструктуры». Российские компании, в особенности те, что являются опорой для существования небольших городов, уделяют внимание развитию регионов присутствия, вкладывая средства в строительство парков, спортивных объектов, церквей и т.п., поэтому данный раздел нельзя упускать в ходе системной оценки КСО (Blam, 2016).

При определении взаимосвязи показателей исследователи использовали временной лаг длиною в год (Jitaree, 2015; Garcia-Castro, 2010; Waddock, 1997). То есть, раскрытие информации о КСО в конце года *n* было взаимосвязано с финансовой результативностью деятельности компании в году *(n+1).* В настоящем исследовании также использовался временной лаг длиною в год. Такое предположение логично, так как рынок может не успевать немедленно реагировать на только что опубликованный годовой отчёт с информацией о КСО.

#### Рыночная эффективность деятельности

В качестве меры рыночной эффективности деятельности компаний был взят коэффициент Тобина. Данное решение было принято с опорой на распространённость использования данного коэффициента в зарубежных исследованиях, в том числе в исследованиях на рынках развивающихся стран (Saleh, 2011; Ghelli, 2013; Schreck, 2011). Коэффициент Тобина позволяет оценить эффективность использования активов компании при определении её рыночной ценности и поэтому является более показательным, чем капитализация.

### Контрольные показатели

В качестве контрольных переменных для базовой регрессионной модели с опорой на существующие исследования были проверены такие переменные, как: размер компании, возраст, уровень риска, рентабельность активов, рентабельность капитала, рентабельность продаж, выручка, темп роста выручки, темп роста прибыли, отношение прибыли к выручке, прибыль на акцию (Jitaree, 2015).

После анализа предыдущих исследований, а также тестирования базовых моделей было принято решение использовать размер компании (натуральный логарифм активов) и рентабельность активов (ROA) в качестве контрольных переменных для измерения взаимосвязи с коэффициентом Тобина.

Так, размер компании использовался подавляющим большинством исследователей при оценке рыночной эффективности деятельности по причине того, что стоимость активов компании взаимосвязана с её рыночной оценкой (Kwanbo, 2011; Oeyono, 2011; Saleh, 2011). Более того, учитывая российскую специфику бизнеса с лидирующими крупными торгуемыми компаниями обрабатывающей и добывающей промышленности (Газпром, Роснефть, Лукойл), имеющими по специфике своей деятельности высокую стоимость активов, данная переменная крайне необходима для контроля взаимосвязи изучаемых факторов с оценкой рыночной результативности компаний.

Кроме того, рентабельность активов взаимосвязана с коэффициентом Тобина. Это можно объяснить тем, что бухгалтерская результативность компаний, публикуемая в финансовых отчётах, связана с её рыночной оценкой стейкхолдерами, а следовательно, и с рыночной эффективностью деятельности.

## Методология исследования и выборка

Регрессионная модель была построена с использованием пакета Stata 12.

Для построения регрессионной модели изначально была построена базовая модель с опорой на контрольные переменные, определён наиболее адекватный тип модели, позволяющий максимально эффективно описать данную выборку. Для основной модели были также проведены тесты на оценку качества и характеристик модели, и, в соответствии с результатами тестов, модель была скорректирована соответствующим образом.

Перед построением модели были сделаны предположения относительно взаимосвязи независимых переменных на коэффициент Тобина (Таблица 2). Так, при увеличении рентабельности активов коэффициент Тобина также должен увеличиться, так как повышение рентабельности должно потенциально положительно сказываться на капитализации компании. Напротив, ожидается, что логарифм активов будет иметь обратную взаимосвязь с коэффициентом Тобина, так как коэффициент Тобина представляет собой отношение капитализации к активам. Наконец, настоящее исследование предполагает наличие положительной прямой взаимосвязи индекса КСО и рыночной эффективности деятельности компании, что было подтверждено в исследованиях на рынках других развивающихся стран (Saleh, 2011; Jitaree, 2015).



**Предполагаемый знак параметров независимых переменных**

|  |  |
| --- | --- |
| **Переменная** | **Предполагаемый знак β-коэффициента** |
| ROAt | + |
| LNAt | – |
| CSRt-1 | + |
| CSR(j)t-1 | + |

Перед построением модели были также сделаны предположения относительно связи переменных с помощью построения диаграмм рассеивания. Анализ диаграмм подтвердил возможность существования прямой взаимосвязи, и было принято решение проверить модель на существование линейной зависимости. Кроме того, имеющиеся международные исследования по тематике также анализировали линейную зависимость переменных (Bayoud, 2012; Tsoutsoura, 2004).

### Базовая модель

Базовая модель настоящего исследования, контролирующая показатели, взаимосвязанные с коэффициентом Тобина, выглядит следующим образом:

, где

– коэффициент Тобина в момент времени *t,*

– натуральный логарифм активов в момент времени *t,*

– рентабельность активов в момент времени *t,*

– стандартная ошибка,

*i* –компания в панели данных,

*t* – 2014, …, 2016 год.

В начале исследования были исключены 57 выбросов в модели с помощью функции Stata 12 *hadimvo,* а также визуального анализа диаграмм рассеивания. В результате общее количество наблюдений составило 462.

Описательная статистика контрольных переменных представлена в нижеследующей таблице (Таблица 3).



**Описательная статистика контрольных переменных**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Переменная** | **Год** | **Кол-во наблюдений** | **Среднее** | **Стандартное отклонение** | **Минимум** | **Максимум** |
| ROAt | 2014 | 153 | 2.0452 | 7.4593 | -20.11 | 25.72 |
| 2015 | 158 | 2.4556 | 6.8381 | -20.78 | 28.91 |
| 2016 | 151 | 3.6598 | 6.5229 | -21.96 | 28.89 |
| 2014-2016 | 462 | 2.7244 | 6.9638 | -21.96 | 28.91 |
| LNAt | 2014 | 153 | 23.9326 | 2.2283 | 15.7406 | 30.1365 |
| 2015 | 158 | 23.9461 | 2.3474 | 15.7406 | 30.1945 |
| 2016 | 151 | 24.1666 | 2.1595 | 18.7073 | 30.2595 |
| 2014-2016 | 462 | 24.0137 | 2.2456 | 15.7406 | 30.2595 |

Так как данные этого исследования являются панельными, были проведены тест Вальда, тест Бреуша-Пагана и тест Хаусмана для определения наиболее адекватной модели для изучения взаимосвязи данных (Приложение 4). По результатам тестов была выбрана модель с фиксированными эффектами. Данная модель позволяет учитывать постоянные индивидуальные характеристики, присущие каждой компании выборки и, следовательно, позволяет отразить ненаблюдаемые факторы, характеризующие отдельные компании (Березинец, 2017). Следует отметить, что в других исследованиях с панельными данными, посвящённых данной тематике, модель с фиксированными эффектами также использовалась (Jitaree, 2015; Niresh, 2018).

Таким образом, при оценке базовой модели с фиксированными эффектами независимые переменные оказались значимыми, а их ожидания относительно направления их взаимодействия с коэффициентом Тобина были подтверждены: размер компании, выраженный натуральным логарифмом активов, имел обратную связь с коэффициентом Тобина, рентабельность активов – прямую (Таблица 4).



**Оценка параметров базовой модели**

|  |  |
| --- | --- |
|  | TQt |
| LNAt | -0.1239\*\*\* |
| ROAt | 0.0088\* |
| cons | 3.3838\*\*\* |
|  |  |
| p-value | 0.0009 |

\*Значим на 1% уровне значимости

\*\*\*Значим на 10% уровне значимости

### Основная модель

Для определения вида основной регрессионной модели были повторно проведены тесты Вальда, тест Бреуша-Пагана и тест Хаусмана. Тесты подтвердили, что для наиболее корректного описания данных следует использовать модель с фиксированными эффектами.

Таким образом, в основную модель был включён изучаемый показатель – индекс КСО с временным лагом в 1 год. Временной лаг использовался аналогично прошлым исследованиям (Anas, 2015; Jitaree, 2015). Он необходим, так как для того, чтобы реагировать на качественную второстепенную информацию в отчётах, не связанную с основной деятельностью компании, рынку требуется некоторое время. Учитывая то, что годовые отчёты публикуются в конце 2-го квартала, данное исследование, аналогично существующим, предполагает о реакции рынка длиной в 2 квартала. Следовательно, данная модель предполагает, что раскрытие информации о КСО в годовом отчёте 2013, 2014, 2015 гг. взаимосвязано с коэффициентом Тобина в 2014, 2015, 2016 гг. соответственно.

Стоит отметить, что в рамках данного исследования были построены 2 модели: 1-я включала общий индекс КСО, состоящий из средневзвешенных значений индексов, 2-я – все 4 индекса КСО по разделам. 1-я модель была построена для того, чтобы оценить комплексную взаимосвязь индекса КСО с рыночной эффективностью.

Основные модели выглядят следующим образом:

|  |  |
| --- | --- |
|  | (1) |
|  | (2) |

где – оценка коэффициента Тобина в момент времени *t,*

– натуральный логарифм активов в момент времени *t,*

– рентабельность активов в момент времени *t,*

– общий индекс КСО в момент времени *(t-1),*

–индекс КСО «Окружающая среда» в момент времени *(t-1),*

–индекс КСО «Местное сообщество» в момент времени *(t-1),*

–индекс КСО «Рыночные отношения» в момент времени *(t-1),*

– оценка стандартной ошибки,

*i* – компания в панели данных,

*t* – 2014, …, 2016 год.

#### Проверка на мультиколлинеарность

Для проверки качества модели был проведён тест на мультиколлинеарность. Присутствие мультиколлинеарности может привести к серьёзным проблемам, смещая оценки параметров из-за их линейной зависимости и, следовательно, приводя к некорректным результатам и некорректной интерпретации модели. Тест на мультиколлинеарность показал, что средний коэффициент VIF в модели с общим индексом КСО составляет 1.52, а максимальный показатель VIF для натурального логарифма активов составляет 1.76, что является приемлемым значением (Приложение 5).

Для оценки индексов КСО по отдельным разделам, а именно: окружающая среда, местное сообщество, социальная политика в отношении сотрудников, рыночные отношения; была проверена модель, включающая одновременно все индексы КСО. В результате проверки данной модели на мультиколлинеарность среднее значение коэффициента VIF составило 2.34 со значениями индексов КСО между 2.15 и 3.14 (Приложение 5). Несмотря на то, что данный показатель является выше показателя в предыдущей модели, он так же является допустимым, так как не достигает значения 4, свидетельствующего о проблеме значительной мультиколлинеарности (Березинец, 2017).

#### Проверка на гетероскедастичность

Также модель была проверена на присутствие гетероскедастичности. Проблема гетероскедастичности, то есть непостоянной дисперсии ошибок регрессионной модели, может привести к ненадёжным выводам относительно значимости переменных.

Для проверки присутствия гетероскедастичности в модели были проведены 3 различных теста: тест Бреуша-Пагана и тест Уайта, возможные только для сквозной регрессии, а также модифицированный тест Вальда, позволяющий повторно проверить существование проблемы уже в модели с фиксированными эффектами. Стоит отметить, что тест Вальда имел наибольший вес среди других проверок на гетероскедастичность, так как в данном исследовании используется модель с фиксированными эффектами, а модифицированный тест Вальда позволяет учесть все особенности данной модели и показать более точные результаты. Тем не менее, все 3 теста показали наличие проблемы гетероскедастичности (Приложение 6). Кроме того, визуальный анализ диаграмм рассеивания остатков и независимых переменных, а также диаграммы рассеивания остатков и предсказанных значений параметров также подтвердили наличие гетероскедастичности. Особенно это явно выражено при анализе диаграммы взаимосвязи рентабельности активов (ROA) и остатков: при увеличении значения ROA величина разброса остатков заметно увеличивается.

Таким образом, при построении данной модели был использован метод, позволяющий учесть существование гетероскедастичности ошибок наблюдений и скорректировать модель соответствующим образом.

В других исследованиях, посвящённых данной тематике, проблема гетероскедастичности также присутствовала (Jitaree, 2015).

#### Автокорреляция случайных ошибок

Так как данные в этом исследовании представлены только за 3 года и являются ежегодными, тестированием на наличие автокорреляции можно пренебречь. Автокорреляция проверяет временную корреляцию и особенно важна, когда исследование использует переменные с временным лагом. Однако ежегодных данных настоящего исследования недостаточно, чтобы делать основательные выводы об автокорреляции даже по результатам статистических тестов для панельных данных.

#### Скорректированная регрессионная модель

По причине того, что в модели была обнаружена гетероскедастичность, были применены робастные оценки. Робастные оценки позволяют уменьшить чувствительность модели к отклонениям и, следовательно, нивелировать воздействие непостоянства остатков независимых переменных на параметры (Froot, 1989; William, 1993). В настоящей модели использовалась данная опция, чтобы нивелировать негативное воздействие особенностей ошибок на оценку параметров.

Также модель была проверена на верность спецификации с помощью теста Рамсэя. Тест показал, что линейная зависимость верна, то есть модель специфицирована верно, поэтому её параметры можно интерпретировать.

### Описание выборки

В данном исследовании использовалась выборка из 215 публичных компаний различных отраслей, кроме финансовых и страховых, акции которых торговались или торгуются на Московской бирже (Приложение 2). Компании финансовых отраслей отсутствуют в выборке этого исследования исходя из отличительной специфики их деятельности. Также из выборки были удалены государственные компании.

Выборка представлена 9 отраслями (Рис. 6), определёнными в соответствии с разделением компаний по основным видам деятельности ОКВЭД:

1. Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство;
2. Добыча полезных ископаемых;
3. Обрабатывающие производства;
4. Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха;
5. Строительство;
6. Торговля оптовая и розничная;
7. Транспортировка и хранение;
8. Деятельность в области информации и связи;
9. Деятельность профессиональная, научная и техническая.

Самые крупные отрасли по количество компаний в выборке – это обрабатывающие производства (71 компания выборки), куда относятся организации, осуществляющие «физическую и/или химическую обработку материалов, веществ или компонентов с целью их преобразования в новые продукты» (Интерфакс, 2003), и обеспечение электрической энергией, газом и паром. К последней отрасли, представленной 55 компаниями, относятся организации, осуществляющие «обеспечение электрической и тепловой энергией, природным газом, паром, горячей водой и т.п. через действующую инфраструктуру (сеть) распределительных линий проводов и трубопроводов» (Интерфакс, 2003).

1. Распределение компаний по отраслям

Таким образом, отраслевое распределение компаний в данном исследовании является несбалансированным.

Данные по компаниям собирались с 2014 по 2016 гг.. Стоит отметить, что выборка является несбалансированной, так как не все компании торговались в каждом году из 3-х лет, взятых для исследования. В общем и целом, выборка включает 462 наблюдения.

### Описательная статистика и результаты исследования

Описательная статистика изучаемых переменных модели представлена в следующей таблице (Таблица 5).

**Описательная статистика изучаемых показателей**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Переменная** | **Год** | **Среднее** | **Стандартное отклонение** | **Минимум** | **Максимум** |
| TQt | 2014 | 0.3945 | 0.3808 | 0.0117 | 1.8444 |
| 2015 | 0.4021 | 0.379 | 0.0143 | 1.6161 |
| 2016 | 0.4837 | 0.4197 | 0.0052 | 1.8215 |
| 2014-2016 | 0.4263 | 0.3945 | 0.0052 | 1.8444 |

*Таблица 5*

**Описательная статистика изучаемых показателей (продолжение)**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Переменная** | **Год** | **Среднее** | **Стандартное отклонение** | **Минимум** | **Максимум** |
| CSRt-1 | 2013 | 0.77 | 0.6097 | 0 | 2.2107 |
| 2014 | 0.9295 | 0.6849 | 0 | 2.4804 |
| 2015 | 0.9593 | 0.6913 | 0.05 | 2.5 |
| 2013-2015 | 0.8872 | 0.6671 | 0 | 2.5 |
| CSR1t-1 | 2013 | 0.66 | 0.7549 | 0 | 2.5 |
| 2014 | 0.8228 | 0.7942 | 0 | 2.75 |
| 2015 | 0.8593 | 0.8239 | 0 | 3 |
| 2013-2015 | 0.7816 | 0.7946 | 0 | 3 |
| CSR2t-1 | 2013 | 0.6378 | 0.6999 | 0 | 3 |
| 2014 | 0.8144 | 0.8556 | 0 | 3 |
| 2015 | 0.8139 | 0.8528 | 0 | 3 |
| 2013-2015 | 0.7558 | 0.8089 | 0 | 3 |
| CSR3t-1 | 2013 | 0.8733 | 0.7336 | 0 | 2.2 |
| 2014 | 0.9949 | 0.7655 | 0 | 3 |
| 2015 | 0.9907 | 0.7420 | 0 | 3 |
| 2013-2015 | 0.9538 | 0.748 | 0 | 3 |
| CSR4t-1 | 2013 | 0.9039 | 0.6098 | 0 | 3 |
| 2014 | 1.0861 | 0.7089 | 0 | 3 |
| 2015 | 1.1732 | 0.7062 | 0.2 | 3 |
| 2013-2015 | 1.0546 | 0.6846 | 0 | 3 |

Для более подробного ознакомления с характеристиками модели была также построена корреляционная матрица независимых переменных (Таблица 6). На основе данных таблицы можно заметить, что парная корреляция индексов КСО по подразделам в среднем достигает 0.6. Как уже было отмечено, коэффициент VIF, отражающий мультиколлинеарность, находится на приемлемом уровне. Кроме того, независимые переменные с парными коэффициентами корреляции до 0.7 имеют право быть включены в модель (Tabachnik, 1996). Коррелированные индексы раскрытия информации о КСО также использовались в единой модели другими исследователями (Anas, 2015).

**Корреляционная матрица независимых переменных**

|  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | LNAt | ROAt-1 | CSRt-1 | CSR1t-1 | CSR2t-1 | CSR3t-1 | CSR4t-1 |
| LNAt | 1.0000 |  |  |  |  |  |  |
| ROAt-1 | 0.2312 | 1.0000 |  |  |  |  |  |
| CSRt-1 | 0.6389 | 0.2075 | 1.0000 |  |  |  |  |
| CSR1t-1 | 0.5957 | 0.1814 | 0.8924 | 1.0000 |  |  |  |
| CSR2t-1 | 0.6099 | 0.2187 | 0.8889 | 0.6159 | 1.0000 |  |  |
| CSR3t-1 | 0.5263 | 0.2109 | 0.9048 | 0.6431 | 0.6145 | 1.0000 |  |
| CSR4t-1 | 0.5462 | 0.1136 | 0.8332 | 0.6679 | 0.6120 | 0.6269 | 1.0000 |

Все коэффициенты корреляции значимы на 5% уровне значимости.

На основе анализа первичных данных можно сделать заключение по поводу причины корреляции различных индексов КСО. Компании, имеющие качественные годовые отчёты с информацией об устойчивом развитии, чаще всего покрывают все разделы КСО, поэтому существует некоторая взаимосвязь между различными индексами. Кроме того, индексы являются перекрёстными относительно отдельных мероприятий: например, если сотрудники компании помогают животным или растениям в рамках волонтёрской деятельности, компания получает баллы как в индексе «Окружающая среда», так и в индексе «Местное сообщество». Однако, стоит отметить, что такие совпадения встречаются довольно редко, поэтому наличие корреляции скорее объясняется системным подходом компаний к КСО.

Что касается некоторой корреляции между индексом КСО и активами компании, здесь возможно предположить о связи размера компании и внимания компании к КСО.

Таким образом, были построены 2 модификации регрессионной модели с общим индексом КСО и суммой индексов КСО по подразделам.

Для регрессионных моделей были получены оценки параметров (Таблица 7). В 1-м столбце (1) представлены результаты базовой модели, во 2-м (2) – 1-й модели, включающей общий индекс КСО и в 3-м (3) – 2-й модели, включающей все индексы КСО. Все регрессионные модели оказались значимы на 1% уровне значимости.



**Оценка параметров основных моделей**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) |
| CSRt-1 | - | **0.1913\*** | - |
| CSR1t-1 | - | - | -0.0112 |
| CSR2t-1 | - | - | **0.0978\*** |
| CSR3t-1 | - | - | 0.0214 |
| CSR4t-1 | - | - | **0.0721\*\*** |
| LNAt | -0.1239\*\*\* | -0.169\*\*\* | -0.1612\*\*\* |
| ROAt-1 | 0.0088\* | 0.0079\* | 0.0081\* |
| cons | 3.3838\*\*\* | 4.3031\*\*\* | 4.12\*\*\* |
| - | - | - | - |
| p-value | 0.0009 | 0.0000 | 0.0000 |

\*Значим на 1% уровне значимости

\*\*Значим на 5% уровне значимости

\*\*\*Значим на 10% уровне значимости

В общем и целом, гипотеза была подтверждена для всех индексов КСО за исключением индекса «Окружающая среда» и «Социальная политика в отношении сотрудников» (Таблица 8). Предполагаемые знаки взаимосвязи также подтвердились. После обнаружения незначимости переменных «Окружающая среда» и «Социальная политика в отношении сотрудников» был проведён тест на включение данных незначимых переменных в модель, который показал, что их стоит исключить. Следовательно, вышеупомянутые индексы были исключены для предотвращения их негативного воздействия на другие параметры модели. Таким образом, переменные 2-й модели были оценены после исключения незначимых переменных.



**Выводы по гипотезе**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Гипотеза** | CSRt-1 | CSR1t-1 | CSR2t-1 | CSR3t-1 | CSR4t-1 |
| **Н1** | + | - | + | - | + |

### Учёт отраслевых характеристик

По причине того, что в выборке большая часть компаний, а именно 59%, представлена компаниями 2-х отраслей, было принято решение оценить взаимосвязь между коэффициентом Тобина и раскрытием информации о КСО для данных 2-х отраслей по отдельности. Индивидуальным анализом остальных отраслей было решено пренебречь, так как недостаточное количество наблюдений для них не позволяет проецировать выводы на всю совокупность компаний определённой отрасли с достаточной надёжностью. Таким образом, индивидуальный анализ был проведён для отраслей ОКВЭД «Обрабатывающие производства» и «Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха».

Для анализа взаимосвязи коэффициента Тобина и раскрытия информации о КСО для компаний отрасли «Обрабатывающие производства» были введены перекрёстные переменные и, следовательно, модель была оценена только для компаний данной отрасли (Таблица 9). Количество наблюдений составило 150.



**Оценка параметров моделей для компаний отрасли «Обрабатывающие производства»**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) |
| CSRt-1 | - | **0.1303\*\*** | - |
| CSR1t-1 | - | - | **-0.1103\*\*** |
| CSR2t-1 | - | - | 0.0449 |
| CSR3t-1 | - | - | -0.0057 |
| CSR4t-1 | - | - | **0.1945\*** |
| LNAt | -0.1685\*\* | -0.1822\*\* | -0.2199\* |
| ROAt-1 | 0.0142\* | 0.0131\* | 0.0135\* |
| cons | 4.4354\*\* | 4.6762\*\* | 5.5623\* |
| - | - | - | - |
| p-value | 0.0000 | 0.0007 | 0.0001 |

\*Значим на 1% уровне значимости

\*\*Значим на 5% уровне значимости

\*\*\*Значим на 10% уровне значимости

Что касается отрасли «Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха», модель, построенная для 136 наблюдений, показала результаты, аналогичные результатам модели с общей выборкой (Таблица 10). Однако для данной отрасли взаимосвязь оказалась менее слабой. Важно отметить, что индекс КСО «Рыночные отношения» здесь оказался наиболее значимым.



**Оценка параметров моделей для компаний отрасли «Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха»**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) |
| CSRt-1 | - | **0.0357\*\*\*** | - |
| CSR1t-1 | - | - | -0.0252 |
| CSR2t-1 | - | - | **0.039\*\*\*** |
| CSR3t-1 | - | - | -0.0148 |
| CSR4t-1 | - | - | **0.0425\*\*** |
| LNAt | -0.0215\* | -0.0273\* | -0.0252\* |
| ROAt-1 | 0.0104\* | 0.0104\* | 0.0104\* |
| cons | 0.692\* | 0.7878\* | 0.7304\* |
| - | - | - | - |
| p-value | 0.0003 | 0.0001 | 0.0000 |

\*Значим на 1% уровне значимости

\*\*Значим на 5% уровне значимости

\*\*\*Значим на 10% уровне значимости

Таким образом, анализ наиболее многочисленных по составу выборки отраслей позволил определить особенности раскрытия информации о КСО и взаимосвязи раскрытия информации о КСО с рыночной результативностью для этих отраслей.

Гипотеза Н1 подтвердилась для отрасли «Обрабатывающие производства» в рамках общего индекса КСО и КСО «Рыночные отношения». Гипотеза Н1 была опровергнута для остальных индексов КСО данной отрасли. Кроме того, предполагаемый положительный знак взаимосвязи для индекса КСО «Окружающая среда» не подтвердился.

Для отрасли «Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха» результаты проверки оказались аналогичными модели общей выборки (Таблица 11) с идентичными результатами проверки гипотезы Н1.

Таким образом, выводы для различных отраслей в некоторой степени отличаются друг от друга по силе: взаимосвязь между раскрытием информации о КСО и рыночной результативностью существеннее для компаний отрасли «Обрабатывающие производства», чем для компаний отрасли «Обеспечение электрической энергией, газом и паром». Кроме того, результаты моделей для обеих отраслей показали более низкую взаимосвязь по сравнению с моделью, включающей все компании выборки.



**Выводы по гипотезе**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Гипотеза Н1** | CSRt-1 | CSR1t-1 | CSR2t-1 | CSR3t-1 | CSR4t-1 |
| «Обрабатывающие производства» | + | - | - | - | + |
| «Обеспечение электрической энергией, газом и паром» | + | - | + | - | + |

В будущих исследованиях в анализ возможно включить более длинный временной промежуток для того, чтобы иметь право оценивать взаимосвязь и делать выводы для каждой отрасли по отдельности.

### Учёт характеристик формы собственности

Как показали отдельные исследования, форма собственности может играть роль в определении степени взаимосвязи между раскрытием информации о КСО и результативностью деятельности компаний (Haji, 2013). Поэтому в данном исследовании была произведена проверка наличия этой взаимосвязи так же с помощью перекрёстных переменных.

Так, общая выборка была разбита на две: компании иностранной собственности либо с долями иностранной собственности и компании в российской собственности. Как отмечалось ранее, компании государственной собственности были удалены из выборки.

Анализ 152 наблюдений компаний с иностранной собственностью показал, что раскрытие информации о КСО так же положительно взаимосвязано с коэффициентом Тобина. Кроме того, имеется положительная связь для индекса КСО «Местные сообщества». Что касается остальных индексов, коэффициенты при них оказались не значимыми (Таблица 12).



**Оценка параметров моделей для компаний иностранной собственности или с долями иностранной собственности**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) |
| CSRt-1 | - | **0.1518\*\*** | - |
| CSR1t-1 | - | - | -0.0512 |
| CSR2t-1 | - | - | **0.1044\*** |

*Таблица 12*

**Оценка параметров моделей для компаний иностранной собственности или с долями иностранной собственности (продолжение)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) |
| CSR3t-1 | - | - | 0.0132 |
| CSR4t-1 | - | - | 0.0514 |
| LNAt | -0.1334\*\*\* | -0.1456\*\*\* | -0.1398\*\*\* |
| ROAt-1 | 0.008\* | 0.007\* | 0.0076\*\* |
| cons | 3.7169\*\*\* | 3.8853\*\*\* | 3.7659\*\*\* |
| - | - | - | - |
| p-value | 0.0134 | 0.0045 | 0.0042 |

\*Значим на 1% уровне значимости

\*\*Значим на 5% уровне значимости

\*\*\*Значим на 10% уровне значимости

В рамках модели, оценивающей компании российской собственности, было проанализировано 310 наблюдений. Результаты оказались аналогичны результатам анализа общей выборки: положительная взаимосвязь была обнаружена между коэффициентом Тобина с одной стороны и общим индексом раскрытия информации о КСО, а также индексами «Местное сообщество», «Взаимоотношения с поставщиками» – с другой (Таблица 13).



**Оценка параметров моделей для компаний российской собственности**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | (1) | (2) | (3) |
| CSRt-1 | - | **0.2064\*** | - |
| CSR1t-1 | - | - | 0.0041 |
| CSR2t-1 | - | - | **0.0907\*\*** |
| CSR3t-1 | - | - | 0.0254 |
| CSR4t-1 | - | - | **0.0794\*\*\*** |
| LNAt | -0.1204\*\*\* | -0.1818\*\*\* | -0.1758\*\*\* |
| ROAt-1 | 0.0092\* | 0.0084\* | 0.0084\* |
| cons | 3.2495 | 4.5385 | 4.3986 |
| - | - | - | - |
| p-value | 0.0137 | 0.0002 | 0.0009 |

\*Значим на 1% уровне значимости

\*\*Значим на 5% уровне значимости

\*\*\*Значим на 10% уровне значимости

Таким образом, в российском контексте форма собственности компаний также играет роль во взаимосвязи между раскрытием информации о КСО и результативностью деятельности: взаимосвязь для компаний российской собственности сильнее, чем для компаний иностранной.

Выводы относительно гипотезы Н1 для компаний российской собственностью полностью аналогичны выводам по общей выборке. Что касается иностранной собственности, здесь, в отличие от модели, включающей все отрасли, взаимосвязи раскрытия информации о КСО «Рыночные отношения» и рыночной результативности не было обнаружено (Таблица 14).



**Выводы по гипотезе**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Гипотеза Н1** | CSRt-1 | CSR1t-1 | CSR2t-1 | CSR3t-1 | CSR4t-1 |
| Иностранная собственность | + | - | + | - | - |
| Российская собственность | + | - | + | - | + |

### Дополнительный анализ индекса раскрытия информации о КСО

Подробную информацию по каждому пункту раскрытия информации о КСО можно увидеть в нижеследующих таблицах (Таблица 9-11). Данные представлены по каждому году раскрытия информации о КСО (2013, 2014 и 2015 гг.). На основе представленных оценок можно заметить, что в 2013 году наиболее высоким средним баллом характеризовалась социальная политика в отношении сотрудников, когда в 2014 и 2015 гг. первенство перешло к индексу КСО «Рыночные отношения», что говорит о повышении внимания компаний к отношениям с поставщиками и корпоративному управлению.

Подводя итоги внутри каждого подраздела КСО, можно заметить, что в рамках КСО по защите окружающей среды уменьшение выбросов и отходов производства оставалось самым популярным направлением на протяжении всех 3-х лет анализа, что объясняется повышенным вниманием компаний к сферам, где наиболее явно проявляется вред их деятельности по отношению к окружающей среде. Кроме того, в выборке данного исследования большинство компаний относятся как раз к отраслям, представляющим наибольшую потенциальную опасность окружающей среде (обрабатывающая промышленность, добыча полезных ископаемых). Одновременно, использование биотоплива является наименее популярным направлением: данный вид КСО в области экологии ещё не успел развиться в российской среде и остаётся новинкой.

Рейтинг КСО в рамках местного сообщества различался из года в год. Так, в 2013 году наибольшее внимание компании уделяли поддержке детей из местного сообщества: строительству детских площадок, проведению конкурсов и праздников. В 2014 году это направление так же оставалось популярным, однако компании стали больше внимания уделять детям сотрудников: предоставляли путёвки в лагеря, организовывали мероприятия и праздники для детей сотрудников. В 2015 году значительно выросло раскрытие информации по КСО в сфере образования. В общем и целом, наиболее популярными направлениями в рамках индекса КСО «Местное сообщество» также является помощь незащищённым категориям граждан. Наименее распространена помощь больным детям, что оказалось неожиданным результатам, так как это направление является одним из наиболее эмоционально окрашенных, а значит, привлекающих позитивное внимание.

Что касается КСО в отношении сотрудников компаний, здесь стабильно лидирует раскрытие информации об условиях труда и социальных программах, что можно объяснить наибольшим вниманием будущих работников именно к этому аспекту. Меньше всего внимания компании уделяют раскрытию информации о гендерном равенстве и правах человека.

Рыночные отношения, касающиеся раскрытия информации о взаимоотношениях с подрядчиками, поставщиками, клиентами, а также информацию об этическом кодексе и кодексе корпоративного управления – стабильно являются аспектом, которому компании уделяют больше всего внимания в рамках индекса КСО «Рыночные отношения». Меньше всего внимания компании уделяют поддержке экологически чистой продукции.

Общие оценки КСО по категориям «Окружающая среда» и «Рыночные отношения» растут ежегодно. Например, общий рейтинг КСО «Окружающая среда» поднимался с 474 баллов до 591 в 2014 г. и далее до 603 в 2015 г. Индексы «Местное сообщество» и «Социальная политика в отношении сотрудников» стремительно выросли в 2014 году и незначительно уменьшились в 2015. В общем и целом, данный анализ подтверждает позитивную тенденцию раскрытия информации о КСО в России.

**Подробный рейтинг раскрытия информации о КСО (2013 г.)**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Категории индексов КСО** | **Компании, раскрывающие информацию** | **Компании с баллом «1»** | **Компании с баллом «2»** | **Компании с баллом «3»** | **Общая оценка КСО\*** | **Средний балл** |
| **1. Окружающая среда** | | | | | 474 | 0.5512 |
| **1.1** | 80 | 27 | 22 | 31 | 164 | 0.7628 |
| **1.2** | 104 | 32 | 16 | 56 | 232 | 1.0791 |
| **1.3** | 15 | 11 | 3 | 1 | 20 | 0.093 |
| **1.4** | 27 | 9 | 5 | 13 | 58 | 0.2698 |
| **2. Местное сообщество** | | | | | 898 | 0.5221 |
| **2.1** | 82 | 18 | 36 | 28 | 174 | 0.8093 |
| **2.2** | 80 | 34 | 39 | 7 | 133 | 0.6186 |
| **2.3** | 76 | 29 | 30 | 17 | 140 | 0.6512 |
| **2.4** | 76 | 23 | 36 | 17 | 146 | 0.6791 |
| **2.5** | 26 | 16 | 9 | 1 | 37 | 0.1721 |
| **2.6** | 59 | 20 | 27 | 12 | 110 | 0.5116 |
| **2.7** | 33 | 8 | 16 | 9 | 67 | 0.3116 |
| **2.8** | 54 | 27 | 17 | 10 | 91 | 0.4233 |
| **3. Социальная политика в отношении сотрудников** | | | | | 823 | 0.7656 |
| **3.1** | 123 | 29 | 40 | 54 | 271 | 1.2605 |
| **3.2** | 134 | 22 | 40 | 72 | 318 | 1.4791 |
| **3.3** | 15 | 12 | 2 | 1 | 19 | 0.0884 |
| **3.4** | 20 | 17 | 2 | 1 | 24 | 0.1116 |
| **3.5** | 103 | 42 | 34 | 27 | 191 | 0.8884 |
| **4. Рыночные отношения** | | | | | 245 | 0.3798 |
| **4.1** | 16 | 8 | 6 | 2 | 26 | 0.1209 |
| **4.2** | 103 | 48 | 30 | 25 | 183 | 0.8512 |
| **4.3** | 20 | 8 | 8 | 4 | 36 | 0.1674 |

\*Посчитано на основе суммарных баллов. Например, 164[(27x1)+(22x2)+(31x3)].

**Подробный рейтинг раскрытия информации о КСО (2014 г.)**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Категории индексов КСО** | **Компании, раскрывающие информацию** | **Компании с баллом «1»** | **Компании с баллом «2»** | **Компании с баллом «3»** | **Общая оценка КСО\*** | **Средний балл** |
| **1. Окружающая среда** | | | | | 591 | 0.6872 |
| **1.1** | 94 | 21 | 18 | 55 | 222 | 1.0326 |
| **1.2** | 109 | 19 | 13 | 77 | 276 | 1.2837 |
| **1.3** | 9 | 2 | 5 | 2 | 18 | 0.0837 |
| **1.4** | 33 | 9 | 6 | 18 | 75 | 0.3488 |
| **2. Местное сообщество** | | | | | 1149 | 0.668 |
| **2.1** | 78 | 7 | 32 | 39 | 188 | 0.8744 |
| **2.2** | 93 | 21 | 38 | 34 | 199 | 0.9256 |
| **2.3** | 73 | 11 | 24 | 38 | 173 | 0.8047 |
| **2.4** | 83 | 12 | 30 | 41 | 195 | 0.907 |
| **2.5** | 27 | 8 | 13 | 6 | 52 | 0.2419 |
| **2.6** | 78 | 9 | 35 | 34 | 181 | 0.8419 |
| **2.7** | 34 | 4 | 14 | 16 | 80 | 0.3721 |
| **2.8** | 50 | 27 | 15 | 8 | 81 | 0.3767 |
| **3. Социальная политика в отношении сотрудников** | | | | | 926 | 0.8614 |
| **3.1** | 132 | 24 | 26 | 82 | 322 | 1.4977 |
| **3.2** | 138 | 17 | 31 | 90 | 349 | 1.6233 |
| **3.3** | 11 | 8 | 1 | 2 | 16 | 0.0744 |
| **3.4** | 15 | 13 | 1 | 1 | 18 | 0.0837 |
| **3.5** | 101 | 20 | 42 | 39 | 221 | 1.0279 |
| **4. Рыночные отношения** | | | | | 340 | 0.5271 |
| **4.1** | 37 | 6 | 20 | 11 | 79 | 0.3674 |
| **4.2** | 114 | 50 | 17 | 47 | 225 | 1.0465 |
| **4.3** | 20 | 11 | 2 | 7 | 36 | 0.1674 |

\*Посчитано на основе суммарных баллов. Например, 222[(21x1)+(18x2)+(55x3)].

**Подробный рейтинг раскрытия информации о КСО (2015 г.)**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Категории индексов КСО** | **Компании, раскрывающие информацию** | **Компании с баллом «1»** | **Компании с баллом «2»** | **Компании с баллом «3»** | **Общая оценка КСО\*** | **Средний балл** |
| **1. Окружающая среда** | | | | | 603 | 0.7012 |
| **1.1** | 97 | 22 | 11 | 64 | 236 | 1.0977 |
| **1.2** | 107 | 14 | 15 | 78 | 278 | 1.293 |
| **1.3** | 5 | 0 | 3 | 2 | 12 | 0.0558 |
| **1.4** | 28 | 1 | 5 | 22 | 77 | 0.3581 |
| **2. Местное сообщество** | | | | | 1137 | 0.661 |
| **2.1** | 73 | 8 | 26 | 39 | 177 | 0.8233 |
| **2.2** | 88 | 20 | 35 | 33 | 189 | 0.8791 |
| **2.3** | 72 | 16 | 24 | 32 | 160 | 0.7442 |
| **2.4** | 81 | 17 | 25 | 39 | 184 | 0.8558 |
| **2.5** | 20 | 4 | 10 | 6 | 42 | 0.1953 |
| **2.6** | 89 | 10 | 33 | 46 | 214 | 0.9953 |
| **2.7** | 40 | 1 | 18 | 21 | 100 | 0.4651 |
| **2.8** | 44 | 24 | 13 | 7 | 71 | 0.3302 |
| **3. Социальная политика в отношении сотрудников** | | | | | 912 | 0.8484 |
| **3.1** | 132 | 22 | 26 | 84 | 326 | 1.5163 |
| **3.2** | 137 | 17 | 35 | 85 | 342 | 1.5907 |
| **3.3** | 13 | 8 | 2 | 3 | 21 | 0.0977 |
| **3.4** | 15 | 13 | 1 | 1 | 18 | 0.0837 |
| **3.5** | 95 | 23 | 34 | 38 | 205 | 0.9535 |
| **4. Рыночные отношения** | | | | | 356 | 0.5519 |
| **4.1** | 35 | 9 | 16 | 10 | 71 | 0.3302 |
| **4.2** | 123 | 51 | 21 | 51 | 246 | 1.1442 |
| **4.3** | 19 | 8 | 2 | 9 | 39 | 0.1814 |

\*Посчитано на основе суммарных баллов. Например, 236[(22x1)+(11x2)+(64x3)].

В ходе настоящего исследования выборка из 215 компаний была разбита на группы по уровню раскрытия информации о КСО, чтобы проанализировать состав, динамику раскрытия информации о КСО и динамику рыночной эффективности деятельности отдельных групп.

Компании были разделены на 3 группы: с низким уровнем раскрытия информации о КСО (общий индекс КСО – от 0 до 1), средним уровнем (общий индекс – от 1 до 2) и высоким (общий индекс – от 2 до 3). Состав групп был проанализирован с 2013 по 2015 гг.. на основе раскрываемой информации о КСО (Рис. 7). Так, численность группы с низким уровнем КСО сократилась на 18 компаний с 2013 по 2015 г.. Одновременно группа компаний со средним уровнем КСО выросла на 12 компаний, что говорит о том, что компании, ранее недостаточно раскрывавшие информацию о КСО, стали уделять ей больше внимания. Состав компаний с высоким индексом КСО является немногочисленным, однако стоит заметить, что с 2013 по 2014 год эта группа увеличилась вдвое. По графику также заметно, что в 2015 г. количество компаний всех групп сократилось. Это связано с несбалансированностью выборки: количество компаний, анализировавшихся в 2015 году, было наименьшим. Несмотря на это, стоит отметить, что количество компаний со средним и высоким уровнем раскрытия информации о КСО сократилось незначительно по сравнению с компаниями низкого уровня раскрытия КСО.

Данные анализа КСО по группам ещё раз подтверждают положительный тренд раскрытия информации о КСО российскими компаниями, обнаруженный в других исследованиях (Благов, 2014).

1. Динамика состава групп компаний по значениям индекса КСО

Кроме того, была проанализирована разница в коэффициенте Тобина каждой группы (Рис. 8). Анализ данного коэффициента был затруднён по причине его резких скачков для компаний с низким уровнем КСО. Однако, если не принимать во внимание резкую динамику коэффициента, можно заметить разницу в его значениях между группами компаний по уровню раскрытия информации о КСО. Стабильно компании с более высоким уровнем КСО демонстрируют более высокую рыночную эффективность деятельности, что ещё раз подтверждает наличие взаимосвязи между двумя показателями. По данному графику можно так же предположить о том, что компании со средним и высоким уровнем раскрытия информации о КСО более стабильны в отношении рыночной оценки со стороны стейкхолдеров.

1. Значения коэффициента Тобина по группам компаний, сформированным на основе индекса КСО

При проведении анализа важно подчеркнуть, что уровень раскрытия информации о КСО компаниями также связан с другими факторами, что следует учитывать при формулировке выводов. Так, можно проследить некоторую положительную взаимосвязь между индексом КСО и размером компании, выраженным натуральным логарифмом активов. Существование данной связи предсказуемо в условиях российского рынка: крупные компании капиталоёмких отраслей с высокой стоимостью активов являются более заметными для стейкхолдеров, в том числе для государства, что выступает дополнительным стимулом к выделению средств на КСО и раскрытию информации о ней (Blam, 2016). Здесь можно сделать предположение о работе теории добровольческого цикла в России (Waddock, 1997). Данная теория предполагает, что более крупные компании с достаточным уровнем финансирования имеют достаточно средств для того, чтобы заниматься КСО, а раскрытие информации о КСО этими компаниями, в свою очередь, воздействует на их финансовую результативность. Однако настоящее исследование позволяет только предположить о работе теории добровольческого цикла в России. Её подтверждение выходит за рамки данного исследования.

Что касается рентабельности активов, на основе диаграммы рассеивания индекса КСО и данного показателя однозначной связи обнаружено не было.

## Интерпретация результатов исследования

Таким образом, на основе изучения результатов исследования были сделаны выводы о степени и характере связи раскрытия информации о КСО с рыночной результативностью деятельности компаний и другими показателями.

### Интерпретация основной модели

Общий уровень индекса КСО взаимосвязан с рыночной эффективностью компаний, что согласуется с изначальными предположениями относительно взаимосвязи, с прошлым исследованием на российском рынке (Кельчевская, 2017) и подтверждает гипотезу Н1.

Если же сравнивать воздействие индексов КСО по тематикам, наиболее значительно с коэффициентом Тобина связан индекс «Рыночные отношения» и «Местное сообщество».

Раскрытие информации о рыночных отношениях, включающее в себя отношения с поставщиками, этические практики и корпоративное поведение, действительно связано с финансовой результативностью компаний, что было подтверждено многочисленными исследованиями (Judge, 2003). Это можно объяснить тем, что стейкхолдеры компании уделяют пристальное внимание этическим практикам компаний, то есть их отражению в отчётах, так как они значительно влияют на деятельность компаний. Кроме того, политика в области рыночных отношений в наибольшей степени связана с основной деятельностью компании, в отличие от КСО в области окружающей среды, местных сообществ. Чем ответственнее компания подходит к обеспечению этичности взаимоотношений с ближайшими стейкхолдерами: поставщиками, подрядчиками, клиентами, – тем выше доверие к компании не только этих стейкхолдеров, но и других игроков рынка. Раскрытие информации в рамках данного индекса даёт определённый сигнал инвесторам о том, что компания заботится о своих ближайших заинтересованных сторонах, а поддержание стабильных взаимоотношений с данными стейкхолдерами выгодно отражается на основной деятельности компании, создавая дополнительную ценность.

Взаимосвязь индекса КСО «Местное сообщество» немного сильнее по сравнению с «Рыночными отношениями», однако незначительно ( 0.098 против 0.072). Воздействие раскрытия информации о поддержке местного сообщества на рыночную эффективность объясняется скорее не только высоким интересом стейкхолдеров к данной теме, но и большой распространённостью новостей о ней. СМИ имеют тенденцию акцентировать внимание на влиянии компании именно на внешнюю среду, то есть местное сообщество (Литовченко, 2003). Благотворительная деятельность, направленная на местное сообщество, ценится внешними отдалёнными стейкхолдерами компаниями (например, управляющими детских домов, которые финансируют компании). Известность такого рода значительно связана с репутацией компаний, так как помощь местному сообществу, особенно незащищённым категориям граждан, имеет заметную эмоциональную окраску. Кроме того, в соответствии с исследованиями, КСО в рамках местного сообщества является приоритетным направлением политики КСО российских компаний (Благов, 2014).

Также подробное раскрытие информации о КСО «Местное сообщество» служит сигналом некоторым инвесторам о том, что компания может себе позволить выделять определённые средства на благотворительность. «Роскошь» вовлечения в благотворительность доступна далеко не всем компаниям, особенно не тем, кто испытывает какие-либо трудности в основной деятельности. В общем и целом, создание позитивного имиджа компании в глазах внешних стейкхолдеров положительно сказывается на рыночной результативности деятельности компании.

В то же время индексы «Окружающая среда» и «Социальная политика в отношении сотрудников» оказались не значимы и предположение об их взаимосвязи с финансовой результативностью было отвергнуто.

В ходе анализа годовых отчётов компаний было отмечено, что крупные компании капиталоёмких отраслей, потенциально способные оказывать более негативное воздействие на окружающую среду, акцентируют внимание на раскрытии информации о политике по предотвращению этого воздействия (Газпром Нефть, 2013). Этот вывод, в свою очередь, согласуется с зарубежными исследованиями (Cormier, 2011). По причине негативного воздействия на среду подобных компаний, стейкхолдеры ожидают от них увеличенного внимания к экологии, поэтому раскрытие информации об окружающей среде в России становится не триггером увеличения репутации и финансовой результативности, а скорее помогает поддерживать доверие стейкхолдеров на постоянном уровне. Это может объяснить отсутствие взаимосвязи данного индекса КСО и коэффициента Тобина.

Что касается индекса КСО «Социальная политика в отношении сотрудников», здесь отсутствие связи оказалось менее ожидаемым. Существующие исследования на зарубежных рынках подтверждают значительную взаимосвязь внутренней социальной политики, репутации компании и её результативности (Alniacik, 2011). К тому же, потенциальные работники ориентируются на политику КСО компании в отношении сотрудников при принятии решения о работе (Turban, 1997). Отсутствующая взаимосвязь в данном исследовании показывает незначимость раскрытия информации о КСО в отношении сотрудников для рыночной эффективности деятельности компании, выраженной коэффициентом Тобина. Причиной отсутствия взаимосвязи может выступать тот факт, что политика в отношении сотрудников направлена напрямую на внутренних стейкхолдеров компании и связана с внешними стейкхолдерами только опосредовано через другие показатели, следовательно, не отражается в данной модели. Например, грамотная политика по взаимодействию с сотрудниками компании повышает их продуктивность и удовлетворённость работой, что, в свою очередь, сказывается на бухгалтерских показателях эффективности деятельности. Таким образом, отсутствие линейной взаимосвязи, которое показало данное исследование, скорее может свидетельствовать о том, что раскрытие информации в рамках этого индекса связано с другими показателями эффективности, а вероятная опосредованная связь с коэффициентом Тобина несущественная.

### Интерпретация отраслевого анализа

В рамках данного исследования связь была проанализирована отдельно для двух отраслей: обрабатывающих производств и обеспечения электрической энергией, газом и паром.

Ключевое отличие отрасли обрабатывающей промышленности от отрасли электроэнергии состоит в том, что первая в большей степени вредит окружающей среде. Среди 10 наиболее вредных отраслей для окружающей среды в мире, отобранных Швейцарским Зелёным Крестом, большая часть из них, такие как: переработка руды, выплавка различных веществ, производство продукции, химическое производство, красильная промышленность – относятся именно к классу обрабатывающих производств, если соотносить данную классификацию с ОКВЭД (Pure Earth and Green Cross Switzerland, 2016). Следовательно, возможно предположить, что внимание стейкхолдеров к данной отрасли ОКВЭД относительно её взаимодействия с окружающей средой будет повышено.

Анализ взаимосвязи коэффициента Тобина и раскрытия информации о КСО для компаний отрасли «Обрабатывающие производства» также показал её наличие.

В модели для данной отрасли, по сравнению с моделью, включающей все компании выборки, коэффициент при индексе «Окружающая среда» оказался значимым, то есть связи коэффициента Тобина с качеством раскрытия информации о КСО в сфере окружающей среды есть. Однако, взаимосвязь оказалась отрицательной: чем больше компании обрабатывающих отраслей раскрывают информацию о защите окружающей среды, тем негативнее это сказывается на их рыночной результативности, уменьшая коэффициент Тобина. Этот вывод представляет научный интерес, так как, с одной стороны, компании обрабатывающих отраслей наносят наибольший вред окружающей среде, с другой – подробное раскрытие информации ими о защите окружающей среды не удовлетворяет рынок.

Таким образом, негативная взаимосвязь потенциально может подтверждать выводы так называемой «школы затрат на окружающую среду», утверждающей, что затраты компаний на охрану окружающей среды негативно взаимосвязаны с ценностью компании (Jaggi, 1992; Walley, 1994; Hassel, 2005; Olayinka, 2014).

Несмотря на то, что данное исследование не фокусируется на затратах на КСО, индекс раскрытия информации о КСО в исследовании оценивает наличие или отсутствие количественной информации о затратах, поэтому выводы этой школы возможно включать в анализ результатов.

Известно, что затраты капиталоёмких предприятий на качественную политику защиты окружающей среды являются одними из наиболее существенных. Для функционирования заводов, например, растут эксплуатационные затраты, как переменные (дополнительный труд экологов экспертов, коммунальные услуги), так и постоянные (амортизация дополнительного оборудования, затраты на поддержания экологических разрешений) издержки. Также добавляются административные затраты (Боер, 2007). Так как данная отрасль ОКВЭД представляет собой наибольшую угрозу для окружающей среды, затраты по устранении экологического вреда для компаний этой отрасли так же являются высокими. Таким образом, по этим причинам, как утверждает «школа затрат на окружающую среду», взаимосвязь КСО в области защиты окружающей среды и ценности компании для рынка является негативной. Кроме того, в российском контексте законодательство, регулирующее деятельность предприятий в области минимизации негативного эффекта на окружающую среду, далеко не совершенно: многим компаниям гораздо выгоднее заплатить штрафы за негативное воздействие, чем внедрять устойчивые технологии и строить очистные сооружения. Особенно это касается компаний, которым требуются капитальные вложения для повышения экологичности производства (Regnum, 2017).

Результаты взаимосвязи коэффициента Тобина и раскрытия информации о КСО для компаний отрасли «Обеспечение электрической энергией, газом и паром» соответствуют результатам основной модели, включающей все компании выборки. Особенность взаимосвязи для данной отрасли заключается в том, что раскрытие информации о рыночных отношениях так же имеет наибольший вес, как и в случае с отраслью «Обрабатывающие производства». Это говорит о большем интересе инвесторов к этической стороне ведения бизнеса с ближайшими заинтересованными сторонами, чем к возможности компаний помогать местным сообществам и вовлекаться в благотворительность.

### Интерпретация анализа форм собственности

Взаимосвязь раскрытия информации о КСО с рыночной результативностью компаний была также проанализирована в зависимости от формы собственности.

Обнаруженные отличия результатов с результатами основной модели позволяют сделать выводы. Так, рынок в большей степени реагирует на раскрытие информации о КСО компаниями в российской собственности, чем в зарубежной. Коэффициенты при всех значимых индексах КСО оказались значительно выше для компаний российской собственности.

Как было упомянуто в 1-й главе, политика в области КСО, а также раскрытие информации о КСО в годовых отчётах компаний, больше развиты за рубежом и для зарубежных компаний, чем для российских. Этот факт позволяет сделать вывод о том, что инвесторы так же, в свою очередь, скорее ожидают от компаний с иностранной собственностью раскрывать информацию о КСО, чем от компаний российской собственности. Следовательно, в соответствии с полученными результатами, рынок реагирует более активно на раскрытие информации о КСО компаниями российской собственности, так как такая политика для этих компаний является показателем развития, движения вперёд к международным стандартам.

Таким образом, можно сделать вывод, что рынок реагирует на раскрытие информации о КСО компаниями. Чем раскрытие качественнее, тем выше коэффициент Тобина.

Инвесторы просматривают годовые отчёты компаний и реагируют соответствующим образом не только в зависимости от раскрытия финансовой информации, результатов основной деятельности, но и политики в сфере КСО. На российском рынке компании, чьи отчёты соответствуют международным тенденциям и содержат качественную информацию о КСО, воспринимаются более позитивно инвесторами. Раскрытие информации о КСО, с одной стороны, свидетельствует о том, что компания заботится о своих стейкхолдерах, как близких (КСО «Рыночные отношения»), так и более отдалённых (КСО «Местное сообщество»). С другой стороны, раскрытие информации такого рода также даёт сигнал инвесторам, что компания может себе позволить, помимо основной деятельности, вкладывать временные и денежные ресурсы в дополнительные мероприятия, которые не являются основным требованием рынка и большинство из которых не регламентируются законодательством. В общем и целом, раскрытие информации о КСО выгодно для российских компаний.

Анализируя результаты данных моделей, следует помнить об ограничениях, связанных с прямолинейным характером моделей. Показатели, оказавшиеся незначимыми в данном исследовании, возможно проверить на нелинейную связь с финансовой результативностью деятельности в будущих исследованиях.

## Практические рекомендации

Данное исследование показало, что раскрытие информации о КСО важно и в российском бизнесе. Компаниям следует уделять внимание КСО при формировании годовых отчётов, по возможности создавая отдельный раздел, раскрывающий КСО или, по примеру таких компаний, как Газпром, НЛМК, отдельный отчёт. Внешние стейкхолдеры, по причине того, что не владеют внутренней информацией компании, не будут осведомлены о действиях компании в области КСО, если компания не будет данную информацию раскрывать в отчётах. Деятельность в области КСО, не подкреплённая её качественным и количественным описанием в отчётах, может являться так же полезной для репутации компании, однако эта репутация будет поддерживаться только в узких кругах стейкхолдеров, осведомлённых о КСО: внутренних заинтересованных сторон компании, а также лиц, на которых КСО была направлена.

Напротив, раскрытие информации о КСО позволяет осведомить любых заинтересованных сторон о позитивных действиях компании и, следовательно, взаимосвязана с реакцией широкого круга стейкхолдеров. Поэтому можно объяснить существование связи между раскрытием информации о КСО и рыночной результативностью российских компаний.

Дополнительный балл раскрытия информации об общей КСО увеличивает коэффициент Тобина на 0.19, в среднем при прочих равных. Следовательно, компаниям рекомендуется поддерживать общий индекс раскрытия информации о КСО как минимум на уровне «1», то есть раскрывать общую качественную информацию по различным тематикам.

Особое внимание компаниям следует уделять раскрытию информации о КСО в области местных сообществ и рыночных отношений, делая акцент на рыночных отношениях, так как они максимально взаимосвязаны с коэффициентом Тобина.

Минимальное раскрытие информации о местных сообществах, включающих помощь детям, уязвимым категориям населения, развитию образования, молодёжных активностей, инфраструктуры и др. – уже будет позитивно взаимодействовать с рыночной результативностью компаний, ассоциируясь с увеличением коэффициента Тобина на 0.09 в среднем при прочих равных. Однако, принимая во внимание особый интерес стейкхолдеров к данному разделу КСО, компаниям следует по возможности приводить больше количественной информации, содержащей денежные данные, одновременно описывая конкретные проводимые мероприятия в этой области.

С ростом индекса КСО в области рыночных отношений на 1 балл, рыночная результативность российских компаний, выраженная коэффициентом Тобина, увеличивается на 0.07 в среднем при прочих равных**.** Таким образом, компаниям следует также уделять внимание данной тематике при создании отчётов. Раскрытие информации об этических отношениях с поставщиками и клиентами совместно с раскрытием информации об антикоррупционной политике, кодексе корпоративного поведения и поддержке экологически чистой продукции позитивно взаимодействуют с реакцией заинтересованных сторон и, следовательно, значительно взаимосвязаны с коэффициентом Тобина. Поэтому компаниям рекомендуется раскрывать как можно больше информации по данной тематике, включая в отчёты конкретные качественные данные и количественные данные с денежными показателями.

Компаниям, относящимся к отрасли «Обрабатывающие производства» при формировании политики раскрытия информации о КСО, рекомендуется делать акцент на КСО «Рыночные отношения» и по возможности доводить раскрываемую информацию о КСО в области защиты окружающей среды до минимального уровня, так как раскрытие информации о последней негативно взаимосвязана с рыночной эффективностью, что следует из отраслевого анализа.

Компаниям отрасли «Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха» также рекомендуется концентрировать внимание читателей годовых отчётов, акционеров и инвесторов, на КСО в области рыночных отношений.

Кроме того, важно отметить, что компаниям, находящимся полностью в российской собственности, следует наиболее полно раскрывать информацию о КСО, так как раскрытие данной информации для таких компаний гораздо значительнее связано с коэффициентом Тобина, чем для компаний иностранной собственности.

Несмотря на то, что в основной модели данного исследования связи между раскрытием информации о КСО в области экологии и социальной политики в отношении сотрудников с коэффициентом Тобина не было обнаружено, это не значит, что компании должны забывать об этих областях КСО, составляя отчёты. Как уже было упомянуто, по причине того, что большинство компаний выборки являются капиталоёмкими, а также относятся к категории промышленных предприятий, стейкхолдеры ожидают, что они будут внимательно относиться к окружающей среде и раскрывать информацию, поэтому данная область раскрытия информации не взаимодействует с рыночной результативностью на значимом уровне. Данная рекомендация, однако, не относится к компаниям отрасли обрабатывающих производств. Аналогично, раскрытие информации в области социальной политики в отношении сотрудников также важно, но оно не связано с коэффициентом Тобина. Индексы КСО по тематикам косвенно связаны с коэффициентом Тобина через общий индекс КСО, так как влияют на его балл. Это является ещё одной причиной, почему компаниям не следует забывать о политике раскрытия информации о всех разделах КСО и стремиться к их грамотному соотношению.

В общем и целом, данное исследование подтвердило существование взаимосвязи, доказанной на зарубежных рынках, в российском контексте. Следует отметить, что добавление дополнительной качественной и количественной информации в отчёты не является затратным мероприятием, в то время как взаимосвязь раскрытия информации о КСО с коэффициентом Тобина демонстрирует выгоду внимания компаний к отчётам в области КСО. Следовательно, компаниям рекомендуется составлять более широкие и качественные годовые отчёты, включая туда подробную информацию о КСО.

# заключение

Данное исследование проанализировало взаимосвязь между раскрытием информации о КСО и рыночной эффективностью деятельности российских компаний.

В ходе исследования первоначально был проведён анализ всевозможных определений КСО, в результате которого было принято решение определять КСО как добровольную политику компании, не продиктованную законом (European Comission, 2011). Такое определение было утверждено для данного исследования так же по причине того, что раскрытие информации о КСО в России не регламентируется законами, а потому проводится по желанию компаний.

В ходе обзора теорий КСО были сделаны выводы, позволившие выделить основные уровни КСО и определиться со спецификой функционирования системы КСО в компании и влияния этой системы на общество. Обзор международных исследований в развитых и развивающихся странах, посвящённых связи раскрытия информации о КСО и финансовой результативности, позволил предположить о возможности существования такой связи на российском рынке, с опорой на преобладание результатов, выявивших положительную взаимосвязь.

Следовательно, была сформирована ключевая гипотеза данного исследования: гипотеза Н1 утверждала о наличии положительной взаимосвязи, и была проверена в отношении каждого индекса КСО: общего индекса, индекса «Окружающая среда», «Местное сообщество», «Социальная политика в отношении сотрудников» и «Рыночные отношения». Кроме того, данная гипотеза исследовала относительно различных отраслей и форм собственности.

Финансовая результативность измерялась коэффициентом Тобина и, таким образом, измеряла рыночную эффективность компаний. Индекс КСО был оценён комплексно по 4-балльной шкале: каждому подразделу КСО компании выставлялись оценки от 0 до 3, и далее определялось средневзвешенное значение.

Для проверки гипотезы была построена регрессионная модель с фиксированными эффектами на выборке данных 215 российских компаний за 2014-2016 гг. В качестве переменных, контролирующих коэффициент Тобина, были взяты размер компании (натуральный логарифм активов) и рентабельность активов (ROA).

Результаты исследования показали значимую положительную взаимосвязь рыночной эффективности компании с общим индексом КСО, индексом КСО «Местное сообщество» и индексом «Рыночные отношения», подтверждая гипотезу Н1.

На российском рынке раскрытие информации о помощи местным сообществам, а также о рыночных отношениях наибольшим образом взаимосвязаны с финансовой результативностью, по сравнению с другими аспектами раскрытия информации о КСО. Это объясняется повышенным вниманием стейкхолдеров к воздействию компаний на местное сообщество, а также к эффективности функционирования внутренних управленческих систем, связанных с этическим кодексом, кодексом корпоративного поведения, взаимоотношениями с поставщиками и др.

Связи рыночной результативности с индексом КСО «Окружающая среда» обнаружено не было, и гипотеза Н1 в отношении данного индекса не подтвердилась. Результат отсутствия связи объясняется ожиданиями стейкхолдеров о заботе об окружающей среде в отношении компаний, деятельность которых может вредить экологии. Компании такого типа, в свою очередь, в большинстве случаев раскрывают информацию о КСО в сфере экологии. Политика КСО в этой сфере рассматривается стейкхолдерами как естественная и бесспорная, поэтому не сказывается на рыночной эффективности компаний.

Явной взаимосвязи индекса «Социальная политика в отношении сотрудников» и рыночной результативности также не было обнаружено, что позволило сделать вывод о большем внимании стейкхолдеров к внешней политике по КСО российских компаний.

Анализ функционирования модели отдельно для отраслей «Обрабатывающие производства» и «Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха» показал отличные от основной модели результаты для отрасли «Обрабатывающие производства». Например, раскрытие информации о защите окружающей среды отрицательно взаимосвязано с рыночной эффективностью для компаний отрасли «Обрабатывающие производства», что можно объяснить высокими затратами подобных компаний на поддержание экологичности деятельности, которые могли бы пойти на улучшение основных производственных процессов. Кроме того, рынок не реагирует на раскрытие информации о КСО в области местных сообществ компаниями данной отрасли. Также взаимосвязь между раскрытием информации о КСО и коэффициентом Тобина оказалась сильнее для компаний обрабатывающих отраслей, чем для компаний отрасли элетроэнергии.

Также дополнительный анализ гипотезы Н1 показал различия в силе взаимосвязи между раскрытием информации о КСО и коэффициентом Тобина в зависимости от формы собственности: рынок реагирует на раскрытие информации о КСО компаниями, находящимися в российской собственности, более значительно, чем на раскрытие компаниями с иностранной собственностью.

Таким образом, российским публичным компаниям следует уделять внимание раскрытию информации о политике по КСО, в особенности в отношении местных сообществ и рыночных отношений, для того, чтобы удовлетворять запросы стейкхолдеров и поддерживать и повышать финансовую результативность.

Существенная взаимосвязь общего индекса КСО и результативности позволила сделать вывод о согласованности зарубежных результатов исследований с данным исследованием, проведённом на российском рынке.

Ограничения данного исследования заключаются в том, что оно делает выводы о связи КСО только с коэффициентом Тобина на выборке компаний, не включающих финансовые, страховые и государственные. Рыночная финансовая результативность может также быть выражена с помощью других показателей в будущих исследованиях, а существование взаимосвязи возможно рассмотреть отдельно в компаниях финансовых отраслей и государственных компаниях. Кроме того, взаимосвязь раскрытия информации о КСО с показателями эффективности деятельности отдельно для каждой отрасли ОКВЭД так же остаётся под вопросом, что даёт простор для будущих исследований. Наконец, настоящее исследование не проверяло возможность нелинейной взаимосвязи и не делало выводов о причинно-следственной связи раскрытия информации о КСО и рыночной результативности: данные модификации модели имеет смысл изучать в дальнейших исследованиях для построения более основательных выводов.

# Список литературы

1. **Банк России** Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг. - [б.м.] : утв. Банком России 30.12.2014 N 454-П (ред. от 27.09.2017) (Зарегистрировано в Минюсте России 12.02.2015 N 35989).
2. **Березинец И.В.** Лекции по курсу "Основы эконометрики". - Санкт-Петербург : ВШМ СПбГУ, 2017 г..
3. **Благов Ю.Е., Петрова-Савченко, А.А.** Доклад о корпоративной социальной ответственности в России. Все о лидерах 2014: по материалам проекта «Лидеры корпоративной благотворительности - 2014» [Конференция] // Форум доноров. - 2014.
4. **Благов Ю.И., Кабалина, В.И., Петрова-Савченко, А.А., Сливаева, Д.А.** Доклад о социальных инвестициях в России — 2014: к созданию ценности для бизнеса и общества [Статья] // Авторская Творческая Мастерская (АТМ Книга). - 2014 г.. - стр. 144.
5. **Блам Ю.И.** Тенденции развития нефинансовой отчётности в России [Статья] // Вопросы статистики. - 2009 г.. - 5 : Т. 2009. - стр. 41-46.
6. **Боер Ф.П.** Оценка стоимости технологий. Проблемы бизнеса и финансов в мире исследований и разработок [Book]. - [s.l.] : Ernst & Young, 2007. - pp. 403-406.
7. **Газпром Нефть** Отчет об устойчивом развитии 2013: Родные города [Отчет] : Годовой отчёт. - 2013.
8. **Герасимова О.** Взаимосвязь социального капитала Совета Директоров, корпоративной социальной ответственности и финансовых показателей деятельности российских компаний. - Санкт-Петербург : [б.н.], 2017 г..
9. **Гринчак Д.** Human Capital of Women on Board of Directors and Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from Russian Companies. - Санкт-Петербург : [б.н.], 2017 г..
10. **Журнал "Устойчивый бизнес"** Корпоративная социальная ответственность: основные понятия и определения [В Интернете] // csrjournal.com. - 2017 г.. - http://csrjournal.com/korporativnaya-socialnaya-otvetstvennost-osnovnye-ponyatiya-i-opredeleniya.
11. **Институт региональной политики** Моногорода России: Как пережить кризис?. - Москва : [б.н.], 2008 г..
12. **Интерфакс** СПАРК [В Интернете] // spark-interfax.ru. - Интерфакс, 2003 г.. - 10 02 2018 г..
13. **Кельчевская Н.Р., Черненко, И.М., Попова, Е.В.** Влияние корпоративной социальной ответственности на инвестиционную привлекательность российских компаний [Статья] // Экономика региона. - 2017 г.. - 1 : Т. 13.
14. **Литовченко С.Е., Корсакова М.И.** Корпоративная социальная ответственность: общественные ожидания. Потребители, менеджеры, лидеры общественного мнения и эксперты оценивают социальную роль бизнеса в России [Статья] // Ассоциация менеджеров. - Москва : [б.н.], 2003 г..
15. **Подопригова М. Г.** Деловая этика [Раздел книги] // Этика бизнеса и корпоративная социальная ответственность. - Таганрог : ТТИ ЮФУ, 2012. - Т. 1 : 1.
16. **Полищук Л.** Корпоративная социальная ответственность или государственное регулирование: анализ институционального выбора [Статья] // Вопросы экономики. - 2009 г.. - Т. 10. - стр. 5.
17. **Совет Федерации ФС РФ** Корпоративная социальная ответственность в современной России: теория и практика [Статья] // Аналитический вестник Совета Федерации ФС РФ. - 2005 г.. - 278 : Т. 26. - стр. 8.
18. **Ткаченко И.Н., Раменская, Л.А.** Влияние корпоративной социальной ответственности на капитализацию компаний (результаты эмпирического исследования) [Статья] // Управленческие науки. - Москва : Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 2016 г.. - 3. - стр. 85-94.
19. **Чирикова А. Е.** Государство и бизнес: взаимодействие на поле социальной политики в современной России. - 2012 г..
20. **Adams C.A.** Internal organizational factors influencing corporate social and ethical reporting: Beyond current theorising [Article] // Accounting, Auditing & Accountability Journal. - 2002. - 2 : Vol. 15. - pp. 223-250.
21. **Adams C.A.** The ethical, social and environmental reporting - Performance portrayal gap [Article] // Accounting, Auditing and Accountability Journal. - 2004. - 5 : Vol. 17. - pp. 731-757.
22. **Alniacik U., Cigerim, E., Akcin, K., Bayram, O.** Independent and joint effects of perceived corporate reputation, affective commitment and job satisfaction on turnover intentions [Статья] // Procedia Social and Behavioral Sciences. - 2011 г.. - Т. 24. - стр. 1177-1189.
23. **Alon I., Latteman, C., Fetscherin, M., Li, S., Schneider, A-M.** Usage of Public Corporate Communications of Social Responsibility in Brazil, Russia, India and China (BRIC) [Article] // International Journal of Emerging Markets. - 2009. - 1 : Vol. 5. - pp. 6-22.
24. **Anas A., Rashid, H.M.A., Annuar, H.A.** The effect of award on CSR disclosures in annual reports of Malaysian PLCs [Article] // Social Responsibility Journal. - [s.l.] : Emerald Group Publishing Limited, 2015. - 4 : Vol. 11. - pp. 831-852.
25. **Aras G., Aybars, A., Kutlu, O.** Managing corporate performance. Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets [Article] // International Journal of Productivity and Performance Management. - 2010. - 3 : Vol. 59. - pp. 229-254.
26. **Bashtovaya V.** CSR reporting in the United States and Russia [Article] // Social Responsibility Journal. - 2014. - 1 : Vol. 10. - pp. 68-84.
27. **Bayoud N.S., Kavanagh, M.** Corporate social responsibility disclosure: evidence from Libyan managers [Article] // Global Journal of Business Research. - 2012. - 5 : Vol. 6. - pp. 73-83.
28. **Belal A.R.** Environmental reporting in developing countries: empirical evidence from Bangladesh [Article] // Eco-Management and Auditing. - 2000. - 3 : Vol. 7. - pp. 114-121.
29. **Berle A.A., Means, G.C.** The Modern Corporation & Private Property [Книга]. - [б.м.] : Transaction Publishers, 1932. - стр. 300-315.
30. **Blam I., Vitálišová, K., Borseková, K., Sokolowicz, M.** Peculiarities of corporate social responsibility development in the monotowns in post-communist countries [Article] // Social Responsibility Journal. - 2016. - 3 : Vol. 12. - pp. 466-469.
31. **Bnouni I.** Corporate social responsibility (CSR) and financial performance (FP): Case of French SMEs. - Washington : International Council for Small Business, 2011. - pp. 1-23.
32. **Boesso G., Kumar, K.** Drivers of corporate voluntary disclosure: a framework and empirical evidence from Italy and the United States [Article] // Accounting, Auditing & Accountability Journal. - 2007. - 2 : Vol. 20. - pp. 269-296.
33. **Campbell D.J.** A longitudinal and cross-sectional analysis of environmental disclosure in UK companies - a research note [Article] // The British Accounting Review. - 2004. - 1 : Vol. 36. - pp. 107-117.
34. **Campbell D.J.** Legitimacy theory or manaerial reality construction? Corporate social disclosure in Marks and Spencer Plc corporate reports 1969-1997 [Article] // Accounting Forum. - 2000. - 1 : Vol. 24. - pp. 80-100.
35. **Caroll A.B.** A History of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices [Article] // The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. - [s.l.] : Oxford University Press, 2008. - 2. - pp. 19-46.
36. **Caroll Archie B.** The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizatinal Stakeholders [Journal]. - Athens, Greece : Business Horizons, 1991. - 4 : Vol. 34. - p. 11.
37. **Choi J-S., Kwak, Y-M., Choe, C.** Corporate social responsibility and corporate financial performance: evidence from Korea [Article]. - 2010. - 3 : Vol. 35. - pp. 291-311.
38. **Clarkson M.B.E.** A Stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance [Article] // The Academy of Management Review. - 1995. - 1 : Vol. 20. - pp. 92-117.
39. **Cormier D., Gordon, I.M.** An examination of social and environmental reporting strategies [Article] // Accounting, Auditing & Accountability Journal. - 2001. - 5 : Vol. 14. - pp. 587-617.
40. **Cormier D., Ledoux, M-J., Magnan, M.** The informational contribution of social and environmental disclosures for investors [Article] // Management Decision. - 2011. - 8 : Vol. 9. - pp. 1276-1304.
41. **Cowan S., Gadenne, D.** Australian corporate environmental reporting: a comparative analysis of disclosure practices across voluntary and mandatory disclosure systems [Article] // Journal of Accounting & Organizational Change. - 2005. - 2 : Vol. 1. - pp. 165-179.
42. **Deegan C.** Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures - a theoretical foundation [Article] // Accounting, Auditing & Accountability Journal. - 2002. - 3 : Vol. 15. - pp. 282-311.
43. **Deegan C. Rankin M, Tobin J.** An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: A test of legitimacy theory [Журнал] // Accounting, Auditing & Accountability Journal. - Melbourne : MCP UP Ltd, 2001 г.. - 3 : Т. 15. - стр. 312-343.
44. **Deegan C., Blomquist, C.** Stakeholder influence on corporate reporting: an exploration of the interaction between WWF-Australia and the Australian minerals industry [Article] // Accounting, Organizations and Society. - 2006. - 4-5 : Vol. 31. - pp. 343-372.
45. **Deegan C., Gordon, B.** A study of the environmental disclosure practices of Australian corporation [Article] // Accounting and Business Research. - 1996. - 3 : Vol. 26. - pp. 187-199.
46. **Deegan C., Rankin, M., Voght, P.** Firms' disclosure reactions to major social incidents: Australian evidence [Article] // Accounting Forum. - 2000. - 1 : Vol. 24. - pp. 101-130.
47. **Donaldson L. Davis J.H.** Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns [Article] // Australian Journal of Management. - [s.l.] : The University of New South Wales, 1991. - 1 : Vol. 16. - pp. 59-65.
48. **Eden Lorraine** Bringing the Firm Back In: Multinationals in International Political Economy [Article] // Millenium: Journal of International Studies. - Ottawa : Norman Paterson School of International Affairs, 1991. - 2 : Vol. 20. - pp. 215-224.
49. **Epstein M.J., Freedman, M.** Social disclosure and the individual investor [Article] // Accounting, Auditing & Accountability Journal. - 1994. - 4 : Vol. 7. - pp. 94-109.
50. **European Comission** Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions [Online] // eur-lex.europa.eu. - 2011. - 02 10, 2018. - https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52011DC0681.
51. **Freeman R.E.** Strategic Management: A Stakeholder Approach [Book]. - [s.l.] : Cambridge University Press, 2010. - p. 53.
52. **Froot A.K.** Consistent Covariance Matrix Estimation with Cross-Sectional Dependence and Heteroskedasticity in Financial Data [Статья] // Journal of Financial and Quantitative Analysis. - [б.м.] : School of Business Administration, University of Washington, 1989 г.. - 3 : Т. 24. - стр. 333-355.
53. **Fuchs Christian** Internet and Society. Social Theory in the Information Age [Book]. - New York : Routledge Research in Information Technology and Society, 2008. - Vol. 8 : pp. 350-361.
54. **Garcia-Castro R., Arino, M., Canela, M.** Does social performance really lead to financial performance? Accounting for endogeneity [Article] // Journal of Business Ethics. - 2010. - 1 : Vol. 92. - pp. 107-126.
55. **Ghelli C.** Corporate Social Responsibility and Financial Performance: An Empirical Evidence. - Copenhagen : Copenhagen Business School, 2013. - pp. 50-59.
56. **Gjølberg Maria** The Political Economy of Corporate Social Responsibility. - Oslo : AIT Oslo AS, 2012 г.. - 321.
57. **Gray R., Kouhy, R., Lavers, S.** Corporate Social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure [Journal] // Accounting, Auditing & Accountability Journal. - Dundee : MCB UP Ltd, 1995. - 2 : Vol. 8. - p. 47.
58. **Griffin J.J., Mahon, J.F.** The corporate social performance and corporate financial performance debate [Article] // Business & Society. - 1997. - 1 : Vol. 36. - pp. 5-31.
59. **Guthrie J., Parker, L.D.** Corporate social responsibility: a rebuttal of legitimacy theory [Article] // Accounting & Business Research. - 1989. - 76 : Vol. 19. - pp. 343-352.
60. **Hackston D., Milne, M.J.** Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies [Article] // Accounting, Auditing & Accountability Journal. - 1996. - 1 : Vol. 9. - pp. 77-108.
61. **Haji A.A., Ghazali, N.A.M.** Corporate social responsibility disclosures over time: evidence from Malaysia [Article] // Managerial Auditing Journal. - 2013. - 7 : Vol. 28. - pp. 647-676.
62. **Haniffa R.M., Cooke, T.E.** Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations [Article] // Abacus. - 2002. - 3 : Vol. 38. - pp. 317-349.
63. **Haniffa R.M., Cooke, T.E.** The impact of culture and governance on corporate social reporting [Article] // Journal of Accounting and Public Policy. - 2005. - 5 : Vol. 24. - pp. 391-430.
64. **Hartman L., Rubin, R., Dhanda, K.** The communication of corporate social responsibility: United States and European Union multinational corporations [Article] // Journal of Business Ethics. - 2007. - 4 : Vol. 74. - pp. 373-389.
65. **Hassel L.G., Nilsson, H., Nyquist, Siv** The Value Relevance of Environmental Performance [Article] // European Accounting Review. - 2005. - 1 : Vol. 14.
66. **Hirschland M. J.** Corporate Social Responsibility and the Shaping of Global Public Policy [Книга]. - New York : Palgrave Macmillan, 2006. - стр. 100-114.
67. **Hossain M., Islam, K., Andrew, J.** Corporate social environmental disclosure in developing countries: evidence from Bangladesh [Журнал]. - [б.м.] : University of Wollongong, 2006 г..
68. **Islam M.A.** Social and environmental reporting practices of organizations operating in, or sourcing products from, a developing country: evidence from Bangladesh. - [s.l.] : School of Accounting and Law, RMIT University, 2009.
69. **Islam M.A., Deegan, C.** Motivations for an organisation within a developing country to report social responsibility information [Article] // Accounting, Auditing & Accountability Journal. - 2008. - 6 : Vol. 21. - pp. 850-874.
70. **Jaggi B., Freedman, M.B.** An Examination of the Impact of Pollution Performance on Economic and Market Performance: Pulp and Paper Firms [Article] // Journal of Business Finance & Accounting. - 1992. - 5 : Vol. 19. - pp. 697-713.
71. **Jensen M.C., Meckling, W.H.** Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure [Статья] // Journal of Financial Economics. - Rochester : University of Rochester, 1976 г.. - 4 : Т. 3. - стр. 305-360.
72. **Jitaree Wisuttorn** Corporate social responsibility disclosure and financial performance: evidence from Thailand. - Wollongong : University of Wollongong, 2015.
73. **Judge W.Q., Naoumova, I., Koutzevol, N.** Corporate governance and firm performance in Russia: an empirical study [Статья] // Journal of World Business. - [б.м.] : Elsevier, 2003 г.. - 4 : Т. 38. - стр. 385-396.
74. **Kent P., Chan, C.S.H.** Application of Stakeholder Theory to the Quantity and Quality of Australian Voluntary Corporate Environmental Disclosures [Article] // Journal of Business Ethics. - 2003. - Vol. 5. - pp. 85-91.
75. **Kuepper J.** What Caused the Russian Ruble Crisis? [В Интернете] // thebalance.com. - 2017 г.. - 25 03 2018 г.. - https://www.thebalance.com/what-caused-the-russian-ruble-crisis-1978828.
76. **Kwanbo M.L.** An assessment of the effectiveness of social disclosure on earnings per share in Nigerian public corporations [Article] // World Journal of Social Sciences. - 2011. - 1 : Vol. 1. - pp. 86-106.
77. **Lyon D.** Financial performance: the motivation behind corporate social responsibility reporting [Online] // University of Otago Library. - 2007. - 02 20, 2018. - http://hdl.handle.net/10523/1178.
78. **McGuire J.B., Alison, S., Schneeweis, T.** Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance [Article] // The Academy of Management Journal. - 1988. - 4 : Vol. 31. - pp. 854-872.
79. **McWilliams A., Siegel, D.** Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? [Article] // Strategic Management Journal. - 2000. - 5 : Vol. 21. - pp. 603-609.
80. **Meyer J.W., Rowan, B.** Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony [Article] // American Journal of Sociology. - Chicago : The University of Chicago Press, 1977. - 2 : Vol. 83. - pp. 340-363.
81. **Michelon G.** Sustainability disclosure and reputation: a comparative study [Article] // Corporate Reputation Review. - 2011. - 2 : Vol. 14. - pp. 79-96.
82. **Michelon G., Pilonato, S., Ricceri, F.** CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis [Report] / Department of Accounting ; University of Exeter Business School. - 2015.
83. **Moneva J.M., Ortas, E.** Are stock markets influenced by sustainability matter? Evidence from European companies [Article] // International Journal of Sustainable Economy. - 2008. - 1 : Vol. 1. - pp. 1-16.
84. **Moneva J.M., Ortas, E.** Corporate environmental and financial performance: a multivariate approach [Article] // Industrial Management. - 2010. - 2 : Vol. 110. - pp. 193-210.
85. **Moon J., Vogel, D.** Corporate Social Responsibility, Government, and Civil Society [Book]. - Oxford : The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility, 2008. - pp. 50-52.
86. **Murray A., Sinclair, D., Power, D., Gray, R.** Do financial markets care about social and environmental disclosure? Further evidence and exploration from the U.K. [Article] // Accounting, Auditing & Accountability Journal. - 2006. - 2 : Vol. 19. - pp. 228-255.
87. **Nelling E., Webb, E.** Corporate social responsibility and financial performance: the "virtuous circle" revisited [Article] // Review of Quantitative Finance and Accounting. - 2009. - 2 : Vol. 32. - pp. 197-209.
88. **Niresh J.A., Silva, W.H.E.** The Nexus between Corporate Social Responsibility Disclosure and Financial Performance: Evidence from the Listed Banks, Finance and Insurance Companies in Sri Lanka [Article] // Accounting and Finance Research. - [s.l.] : afr.sciedupress.com, 2018. - 2 : Vol. 7.
89. **O'Donovan G.** Environmental disclosures in the annual report: extending the applicability and predictive power of legitimacy theory [Article] // Accounting, Auditing & Accountability Journal. - 2002. - 15. - Vol. 3. - pp. 344-371.
90. **O'Donovan G.** Legitimacy theory as an explanation for corporate environmental disclosures. - Melbourne : School of Accounting and Finance, Victoria University of Technology, 2000 г..
91. **Oeyono J., Samy, M., Bampton, R.** An examination of corporate social responsibility and financial performance [Article] // Journal of Global Responsibility. - 2011. - 1 : Vol. 2. - pp. 100-112.
92. **Olayinka A.O., Oluwamayowa, I.O.** Corporate environmental disclosures and market value of quoted companies in Nigeria [Article] // The Business & Management Review. - 2014. - 3 : Vol. 5.
93. **Padgett R., Galan, J.** The effect of R&D intensity on corporate social responsibility [Article] // Journal of Business Ethics. - 2010. - 3 : Vol. 93. - pp. 407-418.
94. **Patten D.M.** Exposure, legitimacy, and social disclosure [Article] // Journal of Accounting and Public Policy. - 1991. - 4 : Vol. 10. - pp. 297-308.
95. **Peters R., Mullen, M.R.** Some evidence of the cumulative effects of corporate social responsibility on financial performance [Article] // Journal of Global Business Issues. - 2009. - 1 : Vol. 3. - pp. 1-14.
96. **Philip Kotler Nancy Lee** Corporate Social Responsibility: Doing the Most Good for Your Company and Your Cause [Book]. - New Jersey : John Wiley and Sons, Inc., 2005. - Vols. July-August 1991 : pp. 30-32.
97. **Preston L.E., O'Bannon, D.P.** The corporate social-financial performance relationship [Article] // Business & Strategy. - 1997. - 4 : Vol. 36. - pp. 419-429.
98. **Pure Earth and Green Cross Switzerland** 2016 World's Worst Pollution Problems: The toxics beneath our feet [Report]. - 2016.
99. **Rashid A., Lodh, S.C.** The influence of ownership structures and board practices on corporate social disclosures in Bangladesh [Article] // Research in Accounting in Emerging Economics. - 2008. - 1 : Vol. 8. - pp. 211-237.
100. **Regnum** Штрафы за загрязнение окружающей среды. - Москва : [б.н.], 2017 г..
101. **Ribeiro V.P.L., Aibar-Guzman, C.** Determinants of environmental accounting practices in local entities: evidence from Portugal [Article] // Social Responsibility Journal. - 2010. - 3 : Vol. 6. - pp. 404-419.
102. **Roberts R.W.** Determinants of corporate social responsibility disclosure: an application of stakeholder theory [Article] // Accounting, Organizations and Society. - 1992. - 6 : Vol. 17. - pp. 595-612.
103. **Roberts R.W.** Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: an Application of Stakeholder Theory [Article] // Accounting, Organizations and Society. - 1992. - 6 : Vol. 17. - pp. 595-612.
104. **Rouf M.A.** The corporate social responsibility disclosure: a study of listed companies in Bangladesh [Article] // Business and Economics Research Journal. - 2011. - 3 : Vol. 2. - pp. 19-32.
105. **Ruf B., Muralidhar, K., Brown, R., Janney, J., Paul, K.** An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: a stakeholder theory perspective [Article] // Journal of Business Ethics. - 2001. - 2 : Vol. 32. - pp. 143-156.
106. **Saida D.** Contribution on the analysis of the environmental disclosure: a comparative study of American and European multinationals [Article] // Social Responsibility Journal. - 2009. - 1 : Vol. 5. - pp. 83-93.
107. **Saleh M., Norhayah, Z., Rusnah, M.** Looking for evidence of the relationship between corporate social responsibility and corporate financial performance in an emerging market [Article] // Asia-Pacific Journal of Business Administration. - 2011. - 2 : Vol. 3. - p. 165.
108. **Sastararuji D., Wottrich, V.H.** Exploring CSR in Sweden, Thailand and Brazil. Insights from the construction industry. - [s.l.] : Umea University, 2008.
109. **Scholtens B.** A note onthe interaction between corporate social responsibility and financial performance [Article] // Ecological Economics. - 2008. - 1-2 : Vol. 68. - pp. 46-55.
110. **Schreck P.** Reviewing the business case for corporate social responsibility: new evidence and analysis [Article] // Journal of Business Ethics. - 2011. - 2 : Vol. 103. - pp. 167-188.
111. **Scott W. Richard** Institutions and organizations. Ideas, Interests and Identities [Book]. - Chicago : Sage, 1995. - Vol. 3 : 3 : pp. 194-199.
112. **Sobhani F.A., Amran, A., Zainuddin, Y.** Revisiting the practices of corporate social and environmental disclosure in Bangladesh [Article] // Corporate Social Responsibility and Environmental Management. - 2009. - 3 : Vol. 16. - p. 167.
113. **Suchman M.C.** Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches [Article] // The Academy of Management Review. - 1995. - 3 : Vol. 20. - pp. 571-610.
114. **The University of Edinburgh** What is corporate social responsibility? [В Интернете] // ed.ac.uk. - 03 07 2017 г.. - 10 03 2018 г.. - https://www.ed.ac.uk/careers/your-future/options/occupations/csr/what-is-csr.
115. **Tsoutsoura M.** Corporate Social Responsibility and Financial Performance [Online] // eScholarship. - 2004. - 02 20, 2018. - https://escholarship.org/uc/item/111799p2.
116. **Turban D.B., Greening, D.W.** Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees [Статья] // The Academy of Management Journal. - [б.м.] : Academy of Management, June 1997 г.. - 3 : Т. 40. - стр. 658-672.
117. **Tyagi R.** Ph.D Thesis: Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Performance and Competitiveness of Business: A Study of Indian Firms [Online] // SSRN. - 2012. - 02 20, 2018. - https://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract\_id=2251580.
118. **Udayasankar K.** Corporate social responsibility and firm size [Article] // Journal of Business Ethics. - 2008. - 2 : Vol. 83. - pp. 167-175.
119. **Ullmann A.A.** Data in search of a theory: a critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. firms [Article] // The Academy of Management Review. - 1985. - 3 : Vol. 10. - pp. 540-557.
120. **Utting P., Clapp, J.** Corporate Accountability and Sustainable Development [Book]. - New Delhi : Oxford University Press - India, 2008. - pp. 200-217.
121. **Vormedal I., Ruud, A.** Sustainability reporting in Norway - an assessment of performance in the context of legal demands and socio-political drivers [Article] // Business Strategy and the Environment. - 2009. - 4 : Vol. 18. - pp. 207-222.
122. **Waddock S.A., Graves, S.B.** The Corporate Social Performance-Financial Performance Link [Журнал] // Strategic Management Journal. - [б.м.] : John Wiley & Sons, Ltd., 1997 г.. - 4 : Т. 18. - стр. 303-319.
123. **Walley N., Whitehead, B.** It's Not Easy Being Green [Article] // Harvard Business Review. - 1994. - 72.
124. **William R.H.** Regression standard errors in clustered samples [Статья] // Stata Technical Bulletin. - 1993 г.. - 13. - стр. 19-23.
125. **Wiseman J.** An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports [Article] // Accounting, Organizations and Society. - [s.l.] : Elsevier, 1982. - 1 : Vol. 7. - pp. 53-63.
126. **Wren D.A.** The History of Management Thought [Book]. - [s.l.] : Wiley, 2005. - pp. 269-270.

# Приложения

## Сводные таблицы исследований по теме

### Исследования с КСО в качестве изучаемого показателя (зависимой переменной)

**Исследования в развитых странах**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Авторы** | **Год** | **Выборка** | **Независимые переменные** | **Вывод** |
| Preston, L.E., O’Banon, D.P. | 1997 | 67 американских компаний (Fortune 500) | ROA, ROE, ROI | +\* |
| Griffin, J.J., Mahon, J.F. | 1997 | Химические компании индекса KLD, Fortune и базы данных TRI | ROA, ROE, ROE, BV активов, возраст активов | + (KLD) -\*\* (TRI) |
| Nelling, E., Webb, E. | 2009 | Индекс KLD | Доходность акций | + |
| Cormier, D., Ledoux, M-J., Magnan, M. | 2011 | 137 компаний Фондовой биржи Торонто | Размер компании, финансовый рычаг, воздействие на окружающую среду | + |
| Schreck, P. | 2011 | Немецкие компании | ROE, Tobin Q | +  --\*\*\* (КСО: продукция и клиенты) |
| Bnouni, I. | 2011 | 80 прибыльных французских компаний малого и среднего бизнеса | Коэффициент прибыли | + |
| Ghelli, C. | 2013 | 322 крупнейшие компании Fortune 500 | ROA, ROE, ROS, Tobin Q | + |

\*Положительная взаимосвязь

\*\*Отсутствие взаимосвязи

\*\*\*Отрицательная взаимосвязь

**Исследования в развивающихся странах**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Авторы** | **Год** | **Выборка** | **Независимые переменные** | **Вывод** |
| Aras, G., Aybars, A., Kutlu, O. | 2010 | 40 компаний Стамбульской фондовой биржи | ROA, ROS, ROE | + |
| Saleh, M., Norhayah, Z., Rusnah, M. | 2011 | Топ-200 компаний Малайзии | ROA, Tobin Q | + |
| Haji, A.A., Ghazali, N.A.M. | 2013 | Компании Малайзийской биржи | Размер компании, форма собственности | + |

### Исследования с финансовой результативностью в качестве изучаемого показателя (зависимой переменной)

**Исследования в развитых странах**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Авторы** | **Год** | **Выборка** | **Зависимые переменные** | **Вывод** |
| Preston, L.E., O’Banon, D.P. | 1997 | 67 американских компаний (Fortune 500) | ROA, ROE, ROI | +\* |
| Griffin, J.J., Mahon, J.F. | 1997 | Химические компании индекса KLD, Fortune и базы данных TRI | ROA, ROE, ROS, BV активов, возраст активов | + (KLD) -\*\* (TRI) |
| Ruf, B., Muralidhar, K., Brown, R., Janney, J., Paul, K. | 2001 | Компании Нидерландов | ROS | + |
| Tsoutsoura, M. | 2004 | S&P 500 | ROA, ROE, ROS | + |
| Lyon, D. | 2007 | Компании производ-ственного сектора и сектора услуг Новой Зеландии | ROA, ROE | + (производ-ственный сектор),  - (сектор услуг) |

*Таблица 20*

**Исследования в развитых странах (продолжение)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Авторы** | **Год** | **Выборка** | **Зависимые переменные** | **Вывод** |
| Scholtens, B. | 2008 | 289 американских компаний | Риск, доходность акций | + |
| Peters, R., Mullen, M.R. | 2009 | 81 компания индекса Fortune | ROA | + |
| Nelling, E., Webb, E. | 2009 | Индекс KLD | Доходность акций | - |
| Garcia-Castro, R., Arino, M., Canela, M. | 2010 | 658 компаний индекса KLD | ROE, ROA, Tobin Q, MVA | + |
| Moneva, J.M., Ortas, E. | 2010 | 230 европейских компаний | ROE, ROA, маржа прибыли, EBIT | + |
| Schreck, P. | 2011 | Немецкие компании | ROE, Tobin Q | +  --\*\*\* (КСО: продукция и клиенты) |
| Ghelli, C. | 2013 | 322 крупнейшие компании Fortune 500 | ROA, ROE, ROS, Tobin Q | + |

\*Положительная взаимосвязь

\*\*Отсутствие взаимосвязи

\*\*\*Отрицательная взаимосвязь

**Исследования в развивающихся странах**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Авторы** | **Год** | **Выборка** | **Зависимые переменные** | **Вывод** |
| Kwanbo, M.L. | 2011 | 231 компания нигерийской фондовой биржи | Прибыль на акцию | +\* |
| Oyeonom J., Samy, M., Bampton, R. | 2011 | Топ-50 компаний Индонезии | EPS, EBITDA | + |
| Saleh, M., Norhayah, Z., Rusnah, M. | 2011 | Топ-200 компаний Малайзии | ROA, Tobin Q | + |
| Bayoud, N.S., Kavanagh, M. | 2012 | 110 ливийских компаний | ROA, ROE, Выручка | + |
| Tyagi, R. | 2012 | 215 компаний Бомбейской фондовой биржи и индекса S&P ESG 500 India | ROA, ROE, Доходность акций | + |
| Кельчевская, Н.Р., Черненко, И.М., Попова, Е.В. | 2017 | 18 нефтегазовых и металлурги-ческих российских компаний | Стоимость капитала | + |

\*Положительная взаимосвязь

## Критериальная оценка разделов КСО

**Окружающая среда**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **Оценка «1»** | **Оценка «2»** | **Оценка «3»** |
| Энерго-эффективность | Общая информация не более 1 предложения | Подробное описание мероприятий ИЛИ краткая информация по мероприятиям с количественными данными | Общая краткая информация и количественная информация (2+ общих числовых данных) ИЛИ подробное описание мероприятий с количественными показателями (1+) |

*Таблица 22*

**Окружающая среда (продолжение)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **Оценка «1»** | **Оценка «2»** | **Оценка «3»** |
| Уменьшение выбросов и отходов производства | Общая информация не более 1 предложения | Общая упоминание и количественная информация (не более 1 показателя) ИЛИ подробное описание мероприятий и мер (более 1 предложения) без какой-либо количественной информации | Общая краткая информация и 2+ количественных показателя ИЛИ подробное описание мероприятий с любыми количественными данными |
| Использование биотоплива | Упоминание в любой форме (1-2 слова) | Краткая информация об использовании биотоплива объёмом в 1 предложение | Более подробная информация (1+ предложений) ИЛИ 1 предложение с количественной информацией |
| Защита флоры и фауны | Упоминание поддержания биоразнообразия компанией (не более 1 предложения) | Более подробная информация с упоминанием конкретных биологических видов | Более подробная информация с упоминанием конкретных биологических видов и любая количественная информация |

**Местное сообщество**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **Оценка «1»** | **Оценка «2»** | **Оценка «3»** |
| Поддержка детей | Упоминание или общая информация объёмом не более 1 предложения без количественных данных | Общая информация и общие количественные данные по затратам ИЛИ более конкретная информация с описанием мероприятий и не денежные количественные данные | Подробная информация по проводимым мероприятиям и затраты на проведённые мероприятия ИЛИ общая информация по теме, но с подробной таблицей, перечисляющей все проведённые мероприятия с затратами по ним |
| Поддержка детей сотрудников |
| Поддержка молодёжи |
| Поддержка социально уязвимых категорий граждан |
| Помощь больным детям и детям с особенностями развития |
| Поддержка образования |
| Вовлечение сотрудников в помощь местному сообществу | Общая информация объёмом не более 1 предложения | Подробная информация с описанием мероприятий (1+ предложений) | Подробная информация с описанием мероприятий (1+ предложений) и любые количественные данные |
| Улучшение инфраструктуры |

**Социальная политика в отношении сотрудников**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **Оценка «1»** | **Оценка «2»** | **Оценка «3»** |
| Здоровье и безопасность | Общая информация, упоминание, 1 количественный показатель | Общая информация и общие количественные данные (2+) ИЛИ описание конкретных мероприятий и общие количественные данные | Общая качественная информация и подробная таблица с названием мероприятия и расходами на него ИЛИ подробная информация о мероприятиях с количественными данными не денежного характера |
| Условия труда и социальные программы |
| Отсутствие дискриминации по гендерному признаку | Общая информация объёмом не более 1 предложения | Общая информация объёмом не более 1 предложения и любые количественные данные | Более подробная качественная информация ИЛИ общая информация с 2+ количественными показателями |
| Обеспечение прав человека | Упоминание в любой форме (1-2 слова) | Краткая информация объёмом в 1 предложение | Любая более подробная информация (1+ предложение) |
| Помощь пенсионерам | Общая информация, упоминание | Общая информация с затратами на пенсионные программы | Описание конкретных мероприятий и любые количественные данные |

**Рыночные отношения**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | **Оценка «1»** | **Оценка «2»** | **Оценка «3»** |
| Поддержка экологически чистой продукции | Общая информация объёмом не более 1 предложения | Информация объёмом от 1 до 2 предложений | Более подробное раскрытие мероприятий, также возможна количественная информация |
| Этика | Более подробное описание методик по поддержанию честного взаимодействия | Подробное описание методик по поддержанию честного взаимодействия от 0,5 страницы А4, возможны любые количественные данные |
| Развитие поставщиков | Общая информация объёмом более 1 предложения | Подробное описание мероприятий, возможны любые количественные данные |

## 

## Тесты на выбор регрессионной модели

**Тесты на выбор регрессионной модели**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Тест** | **Нулевая гипотеза** | **Статистика** | **Вывод** |
| Тест Вальда | H0: Все индивидуальные детерминированные эффекты равны нулю (ui=0) | F(179, 266) = 10.91\* | Выбор модели с фиксированными эффектами |
| Тест Бреуша-Пагана | H0: Дисперсия остатков равна нулю (Var(u)=0) | chibar2(01)=156.39\* | Выбор модели со случайными эффектами |
| Тест Хаусмана | H0: Разница в коэффициентах не систематична | сhi2(3)=44.15\* | Выбор модели с фиксированными эффектами |

\*Значим на 1% уровне значимости

## Проверка на мультиколлинеарность

**Тестирование на мультиколлинеарность (1)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Переменная** | **VIF** | **1/VIF** |
| LNAt | 1.76 | 0.5684 |
| CSRt-1 | 1.74 | 0.5741 |
| ROAt | 1.06 | 0.9416 |
| **Средний VIF** | 1.52 |  |

**Тестирование на мультиколлинеарность (2)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Переменная** | **VIF** | **1/VIF** |
| CSR3t-1 | 3.14 | 0.3181 |
| CSR2t-1 | 2.98 | 0.3358 |
| CSR1t-1 | 2.83 | 0.3533 |
| CSR4t-1 | 2.15 | 0.465 |
| LNAt | 1.84 | 0.5421 |

*Таблица 28*

**Тестирование на мультиколлинеарность (2) (продолжение)**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Переменная** | **VIF** | **1/VIF** |
| ROAt-1 | 1.08 | 0.9258 |
| **Средний VIF** | 2.34 |  |

## Тесты на обнаружение гетероскедастичности

**Тесты на обнаружение гетероскедастичности**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Тест** | **Нулевая гипотеза** | **Статистика** | **Вывод** |
| Тест Бреуша-Пагана/ Кука-Вайсберга | H0: Дисперсия случайных ошибок постоянна | сhi2(1)=22.63\* | Гетероскедастичность присутствует |
| Тест Уайта | H0: Гомоскедасти-чность | сhi2(9)=30.22\* | Гетероскедастичность присутствует |
| Модифицированный тест Вальда | H0: Дисперсия случайных ошибок постоянна | сhi2(180)=1.9e+33\* | Гетероскедастичность присутствует |

\*Значим на 1% уровне значимости