

## АНКУДИНОВ Андрей Борисович

Кандидат физико-математических наук, доцент  
кафедры финансов организаций

Казанский (Приволжский) федеральный университет  
420012, РФ, г. Казань, ул. Бутлерова, 4  
Контактный телефон: (843) 238-20-42  
e-mail: finmen@kgfei.ru



## БОРИСОВ Денис Михайлович

Ассистент кафедры финансов организаций

Казанский (Приволжский) федеральный университет  
420012, РФ, г. Казань, ул. Бутлерова, 4  
Контактный телефон: (843) 238-20-42  
e-mail: finmen@kgfei.ru

## Корпоративная социальная ответственность как фактор долгосрочного роста

**Ключевые слова:** корпоративная социальная ответственность; финансовая эффективность; возможности будущего корпоративного роста; реальные опционы; стоимость опциона роста.

Предложен авторский подход к оценке влияния корпоративной социальной ответственности на финансовую эффективность компаний с позиций концепции реальных опционов. Представлены опционные характеристики отдельных видов инвестиций в корпоративную социальную ответственность. Приведены данные проверки теоретических предположений о влиянии вложений в корпоративную социальную ответственность на рыночную оценку возможностей будущего роста, или величину опциона роста.

**И**нтеграция России в экономическое пространство Всемирной торговой организации, не прекращающийся отток капитала из страны, вялотекущий мировой финансовый кризис и ряд других факторов разноплановой природы несколько ослабили интерес в академической среде и бизнес-сообществе к корпоративной социальной ответственности как стратегическому фактору успеха компаний в конкурентной борьбе. В актуальной отечественной литературе академической направленности возобладал нормативный подход, увязывающий корпоративную социальную ответственность прежде всего с соображениями морального долга бизнеса перед обществом в целом. Практико-ориентированные публикации содержат главным образом отчеты о проделанной работе без попытки какого бы то ни было анализа ее экономической эффективности, что вполне объяснимо с позиций ресурсной теории. Последняя инвертирует причинно-следственную связь между корпоративной социальной ответственностью и финансовой эффективностью, предполагая, что повышение уровня социальной ответственности обусловлено наличием у компаний свободных денежных средств, которые менеджмент в состоянии потратить на различные репутационные проекты. Помимо эмпирического подтверждения [1]<sup>1</sup>, эта теория вполне вписывается в современные

<sup>1</sup> Авторам статьи, к сожалению, не известны другие эмпирические исследования подобного рода, проведенные на материалах отечественного рынка, расширяющие выборку и снимающие ряд ограничений, характерных для указанной работы.

отечественные реалии, когда наиболее значимыми из числа стейкхолдеров выступают федеральные, региональные, а зачастую и местные органы власти, на удовлетворение запросов которых и направляются немалые денежные средства (их наличие определяется величиной свободных операционных денежных потоков компаний). Очевидно, что ни о каком эмпирическом анализе экономической эффективности подобных мероприятий по определению не может идти речи.

Анализируя современное состояние корпоративной социальной ответственности в России, нельзя не отметить и проявления в отечественной практике теории оппортунизма менеджмента: если компания характеризуется высокой степенью финансовой эффективности, то она зачастую может позволить себе игнорировать отдельные репутационные проекты, весьма настойчиво предлагаемые столь значимым стейкхолдером, как органы власти. Важным условием здесь, однако, выступает отсутствие доли государства в уставном капитале компании, равно как и достаточная степень независимости от административного распределения жизненно важных для бизнеса ресурсов и установления тарифов на услуги естественных монополистов. Наоборот, ухудшение финансовой ситуации, накопление непропорционально большого объема долгов часто приводят к демонстрации публичных, социально значимых мероприятий, которые могут маскировать просчеты менеджмента. Это явление документировано и для развитых рынков (см. например, [2]).

Среди множества подходов к определению понятия корпоративной социальной ответственности (КСО) наиболее обстоятельной следует признать трактовку Д. Вуда, согласно которой КСО представляет собой конфигурацию принципов социальной ответственности бизнес-организации, процессов социального взаимодействия, а также политик, программ и наблюдаемых результатов, которые относятся к социальным отношениям [3]. Для целей же эмпирического анализа достаточно широкого определения К. Дэвиса, увязывающего КСО с заинтересованностью компании в достижении благоприятных общественных/социальных эффектов совместно с традиционными экономическими целями, преследуемыми фирмой [4].

В рамках настоящего исследования авторами реализован инструментальный подход к феномену корпоративной социальной ответственности, в соответствии с которым последняя рассматривается как фактор формирования стратегических конкурентных преимуществ компании и, как следствие, инструмент ценностно-ориентированного управления. Эмпирический анализ КСО в инструментальном контексте осложняется проблемами формирования баз исходных данных и выбора прокси-переменных, что делает результаты моделирования существенно зависимыми от набора используемых параметров. Тем не менее в научной литературе представлены результаты ряда исследований, в которых предпринята попытка эконометрического анализа взаимосвязи социальной ответственности и финансовой эффективности компаний.

В работе Г. Довелла, С. Харта и Б. Юнга – одной из первых в области эмпирического анализа связи между социально ответственными инвестициями и эффективностью деятельности компании – обнаружена положительная корреляция между показателем Q Тобина и экологической деятельностью компаний [5]. Увеличив выборку компаний, А. Кинг и М. Леннокс пришли к схожим результатам [6].

С. Браммер, К. Брукс и С. Павелин отметили небольшую избыточную доходность акций компаний после включения их в рейтинг 100 лучших американских социально ответственных компаний (America's 100 Best Corporate Citizens) [7]. Тем не менее вопрос о ключевом факторе, приводящем к более высоким котировкам акций социально ответственных компаний остался открытым.

Ответить на возникший вопрос попытались А. Маккей, Т. Маккей и Дж. Барни [8]. В ходе своего исследования они обнаружили, что в ряде случаев социально ответственная деятельность компании не увеличивает приведенную стоимость будущих

денежных потоков компании, однако наращивает ее рыночную стоимость (дисконтируя возможности будущего роста).

В продолжение размышлений целесообразно обратиться к каноническому труду С. Майерса, отмечающего, что стоимость компании отражает ожидания инвестирования [9]. Будущие инвестиции являются дискретными; их величина зависит от чистой приведенной стоимости возможностей, которые появятся. Одна часть корпоративной стоимости зависит от денежного потока, генерируемого существующими активами компании; другая представляет собой приведенную стоимость инвестиционных возможностей, если внешние условия будут благоприятны. Таким образом, стоимость компании (firm's value –  $V$ ) можно разделить на стоимость уже используемых активов (value of assets in place –  $V_{AIP}$ ) и приведенную стоимость «возможности корпоративного роста в будущем» (value of future growth opportunities –  $VGO$ ), или опцион роста:

$$V = V_{AIP} + V_{GO}. \quad (1)$$

Эти возможности роста можно считать реальными опционами, так как их стоимость зависит от дискретных инвестиций фирмы в будущем, а принятие решения об инвестировании – от условий внешней среды.

Авторы статьи предлагают подойти к проблеме влияния КСО на финансовую эффективность компании с позиций концепции реальных опционов. Мероприятия в сфере корпоративной социальной ответственности вполне удовлетворяют критериям отнесения к реальным опционам: содержат риски, отражающие неопределенность будущего эффекта, а также требуют денежных вложений в настоящее время. Помимо этого вложения в КСО создают возможности для расширения и роста в перспективе.

Обратимся к рассмотрению *гипотез исследования и их обоснованию*. Любые инвестиции, рассматриваемые с точки зрения реальных опционов, включают в себя развитие специфических активов компании, представляющих ценность для нее, но требующих дальнейших шагов для извлечения выгод от использования этих активов [10]. Следовательно, учитывая мировой опыт исследования проблемы экономической эффективности инвестиций в КСО, равно как и результаты предыдущих эмпирических исследований по отечественным данным, можно предложить ряд рабочих гипотез.

**Гипотеза 1.** *Чем выше объем инвестиций в развитие персонала, тем значимее стратегические возможности роста, а соответственно, и величина опциона роста.* При этом предполагается, что развитие персонала включает в себя внедрение программ корпоративного обучения и повышения квалификации. В такой интерпретации затраты на развитие персонала имеют тесную связь с инвестициями в НИОКР [11]. В случае возникновения передовых технологий, способствующих повышению эффективности деятельности компании, высококвалифицированный персонал является необходимым условием их практического внедрения. Соответственно, инвестиции в развитие персонала, аналогично инвестициям в НИОКР, формируют платформу для будущих инвестиций в материальные активы, что, в свою очередь, должно увеличивать стратегические возможности роста компании.

**Гипотеза 2.** *Затраты на обеспечение социальной поддержки персонала позитивно связаны с величиной опциона роста компании.* Социальная поддержка сотрудников компании чаще всего предполагает обеспечение комфортных и безопасных условий труда, различные виды страхования, развитие негосударственного пенсионного обеспечения, социальные льготы. Логично предположить, что результатом перечисленных мер являются рост привлекательности работодателя на рынке труда и повышение уровня лояльности работников. В основе сформулированной гипотезы лежат также выводы ряда исследователей относительно вложений в КСО: ценность последних

обусловлена более свободным доступом к финансовым, человеческим и прочим ресурсам, которые могут быть использованы в новых проектах компании [12], а также возможностью привлекать более квалифицированный персонал [13]. При появлении на рынке возможностей выгодного инвестирования более привлекательный работодатель будет обеспечен необходимыми кадрами в большей степени и в более короткие сроки, нежели его конкуренты.

**Гипотеза 3.** *Существует положительная корреляция между затратами на реализацию экологической политики и величиной опциона роста компании.* Притом что затраты на обеспечение экологической и промышленной безопасности, природоохранную деятельность могут оказаться весьма существенными и снизить текущие денежные потоки и финансовые результаты деятельности компаний, они могут снизить риск возникновения еще более существенных затрат в будущем. В этом и состоит опционная ценность затрат на реализацию экологической политики. Снижение общего уровня бизнес-риска в качестве одного из результатов социально ответственного поведения было отмечено еще Е. Боуманом [14] и подтверждено мета-аналитическими исследованиями [15]. Кроме того, в литературе отмечается возможность для компаний, действующих на развитых рынках, в отдельных случаях добавлять премию к ценам на свою продукцию или услуги [16].

**Гипотеза 4.** *Зависимость между вложениями в социально-экономическое развитие территорий присутствия и величиной опциона роста является прямой.* Логика данного предположения базируется на известном выводе: содействие реализации социально значимых проектов, благотворительная деятельность, спонсорская поддержка и другие мероприятия в отношениях с локальными сообществами могут, наравне с другими мерами в области КСО, служить инструментом «предвидения и минимизации конфликтов между корпорациями и обществом» [17]. Сопутствующее снижению риска уменьшение стоимости капитала может также привести к увеличению приведенной стоимости будущих инвестиционных возможностей, или опциона роста.

Изложенные выше гипотезы были проверены на выборке из 22 компаний, представляющих нефтегазовую, металлургическую и горнодобывающую отрасли, электроэнергетику и телекоммуникации. Использование панельных данных с 2009 по 2011 г. включительно формирует 66 наблюдений.

Данное исследование можно считать пилотным; в дальнейшем анализ может быть продолжен и расширен.

Зависимой переменной в данном исследовании является оценка величины опциона роста (GOV). Методика ее расчета может быть заимствована из работы Т. Тонга, Дж. Рёэра [18]. В соответствии с их подходом GOV определяется следующим образом:

$$GOV = \frac{V - CI - PV(\text{Current - level EVA})}{V}, \quad (2)$$

где  $V$  – рыночная стоимость компании;  $CI$  – инвестированный капитал; Current-level EVA – эквивалент показателя экономической добавленной стоимости (EVA) текущего года на основании предположения о том, что фирма не растет.

В качестве независимых переменных были взяты инвестиции в развитие персонала  $I_{\text{per}}$ , затраты на обеспечение социальной поддержки персонала  $I_{\text{soc}}$ , затраты на реализацию экологической политики  $I_{\text{eco}}$ , вложения в социально-экономическое развитие территорий присутствия  $I_{\text{reg}}$ , нормированные по выручке компании.

Чтобы ослабить проблему эндогенности, в уравнение был введен ряд контрольных переменных, необходимых для устранения влияния отраслевых и специфических характеристик компании – размер компании, определяемый как натуральный логарифм активов компании ( $\ln_{\text{assets}}$ ), отношение заемного капитала к собственному (lev).

Построенная для оценки гипотез модель в общем виде такова:

$$GOV = \alpha + \beta_1 \times I_{per} + \beta_2 \times I_{soc} + \beta_3 \times I_{eco} + \beta_4 \times I_{reg} + \beta_5 \times \ln_{assets} + \beta_6 \times lev + \varepsilon. \quad (3)$$

Для формирования информационной базы исследования использовались опубликованные на сайтах компаний годовые отчеты и отчеты об устойчивом развитии компаний за период 2009–2011 гг., финансовая отчетность (МСФО), а также данные о капитализации компаний с официального интернет-сайта объединенной биржи ММВБ-РТС ([www.rts.micex.ru](http://www.rts.micex.ru)). В ходе исследования был проведен корреляционный и регрессионный анализ. Результаты представлены ниже (см. таблицу).

#### Результаты корреляционно-регрессионного анализа

Показатель	Коэффициент регрессии	Частные коэффициенты корреляции	<i>t</i> -статистика	Коэффициент детерминации $R^2$	<i>F</i> -статистика
$I_{per}$	0,232437132	0,316393631	0,056898825		
$I_{soc}$	0,000125941	0,051614456	0,57339617		
$I_{eco}$	0,098156278	0,186785692	0,128235443		
$I_{reg}$	-0,027816344	0,312588943	0,004241892		
$\ln_{assets}$	0,037867234	0,122614456	0,003265742		
<i>lev</i>	1,026754162	0,008310973	0,299911334	0,542105	2,938536031

*Выводы.* В целом результаты анализа находятся на достаточно высоком уровне. Коэффициент детерминации  $R^2 = 0,54$  подтверждает достаточную взаимосвязь между рассматриваемыми показателями. *F*-тест подтверждает адекватность построения модели на уровнях значимости 0,9. Однако *t*-статистика не подтвердила статистическую значимость некоторых коэффициентов на предложенных уровнях значимости.

Выдвинутые гипотезы частично подтверждены. Выявлена положительная зависимость между величиной опциона роста и инвестициями в развитие персонала, что согласуется с теоретическими рассуждениями.

Связь между затратами на социальные программы для персонала и величиной опциона роста не была обнаружена. Возможно, в условиях развивающегося рынка расходы на социальные программы рассматриваются как необязательные траты, что может быть объяснено специфическим положением в отрасли компаний, составляющих выборку, превышением предложения на рынке труда. В данном случае это означает, что социальная поддержка сотрудников соответствует нормативному подходу и воспринимается как объективная необходимость, не создающая дополнительных конкурентных преимуществ. Применение же концепции реальных опционов подразумевает оценку дополнительных возможностей.

Гипотеза о положительной взаимосвязи затрат на реализацию экологической политики с величиной опциона роста подтвердилась. Однако данное влияние статистически менее значимо, чем влияние инвестиций в развитие персонала. При этом необходимо отметить, что выборку исследования составили преимущественно компании из отраслей, априори наиболее подверженных риску социальных или экологических конфликтов, что не могло не отразиться на конечном результате.

Гипотеза о прямой зависимости между вложениями в социально-экономическое развитие территорий присутствия и величиной опциона роста опровергнута; была установлена обратная зависимость. Можно предположить, что рынком позитивно оцениваются только те случаи, когда компания принимает участие в социально значимых проектах и программах, непосредственно связанных с ее основной деятельностью. В теоретическом же плане объяснение обратной зависимости инвестиций в социальное развитие территорий присутствия от величины опциона роста может содержаться в теории оппортунизма менеджмента.

Проведенное исследование целесообразно рассматривать как пилотное, характеризующееся рядом ограничений, которые могли повлиять на полученные результаты (в частности, на использование панельных данных и общую ограниченность выборки). С учетом этого эмпирический анализ проблемы представляется весьма перспективным с точки зрения дальнейших исследований.

#### Источники

1. Анкудинов А. Б., Гизатуллин А. В. Социальная ответственность и финансовая эффективность российских компаний // Вестн. КГФЭИ. 2008. № 1.
2. Preston L. E., O'Bannon D. P. The corporate social-financial performance relationship. A typology and analysis // *Business and Society*. 1997. No. 36 (4).
3. Wood D. Corporate Social Responsibility Revisited // *Academy of Management Review*. 1991. No. 16.
4. Davis K. The Case For and Against Business Assumption of Social Responsibilities // *Academy of Management Journal*. 1973. No. 16.
5. Dowell G., Hart S., Yeung, B. Do corporate global environmental standards create or destroy market value? // *Management Science*. 2000. No. 46 (8).
6. King A., Lennox M. Does It Really Pay to Be Green? An Empirical Study of Firm Environmental and Financial Performance // *Journal of Industrial Ecology*. 2001. No. 1.
7. Brammer S., Brooks C., Pavelin S. The Stock Performance of America's 100 Best Corporate Citizens // ICMA Centre Discussion Papers in Finance DP2006-06. URL: <http://www.icmacentre.ac.uk/pdf/discussion/DP2006-06.pdf>.
8. Mackey A., Mackey T., Barney J. Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies // *Academy of Management Review*. 2007. No. 32 (3).
9. Myers S. Determinants of Corporate Borrowing // *Journal of Financial Economics*. 1977. No. 5.
10. Burke L., Logsdon J. How Corporate Social Responsibility Pays off // *Long Range Planning*. 1996. No. 29.
11. McWilliams A., Siegel D. Corporate Social Responsibility: a Theory of the Firm Perspective // *Academy of Management Review*. 2001. No. 26.
12. Starr J., MacMillan I. Resource Cooptation via Social Contracting: Resource Acquisition Strategies for New Ventures // *Strategic Management Journal*. 1990. No. 11.
13. Turban D., Greening D. Corporate Social Responsibility and Organizational Attractiveness to Prospective Employees // *Academy of Management Journal*. 1997. No. 40.
14. Bowman E. H. A Risk/Return Paradox for Strategic Management // *Sloan Management Review*. 1980. No. 21 (3).
15. Orlitzky M., Schmidt F., Rynes S. Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis // *Organization Studies*. 2003. No. 24 (3).
16. Bhattacharya C., Sen S. When, why, and how consumers respond to social initiatives // *California Management Review*. 2004. No. 47.
17. Heal G., Paul G. Corporate Social Responsibility: An Economic and Financial Framework // *The Geneva Papers on Risk and Insurance Issues and Practice*. 2005. Vol. 30. No. 3.
18. Tong T., Reuer J. Corporate investment decisions and the value of growth options // *Real Options: Theory meets Practice*. 8<sup>th</sup> Annual International Conference (Montréal, Canada, June 17–19, 2004). Montreal, 2004.