

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ, СОЦИАЛЬНАЯ ОТВЕТСТВЕННОСТЬ И ФИНАНСОВАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ КОМПАНИИ

А. В. ГИЗАТУЛЛИН

Казанский государственный финансово-экономический институт

В статье представлено эмпирическое исследование, изучающее порядок взаимосвязи качества корпоративного управления, социальной ответственности компании и ее финансовой эффективности. Полученные результаты свидетельствуют о выраженной U-образной взаимозависимости между уровнем социальной ответственности и качеством корпоративного управления. Анализ также показывает, что совместное влияние качества корпоративного управления и уровня социальной ответственности на финансовую эффективность компании является противоположно направленным и имеет характер динамического Парето-эффективного равновесия. В работе предлагаются варианты теоретического обоснования полученных результатов.

Концепция социальной ответственности (corporate social responsibility) в последнее десятилетие активно развивает свое влияние как в деловой сфере, так и в прикладных академических областях, среди которых — стратегический менеджмент, организационное поведение и эмпирическая микроэкономика. Возросшее внимание инвестиционного сообщества к социальным вопросам деятельности компаний с течением времени породило широкий класс рыночных инструментов, объединенных стратегией социально ответственного инвестирования (socially res-

ponsible investing — SRI), подтвердив, таким образом, высокий уровень влияния корпоративной социальной политики.

В целом это отражает тот факт, что после длительного цикла развития рынка корпоративного контроля в ведущих мировых экономиках менеджмент начал придавать все большее значение отношениям с различными группами заинтересованных лиц (стейкхолдерами), а также той роли, которую корпоративное управление и социальная ответственность играют в формировании рыночной капитализации корпораций. В академической

Автор выражает благодарность М. Кубе (M. Kouba, Thomson Scientific UK), П. Уоннеру (P. Wanner, Institutional Shareholder Services), Дж. Карберри (J. Carberry, KLD Research & Analytics) за предоставленные данные и консультации, а также анонимным рецензентам за ценные комментарии.

© А. В. Гизатуллин, 2007

сфере это нашло отклик в виде целого направления эмпирических исследований и прикладных теорий, изучающих взаимосвязь корпоративного управления и социальной ответственности с показателями финансовой эффективности компании (обзор развития концепций социальной ответственности представлен, напр., в [Wartick, Cochran, 1985; Carrol, 1999]).

Несмотря на это, простейший библиометрический анализ показывает существенную разобщенность дискурсивных практик исследований в сфере корпоративного управления и социальной ответственности. В частности, по состоянию на конец III квартала 2005 г. не более 2,5% от числа научных статей, зарегистрированных в базе данных Social Science Citation Index и изучающих взаимосвязь корпоративного управления и финансовой эффективности компаний, содержало среди ключевых слов в своем описании упоминание о концепции социальной ответственности. Об этом же свидетельствует разница в JEL-кодах, которые присваиваются научным работам для классификации по дисциплинам: всего 0,8% от числа статей, посвященных финансовым аспектам корпоративного управления за 1995–2005 гг., относились по классификации *Journal of Economic Literature* к таким дисциплинам, как *Industrial Relations & Labor* («Трудовые отношения и социальное партнерство»), и не более 4,2% были посвящены предмету *Business Ethics* («Деловая этика») ([Social..., 2005]).

Тем не менее в последнее время на уровне обобщающих обзоров литературы отмечается сближение целей и методологии исследований в области корпоративного управления и социальной ответственности (см., напр.: [Tirole, 2001]). Это позволяет более системно подойти к изучению механизма влияния различных классов стейкхолдеров на стратегическое управление компанией и в конечном итоге — на ее рыночную стоимость. Актуальные эмпирические работы отражают

намерение исследователей на более широком статистическом материале выработать консенсус относительно финансовых аспектов корпоративной социальной ответственности и корпоративного управления, а также взаимосвязи данных категорий.

Целью настоящей работы является эмпирическое изучение совместного влияния, которое качество корпоративного управления и уровень социальной ответственности оказывают на инвестиционный потенциал компании. В процессе исследования были скорректированы и улучшены методологические подходы, которые ранее были по отдельности использованы для изучения влияния данных организационных факторов на финансовые показатели.

Представляется, что полученные результаты позволят улучшить существующее представление о порядке взаимодействия различных групп заинтересованных лиц в процессе управления компанией. Ввиду возрастающей унификации национальных практик корпоративного управления и распространения стандартов социальной ответственности маргинальная ценность эмпирических работ, синтезирующих опыт в данной области, становится все более универсальной, что позволяет использовать полученные результаты в том числе на материале развивающихся стран.

Настоящая статья имеет следующую структуру. В разделе I предлагается краткий теоретический обзор существующей литературы по предмету и формулируются рабочие гипотезы. Раздел II содержит подробное описание и обоснование метода исследования. Раздел III посвящен краткому описанию генеральной совокупности данных, в отношении которых производилось исследование. В разделе IV приводятся и комментируются полученные результаты. В разделе V предлагаются варианты теоретического обоснования сделанных наблюдений. Раздел VI содержит краткое заключение.

I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ОБЗОР И ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

На текущий момент существует значительный массив разнородных и противоречивых эмпирических исследований, изучающих влияние корпоративного управления и социальной ответственности компании на ее финансовую эффективность.

Качественные обзоры эмпирической литературы и классификации теорий, посвященных взаимосвязи социальной ответственности и финансовой эффективности, получили значительное распространение в последнее десятилетие и представлены, в частности, в работах [Griffin, Mahon, 1997; Preston, O'Bannon, 1997; Roman, Hayibor, Agle, 1999; Margolis, Walsh, 2003]. Синтез результатов существующих исследований на количественном уровне проведен в мета-анализах¹ [Orlitzky, Benjamin, 2001; Orlitzky, Schmidt, Rynes, 2003], а также — наиболее полно на текущий момент — в мета-анализе [Allouche, Laroche, 2005].

В целом в упомянутых исследованиях на широком и разнородном статистическом материале было обнаружено, что теснота связи между уровнем социальной ответственности компании и ее финансовой эффективностью является непостоянной и зависит от контекста исследования. В частности, было показано, что характер и значимость этой взаимосвязи в значительной степени определяются операционализацией показателей финансовой эффективности и социальной ответственности (т. е. выбором конкретного показателя, количественно характеризующего ту или иную категорию), а также параметрами отраслевой и рыночной специфики, которые выступают в качестве модераторов данной вза-

имосвязи (т. е. факторов, ограничивающих или корректирующих взаимосвязь).

На текущий момент в рамках концепции корпоративной социальной ответственности выработан целый ряд категорий, определяющих различные аспекты социальной ответственности компании и содержательно различающихся между собой, что в значительной степени объясняется междисциплинарным характером вопросов социальной ответственности. Необходимо подчеркнуть, что в последних эмпирических работах, в том числе и в диссертационных исследованиях, отмечается нечеткое употребление различных категорий концепции корпоративной социальной ответственности, что приводит к расширению и «усреднению» понятия социальной ответственности.

В настоящей работе категория «корпоративная социальная ответственность» употребляется в расширительной трактовке и соответствует термину «корпоративная социальная деятельность» (corporate social performance), который, согласно [Wood, 1991, p. 693], определяется как «конфигурация принципов социальной ответственности бизнес-организации, процессов социального взаимодействия, а также политик, программ и наблюдаемых результатов, которые относятся к социальным отношениям». Данная трактовка является классической и используется в качестве основной характеристики корпоративной социальной ответственности авторами наиболее крупных мета-аналитических обзоров [Orlitzky, Schmidt, Rynes, 2003; Allouche, Laroche, 2005]. Обращает на себя внимание тот факт, что в рамках данных мета-анализов в генеральную совокупность изучаемых статей включены работы, авторы которых используют определения и показатели социальной ответственности, семантически существенным образом различающиеся между собой. Несмотря на данную теоретико-смысловую гетерогенность выборки, результаты указанных мета-анализов демонстрируют принципиальную

¹ Мета-анализ представляет собой комплекс статистических и прикладных исследовательских методов, предназначенных для синтеза результатов эмпирических исследований, проведенных в определенной предметной области.

возможность синтеза разнородных исследований, что свидетельствует о наличии определенного консенсуса в академической среде относительно подхода к определению корпоративной социальной ответственности, даже с учетом нюансов категориального аппарата концепции социальной ответственности.

Тем не менее исследовательская активность в сфере изучения финансовых аспектов социальной ответственности далека от консенсуса в части *теоретического обоснования* накопленных результатов. Несмотря на то что большая часть эмпирических работ по финансовым аспектам социальной ответственности испытывает недостаток теоретической базы, в рамках которой производится интерпретация результатов, традиционно выделяется ряд теоретических подходов к взаимосвязи социальной ответственности и финансовой эффективности компании [Preston, O'Bannon, 1997]:

- теория стейкхолдеров (stakeholder theory), теория социального воздействия (social impact theory) или инструментальная/ресурсная теория (instrumental theory);
- сигнальная/репутационная теория (signaling/reputation theory);
- теория (не)достаточности ресурсов (slack resources, available funding theory);
- теория оппортунизма менеджмента (managerial opportunism theory);
- теория замещения (trade-off theory);
- теория синергетического действия (synergistic theory);
- гипотезы о нелинейной взаимосвязи.

В рамках теории стейкхолдеров (см., в частности, классические работы [Freeman, 1984; Donaldson, Preston, 1995]) рост уровня социальной ответственности ассоциируется с ростом финансовой эффективности, поскольку позволяет сбалансировать цели и удовлетворить требования многочисленных заинтересованных лиц, имеющих влияние на компанию, и таким образом улучшить ее конкурентный профиль. Данный подход вызывает

наибольшую критику неинституциональных экономистов, в частности в [Cornell, Shapiro, 1987; Jensen, 2002] и ряде других работ, на том основании, что множество целей может дезориентировать стратегический менеджмент компании.

Основные тезисы сигнальной теории укрупненно изложены в работах [Fombrun, Shanley, 1990; Grewal, Kayande, Roberts, 2004; Jones, Murrell, 2001], согласно которым высокий уровень социальной ответственности создает для компании репутационное гало, которое для широкого круга инвесторов в среднесрочной перспективе может служить относительной гарантией защищенности инвестиций и отчасти снижать проблему информационной асимметрии.

Теория (не)достаточности ресурсов инвертирует причинно-следственную связь между социальной ответственностью и финансовой эффективностью, предполагая, что повышение уровня социальной ответственности обусловлено наличием свободных денежных ресурсов, которые менеджмент в состоянии потратить на различные репутационные проекты [Kraft, Hage, 1990; Waddock, Graves, 1997]. Созвучная логике данной модели критика корпоративной политики, направленной на рост социальной ответственности, была сформулирована в рамках гипотезы свободных денежных потоков (free cash flow hypothesis) Дженсена [Jensen, 1986].

Теория оппортунизма менеджмента является контринтуитивной по отношению к теории (не)достаточности ресурсов. В частности, авторы [Preston, O'Bannon, 1997] отмечают, что в случае высокой финансовой результативности компании менеджеры склонны к свертыванию социальных проектов, ресурсы которых они используют для повышения своих краткосрочных выгод, тогда как в ситуации ухудшения финансового состояния дополнительные социальные расходы могут маскировать просчеты менеджмента.

Более радикальная оценка корпоративной социальной ответственности была

предложена Фридменом [Friedman, 1970], гипотеза замещения которого представляет затраты на социальные проекты как чистые безвозвратные некупаемые издержки компании.

Теория синергетического действия, которую поддерживает значительное количество авторитетных исследователей [Preston, O'Bannon, 1997; Waddock, Graves, 1997; Orlitzky, Schmidt, Rynes, 2003], избирательно опираясь на положительные эмпирические результаты выявленной корреляции между социальной ответственностью и финансовой эффективностью, предлагает консенсус существующих гипотез в отношении причинно-следственной связи между двумя данными факторами. Предполагается, что корпоративная социальная практика и финансовая эффективность образуют замкнутый цикл взаимного влияния, который постоянно воспроизводится. Данная теория является привлекательной для моделирования, поскольку включает элементы других гипотез и позволяет объяснить ряд поведенческих эффектов, связанных с финансовыми аспектами социальной ответственности, в частности социально ответственное инвестирование. Несмотря на это, выводы этой теории не всегда согласуются с результатами эмпирических работ, которые помещают фактор социальной ответственности в единый контекст с показателями, отражающими состояние агентской проблемы в рамках компании.

Значительно менее противоречивой в этой части является гипотеза о нелинейном характере взаимосвязи социальной ответственности и финансовой эффективности, которая была предложена в [Bowman, Haire, 1975]. Следуя данной логике, авторы [Barnett, Salomon, 2002] также подтверждают наличие инвертированной *U*-образной зависимости между уровнем социальной ответственности и финансовой эффективностью. Данная теоретическая модель предполагает наличие специфического отраслевого оптимума социальной ответственности, который обеспечи-

вает наибольший прирост рыночной капитализации компании, не достигая максимума выгод для прочих заинтересованных лиц, которым адресована социальная ответственность.

Наконец, ряд исследователей настаивают на отсутствии практической возможности для наблюдения эффекта взаимосвязи между социальной ответственностью и финансовой эффективностью ввиду наличия значительного количества нефилтруемых посторонних факторов, а также артефактов, возникающих при дизайне эмпирических исследований в данной области [McWilliams, Siegel, 2001].

Большая часть эмпирической литературы, посвященной анализу взаимосвязи социальной ответственности и финансовой эффективности (в том числе и крупнейшие мета-аналитические обзоры), заимствует свою теоретическую основу из теории стейкхолдеров и проводит моделирование вне контекста с внутренней структурой корпоративного управления. Вместе с тем состояние системы корпоративного управления достаточно тесно связано как с социальной ответственностью, так и с инвестиционным потенциалом компании. В последнее время отмечается рост числа эмпирических работ, которые изучают взаимосвязь различных аспектов корпоративного управления с корпоративной социальной ответственностью и в то же время — с финансовой эффективностью. Таковы, в частности, работы [Mahoney, Roberts, 2002; Satake, 2003; Webb, 2003; 2005; Barnea, Rubin, 2005; Schnepfer, Guillen, 2005]. Последние три исследования отличаются наиболее системным подходом к анализу взаимосвязи корпоративного управления, социальной ответственности и финансовой эффективности.

В [Webb, 2003] проводится комплексный анализ зависимости между уровнем социальной ответственности, операционной финансовой эффективностью и политикой вознаграждения менеджмента. Результаты данной работы показывают, что

в компаниях с высоким уровнем социальной ответственности менеджмент занимает более консервативные инвестиционные позиции и проявляет более низкую чувствительность управленческих достижений к корректировке компенсационного пакета. В совокупности это приводит к сокращению операционных и инвестиционных рисков компании и, как следствие, к снижению долгосрочной финансовой эффективности.

Авторы [Barnea, Rubin, 2005] предлагают и эмпирически доказывают интересную гипотезу, согласно которой корпоративная социальная ответственность является источником конфликта между собственниками. Так же, как и в [Barnett, Salomon, 2002], они подтверждают нелинейный характер взаимозависимости между уровнем социальной ответственности и финансовой эффективностью, которая имеет специфический отраслевой и корпоративный оптимум. Основным фактором, оказывающим влияние на формирование данного оптимума, по данным [Barnea, Rubin, 2005], является уровень участия менеджмента в собственности. В случае низкого уровня инсайдерской собственности менеджмент предпочитает получать персональные «репутационные очки» за счет акционеров компании путем участия в затратных социальных проектах. Однако при достижении определенного порогового значения инсайдерской собственности стратегия поведения менеджмента меняется, а уровень социально мотивированных затрат снижается, поскольку уже представляет угрозу благосостоянию самого менеджмента. Авторы также отмечают, что конфликтогенный характер социальных проектов компании действует в направлении гармонизации нормативных требований концепции социальной ответственности и корпоративного управления, сближая их цели и ориентиры.

Авторы [Schneper, Guillen, 2005] в кросс-секционном лонгитюдном исследо-

вании практики международных слияний и поглощений на материале 37 стран обнаруживают, что вероятность враждебного поглощения компании-цели повышается, если в стране ее инкорпорации² лучше защищены права инвесторов, и снижается, когда национальное право и правоприменительная практика качественнее обеспечивают интересы работников и иных нефинансовых стейкхолдеров. Полученные в исследовании [Schneper, Guillen, 2005] результаты используются его авторами для аргументации теории о конкурентном характере корпоративного управления, в рамках которого все группы (классы) стейкхолдеров осуществляют борьбу за контроль над квази-рентами компании путем использования легализованных национальным законодательством и обычаями делового оборота институциональных инструментов. Острота данной конкурентной борьбы оказывается настолько важным фактором инвестиционной привлекательности компании, что непосредственно влияет на транснациональное перемещение капитала. Эти выводы косвенно подтверждаются анализом рынка слияний и поглощений США [Waddock, Graves, 2002], в котором наблюдается ухудшение уровня социальной ответственности как рейдера, так и компании-цели в случае успешного враждебного поглощения.

Несмотря на ценные эмпирические результаты, рассмотренные выше работы являются теоретически разобщенными, характеризуются отсутствием практики перекрестного цитирования и не предлагают единого дискуссионного пространства, хотя обладают всеми возможностями для этого. Также следует отметить, что исследователи концентрируются на роли частных элементов корпоративно-

² Иными словами, в стране регистрации устава компании, которая, таким образом, подпадает под регулирование национального корпоративного права данной страны (или юрисдикции).

го управления (структура собственности, компенсационная политика) и его событийных аспектов (враждебные поглощения) во взаимосвязи с уровнем социальной ответственности и финансовой эффективностью. Такая разнородность в дизайне исследований приводит к фрагментарности выводов по результатам анализа эмпирических данных. В частности, если работы в рамках теории стейкхолдеров солидарно представляют процесс реализации корпоративной социальной ответственности как динамическое равновесие Нэша³, то в контексте агентской проблемы выводы о характере кооперативно-конкурентной стратегии стейкхолдеров сделаны не были. Помимо этого, техническая сторона дизайна исследований также вызывает определенные возражения (а именно выбор показателей для количественного представления уровня социальной ответственности и корпоративного управления).

Тем не менее рассмотренные выше работы объединяются рядом общих теоретических выводов, которые составляют основу для дальнейших исследований в данной области:

- 1) предполагается наличие нелинейного характера взаимосвязи между социальной ответственностью и финансовой эффективностью;
- 2) предполагается наличие оптимального уровня социальной ответственности, который обеспечивает максимизацию выгод акционеров;
- 3) декларируется наличие конкуренции различных групп стейкхолдеров за контроль над компанией;
- 4) корпоративное управление признается важным фактором взаимосвязи между социальной ответственностью и финансовой эффективностью, который мо-

жет определять значимость и *направление (знак)* данной взаимосвязи.

В связи с этим в настоящей работе предпринимается попытка анализа взаимного влияния *агрегированных* показателей качества корпоративного управления, социальной ответственности и финансовой эффективности. Актуальные эмпирические данные позволяют сформулировать следующую панель гипотез, которые подлежат оценке.

Гипотеза 1. Между уровнем социальной ответственности и качеством корпоративного управления присутствует взаимосвязь, которая имеет нелинейный (предположительно *U*-образный) характер.

Гипотеза 2. Уровень социальной ответственности (качество корпоративного управления) является модератором взаимосвязи качества корпоративного управления (социальной ответственности) и финансовой эффективности компании.

Гипотеза 3. Совместное влияние социальной ответственности и качества корпоративного управления на финансовую эффективность компании имеет характер динамического Парето-эффективного равновесия.⁴

Настоящее исследование проводится на материалах рынка США как наиболее институционально развитого и обладающего источниками статистической информации, релевантной для целей анализа. В случае если нулевые гипотезы будут отвергнуты на статистически значимом уровне достоверности, это позволит, помимо прочего, подтвердить инвариантность выводов работы [Schneper, Guillen, 2005] о важности уровня социальной ответственности как конкурентного

³ Процесс, при котором кооперативные действия всех стейкхолдеров позволяют увеличить общие экономические выгоды всех заинтересованных лиц.

⁴ Предполагается, что усиление влияния того или иного фактора сопровождается реаллокацией благосостояния между группами стейкхолдеров компании, а не его чистым приращением, как это имеет место в случае равновесия Нэша. Данная гипотеза основана на предположении о конкурентном характере корпоративного управления.

фактора инвестиционной активности не только на международном уровне, но и внутри национальной системы корпоративных отношений.

К сожалению, на текущий момент отмечается практически полное отсутствие релевантной информации, необходимой для проведения аналогичного комплексного анализа на материалах российского рынка. Имеющиеся данные являются либо фрагментарными (например, исследования РА «Эксперт» о соблюдении экологических стандартов российскими металлургическими предприятиями), либо образуют неудовлетворительно малую выборку (в случае оценки уровня социальной ответственности на основе отчетов по форме АА1000, подготавливаемых ограниченным рядом российских компаний) и в любом случае приводят к перевесу в выборке компаний из отраслей, априори наиболее подверженных риску социальных или экологических конфликтов (табачная, металлургическая, горнодобывающая и т. д.).

В настоящем исследовании принимаются все основные допущения теории неполных контрактов [Hart, Holmström, 1987; Milgrom, Roberts, 1990; Hart, 1995]. Предполагается, что рынок эффективно оценивает инвестиционный потенциал компании в долгосрочном периоде (т. е. соблюдаются принципы Q-теории Дж. Тобина). Важным аспектом методологического базиса настоящего исследования, потенциально оказывающим влияние на интерпретацию полученных результатов, является взаимное соотнесение категорий корпоративного управления и социальной ответственности компании, которое требует дополнительного пояснения.

Наиболее общее определение корпоративного управления в рамках агентской теории сформулировано в работе Л. Зингалеса: «Корпоративное управление представляет собой комплекс ограничений, которые формируют контрактный процесс в отношении квази-ренд, генери-

руемых фирмой (курсив наш. — А. Г.)» [Zingales, 1997, p. 4]. При этом в эмпирической литературе в целом выделяются два основных подхода к определению качества корпоративного управления, которые базируются на предположении о том, какую группу заинтересованных лиц должно представлять корпоративное управление. Согласно первому подходу, в процессе корпоративного управления должны быть учтены интересы только акционеров как носителей остаточного риска (residual risk); согласно второму подходу, цель корпоративного управления — обеспечение оптимального баланса интересов большого количества групп заинтересованных лиц. Данное различие восходит к дискуссии А. Берле (A. Berle) и М. Додда (M. Dodd) о природе корпоративного управления (обзор данной дискуссии представлен в работе [Becht, Bolton, Röell, 2002]), которая до сих пор находит отражение в латентном конфликте национальных кодексов корпоративного управления, образцах лучшей практики, рекомендациях профессиональных ассоциаций и институциональных инвесторов, причем далеко не всегда это обусловлено межстрановыми различиями и типом корпоративного права (см. обзор [Rose, 2006] о тенденциях в сфере корпоративного управления США).

Для того чтобы максимально устранить риск снижения валидности либо некорректной интерпретации результатов анализа, в настоящем исследовании корпоративное управление определяется как комплекс мер, политик и механизмов, направленных на согласование интересов и защиту прав различных групп заинтересованных лиц (стейкхолдеров) компании (ср. определение корпоративного управления в работе [Becht, Bolton, Röell, 2002]). Под качеством корпоративного управления понимается уровень защиты прав акционеров относительно рыночных и отраслевых стандартов, а также образцов лучшей практики в

данной сфере. В то же время, следуя логике приведенного выше определения [Wood, 1991, p. 693], уровень социальной ответственности компании в инструментальном плане отражает *состояние защиты прав прочих нефинансовых (отличных от менеджмента и акционеров) заинтересованных лиц компании*. Представляется, что данное разграничение дефиниций, а также выбор конкретных показателей корпоративной социальной ответственности и качества корпоративного управления и демонстрация их различий позволяют устранить риск некорректной интерпретации результатов настоящего анализа.

II. МЕТОД ИССЛЕДОВАНИЯ

Обширная эмпирическая литература, посвященная изучению финансовых аспектов корпоративного управления и проблематики корпоративной социальной ответственности, предлагает целый ряд методологических направлений, которые различаются в части дизайна исследования, статистической формулировки модели и теоретических предпосылок постановки задачи исследования. Типология эмпирических работ в данной области основана на выделении следующих главных методологических вопросов:

- 1) направление взаимосвязи между финансовой эффективностью, а также уровнем социальной ответственности или качеством корпоративного управления компании: в частности, если в [d'Arcimoles, Trébusq, 2003] проанализированы как прямая, так и обратная взаимосвязь данных категорий, то в [Waddock, Graves, 1997; Orlitzky, Benjamin, 2002] изучаются только механизмы влияния социальной ответственности на финансовую эффективность;
- 2) отношение к фактору времени в статистической модели: кросс-секцион-

ные (cross-sectional) исследования [Verschoor, Murphy, 2002]; панельные исследования, основанные на методологии анализа временных рядов (time-series) [Yen, 2005]; event-исследования (event-studies)⁵, основанные на изучении взаимосвязи нескольких факторов «в моменте», т. е. в течение фиксированного периода времени [Yoong, 2005];

- 3) выбор того или иного показателя для операционализации уровня социальной ответственности или корпоративного управления;
- 4) используемые в исследовании статистические методы: работы, полностью основанные на одновариантном анализе, т. е. линейной корреляции, сравнении *t*-статистики или *F*-статистики по разным выборкам и портфелям и т. д. [Brammer, Millington, Rayton, 2005]; линейных регрессиях по методу наименьших квадратов (МНК) [Cetton, Liston-Heyes, 2004], логит- и пробит-регрессиях [Webb, 2003], мета-анализе [Allouche, Laroche, 2005; Dalton et al., 1998].

Для целей проверки выдвинутых гипотез в настоящей работе комбинируются методы одновариантного анализа, использованные в [Brown, Caylor, 2004; 2005; Gompers, Ishii, Metrick, 2001], а также методы многовариантного анализа, аналогичные, в частности, работам [Barnea, Rubin, 2005; Webb, 2003; 2005]. Однако в отличие от работ [Barnea, Rubin, 2005; Webb, 2003] для целей настоящего исследования в качестве основной модели используются не логит-методы, а стандартные регрессии на основе метода наименьших квадратов (регрессии МНК). Данная группа простейших статистических методов является самой распространенной при эмпирическом анализе в сфере

⁵ Класс прикладных исследовательских методик, направленных на изучение влияния отдельных событий на показатели деятельности компании.

корпоративного управления, поскольку позволяет наиболее экономичным образом учесть влияние различных характеристик компании, которые являются эндогенными для модели.

Операционализация таких синтетических категорий, как качество корпоративного управления и уровень социальной ответственности, является исключительно важной для анализа. При проведении настоящего исследования автором были использованы результаты мета-анализа, осуществленного в работах [Orlitzky, Shmidt, Raynes, 2003; Allouche, Laroche, 2005], в которых изучается взаимосвязь уровня социальной ответственности и финансовой эффективности компаний, а также были проанализированы 196 работ, изучающих взаимное влияние агрегированных показателей качества корпоративного управления и финансовой эффективности. Это позволило осуществить обоснованный выбор операциональных показателей для количественного представления целевых переменных анализа с учетом доступности источников информации.

В качестве операционального показателя уровня социальной ответственности автором используется синтетический рейтинг, составленный на основе результатов «социального аудита» публичных корпораций США, регулярно проводимого компанией KLD Research & Analytics, Inc. (KLD). Несмотря на ряд недостатков данного метода, которые наиболее полно обсуждаются в [Igalens, Gond, 2004], существует достаточно длительная традиция использования индикаторов социальной ответственности KLD, что обеспечивает сопоставимость результатов настоящего исследования с предыдущими работами. В частности, из 93 работ, использованных в мета-анализе [Allouche, Laroche, 2005], 15 основаны на индикаторах KLD. Альтернативными показателями социальной ответственности, доступными для компаний США и также широко используемыми в литературе, являются индексы деловой репутации, такие как For-

tune Most Admired Companies журнала *Fortune*, а также Reputation Quotient®, который составляет Reputation Institute. Тем не менее репутационные индексы более отражают этический профиль компании, тогда как индикаторы социальной ответственности KLD показывают уровень ответственности компании перед основными группами нефинансовых стейкхолдеров.

Поскольку KLD предоставляет только бинарную оценку сильных (strengths) и слабых (concerns) сторон компании в отношении ряда факторов социальной ответственности, автором был сформирован сводный рейтинг социальной ответственности как простая арифметическая сумма оценок, приведенных в базе данных SOCRATES®, составляемой KLD. Из 13 факторов, по которым происходит оценка, было отобрано 7 наиболее значимых и часто используемых в исследованиях по корпоративной социальной ответственности показателей:

- корпоративное управление (corporate governance)⁶;
- общественные отношения и благотворительность (community);
- соблюдение прав меньшинств (diversity);
- соблюдение прав работников (employee);
- политика в сфере охраны окружающей среды (environment);
- соблюдение прав человека (human rights);
- качество продукции и отношения с потребителями (product) [KLD..., 2003].

Далее в работе данные по сводному рейтингу социальной ответственности приводятся в процентных пунктах: в частности, компания, рейтинг социальной ответственности которой составляет 100%, обладает всеми сильными сторонами и

⁶ В части корпоративного управления, соответствующей защите прав нефинансовых стейкхолдеров и прочих (отличных от акционеров и менеджмента) заинтересованных лиц компании (см. рейтинговую политику KLD: [KLD..., 2003]).

не имеет ни одной слабой стороны в отношении указанных факторов социальной ответственности по версии KLD.

Библиография работ, в которых тем или иным образом изучается взаимное влияние агрегированных показателей качества корпоративного управления и финансовой эффективности, на текущий момент достаточно обширна и включает в себя, по нашим данным, более двухсот исследований, из которых подавляющее большинство (около 90%) принадлежит к «серой литературе» (*grey literature*), т. е. не опубликованной в научных журналах национального или международного уровня.

Данный массив литературы отличается значительной разнородностью в подходах к определению качества корпоративного управления и выбору его агрегированных показателей, в частности, можно отметить использование 22 различных рейтингов корпоративного управления (рассчитанных специализированными консалтинговыми компаниями, некоммерческими организациями или институциональными инвесторами), а также большое количество уникальных рейтинговых шкал, самостоятельно составленных исследователями. Несмотря на тот факт, что показателем качества корпоративного управления, наиболее активно используемым в актуальных работах, является индекс корпоративного управления *G-index*, предложенный в [Gompers, Ishii, Metrick, 2003], в настоящем исследовании применяется альтернативный показатель. Среди приблизительно 5–6 показателей качества корпоративного управления⁷, которые составляются различными исследователями и рейтинговыми агентствами для публичных компаний США, выбор был осуществлен в пользу рейтин-

га корпоративного управления *Gov-Score*, предложенного в работах [Brown, Saylor, 2004; 2005]. Данный показатель был выбран в силу его доступности, а также достаточно большого количества факторов корпоративного управления (51 параметр), на основе которых рассчитывается рейтинг, тогда как *G-index* почти полностью основан на факторах, отражающих вопросы рынка корпоративного контроля и защиты компании от враждебного поглощения.

Рейтинговая оценка, представленная в [Brown, Saylor, 2004; 2005], основана на использовании наиболее значимых показателей, которые применяются при расчете рейтинга корпоративного управления Institutional Shareholder Services, Inc. (ISS). Помимо прочего, следует отметить, что рейтинговая политика ISS ориентирована на отбор таких параметров корпоративного управления, которые отражают уровень защищенности прав инвесторов [Better..., 2005]. Данные показатели характеризуют такие группы факторов корпоративного управления, как:

- корпоративная практика в области аудита (*audit*);
- полномочия и функции Совета директоров (*board of directors*);
- права акционеров (*charter/bylaws*);
- компетентность членов Совета директоров (*director education*);
- политика в области вознаграждения менеджмента и членов Совета директоров (*executive and director compensation*);
- политика в области участия менеджмента и членов Совета директоров в собственности компании (*ownership*);
- наличие дополнительных обязательств по защите прав акционеров (*progressive practices*);

⁷ Среди наиболее известных показателей можно выделить *E-index*, предложенный в [Bebchuk, Cohen, Ferrell, 2004], рейтинги корпоративного управления таких аналитических и рейтинговых агентств, как Institutional Shareholder Ser-

vices, GovernanceMetrics International, The Corporate Library и в последнее время GlassLewis. Обзор и сравнительная критика рейтинговых политик данных консультантов приведены в работе [Rose, 2006].

- уровень корпоративного регулирования в месте (штате) инкорпорации компании (state of incorporation).

Оценка используемого нами сводного рейтинга корпоративного управления также приводится в процентных пунктах: компания, рейтинг корпоративного управления которой составляет 100%, положительно оценивается по каждому из 51 параметра корпоративной практики, указанного в работах [Brown, Saylor, 2004; 2005].

Для определения взаимосвязи между уровнем социальной ответственности и качеством корпоративного управления был проведен одновариантный анализ. Поскольку предполагается, что характер этой взаимосвязи имеет нелинейную природу, генеральная совокупность данных была отсортирована по уровню социальной ответственности и качеству корпоративного управления и разделена на три неравные подвыборки в зависимости от уровня соответствующего показателя. В частности, в первую подвыборку (CSPHI) генеральной совокупности по уровню социальной ответственности вошли компании, уровень социальной ответственности которых превышает одно стандартное отклонение от среднего значения в пределах соответствующего года; вторую подвыборку (CSPME) составили компании, уровень социальной ответственности которых колеблется в пределах одного стандартного отклонения от среднегодового значения по выборке; в третью подвыборку (CSPLO) были включены компании, уровень социальной ответственности которых ниже одного стандартного отклонения от среднегодового значения.

Аналогичная группировка генеральной совокупности проводилась в зависимости от качества корпоративного управления, и, соответственно, были составлены подвыборки GSHI, GSME и GSLO. Целевой показатель финансовой эффективности, определенный ниже, был проанализирован в разрезе различных подвыборок генеральной совокупности. Подобный ме-

тод группировки генеральной совокупности на основе стандартного отклонения от среднегодового значения применялся ранее, в частности в исследованиях корпоративного управления японских компаний, осуществленных Japan Corporate Governance Index Research Group в 2003–2005 гг. (см., напр.: [Report..., 2005]).

Для целей многовариантного анализа были сформированы по 2 дамми-переменные (фиктивные переменные), являющиеся дополнительными к каждому из основных целевых показателей. Комплекс дамми-переменных в отношении уровня социальной ответственности был определен следующим образом:

$$dumCSP^{GSHI} = \begin{cases} CSP_i, & \text{если } GS_i \in GSHI, \\ 0, & \text{если } GS_i \notin GSHI, \end{cases} \quad (1)$$

$$i = 1, \dots, N;$$

$$dumCSP^{GSLO} = \begin{cases} CSP_i, & \text{если } GS_i \in GSLO, \\ 0, & \text{если } GS_i \notin GSLO, \end{cases} \quad (2)$$

$$i = 1, \dots, N,$$

где $dumCSP^{GSHI}$, $dumCSP^{GSLO}$ — дамми-переменные показателя уровня социальной ответственности, определенные для подвыборок с высоким и низким качеством корпоративного управления соответственно; CSP_i — показатель уровня социальной ответственности для i -й компании в выборке; GS_i — показатель качества корпоративного управления для i -й компании в выборке; GSHI, GSLO — подвыборки с высоким и низким качеством корпоративного управления соответственно; N — объем генеральной совокупности.

Аналогичным образом были определены дамми-переменные, характеризующие показатель качества корпоративного управления:

$$dumGS^{CSPHI} = \begin{cases} GS_i, & \text{если } CSP_i \in CSPHI, \\ 0, & \text{если } CSP_i \notin CSPHI, \end{cases} \quad (3)$$

$$i = 1, \dots, N;$$

$$dumGS^{CSPLO} = \begin{cases} GS_i, & \text{если } CSP_i \in CSPLO, \\ 0, & \text{если } CSP_i \notin CSPLO, \end{cases} \quad (4)$$

$$i = 1, \dots, N,$$

где $dumGS^{CSPHI}$, $dumGS^{CSPLO}$ — дамми-переменные качества корпоративного управления, определенные для подвыборок с высоким и низким уровнями социальной ответственности соответственно; GS_i — показатель качества корпоративного управления для i -й компании в выборке; CSP_i — показатель уровня социальной ответственности для i -й компании в выборке; $CSPHI$, $CSPLO$ — подвыборки с высоким и низким уровнями социальной ответственности соответственно; N — объем генеральной совокупности.

В результате для проверки гипотезы 1 были сформированы следующие уравнения регрессии МНК:

$$CSP_i = a_0 + a_1GS_i + a_2dumGS_i^{CSPHI} + a_3dumGS_i^{CSPLO} + \varepsilon, \quad (5)$$

$$GS_i = a_0 + a_1CSP_i + a_2dumCSP_i^{GSHI} + a_3dumCSP_i^{GSLO} + \varepsilon. \quad (6)$$

В случае если гипотеза 1 верна, регрессионные коэффициенты дамми-переменных будут обладать различным уровнем статистической значимости и демонстрировать различное направление (знак) взаимосвязи с зависимой переменной на разных уровнях.

Для проверки гипотез 2 и 3 были построены следующие уравнения регрессии МНК:

$$CFP_i = a_0 + a_1MCap_i + a_2Lev_i + a_3Div_i + a_4dumCSP_i^{GSHI} + a_5dumCSP_i^{GSLO} + \varepsilon, \quad (7)$$

$$CFP_i = a_0 + a_1MCap_i + a_2Lev_i + a_3Div_i + a_4dumGS_i^{CSPHI} + a_5dumGS_i^{CSPLO} + \varepsilon, \quad (8)$$

где в качестве зависимой переменной CFP_i , отражающей финансовую эффективность компании, был использован по-

казатель инвестиционного потенциала — коэффициент Q Тобина, согласно одному из распространенных вариантов трактовки (табл. 1).

Для сглаживания проблемы эндогенности в уравнение был введен ряд контрольных переменных, необходимых для устранения влияния отраслевых и специфических характеристик компании. Подбор ковариатов для формирования регрессионной модели осуществлялся на основе анализа тесноты взаимосвязи с Q Тобина, а также расчетно-логической связи с данным параметром. Параметр $MCap_i$ представляет собой натуральный логарифм рыночной капитализации компании (в млн долл.) и вводится в модель для устранения влияния масштаба компании на результаты регрессии. Lev_i — показатель финансового рычага, который для целей настоящей работы рассчитан как отношение рыночной стоимости совокупного долга к рыночной стоимости акционерного капитала и позволяет оценить влияние кредитной нагрузки и финансовой политики компании на ее инвестиционный потенциал. Показатель Div_i отражает дивидендную доходность акционерного капитала (dividend yield) и характеризует дивидендную политику компании, которая существенным образом влияет на долгосрочный инвестиционный потенциал; ε — параметр ошибки. Данные об отраслевой корректировке генеральной совокупности представлены в следующем разделе. Точные характеристики всех переменных приведены в табл. 1.

Включение в регрессионное уравнение дамми-переменных уровня социальной ответственности ($dumCSP^{GSHI}$ и $dumCSP^{GSLO}$) и качества корпоративного управления ($dumGS^{CSPHI}$ и $dumGS^{CSPLO}$) позволяет оценить наличие модулирующего эффекта одного из этих параметров на взаимосвязь другого параметра с показателем финансовой эффективности. Присутствие существенных отличий в корреляционной взаимосвязи между зависимой переменной

Таблица 1

Описание переменных

Переменная	Описание/формулировка
<i>GS</i>	Показатель качества корпоративного управления (в %), рассчитанный на основе 51 параметра корпоративного управления Institutional Shareholder Services, Inc. в соответствии с методологией, представленной в [Brown, Caylor, 2004; 2005]
<i>CSP</i>	Показатель уровня социальной ответственности (в %), рассчитанный на основе 7 групп показателей социального аудита KLD Research & Analytics, Inc.
<i>dumCSP^{GSHI}</i>	Дамми-переменная уровня социальной ответственности, определенная для подвыборки с высоким качеством корпоративного управления (выше одного стандартного отклонения от среднегодового значения)
<i>dumCSP^{GSL0}</i>	Дамми-переменная уровня социальной ответственности, определенная для подвыборки с низким качеством корпоративного управления (ниже одного стандартного отклонения от среднегодового значения)
<i>dumGS^{CSPHI}</i>	Дамми-переменная качества корпоративного управления, определенная для подвыборки с высоким уровнем социальной ответственности (выше одного стандартного отклонения от среднегодового значения)
<i>dumGS^{CSPLO}</i>	Дамми-переменная качества корпоративного управления, определенная для подвыборки с низким уровнем социальной ответственности (ниже одного стандартного отклонения от среднегодового значения)
<i>Tobin's Q</i>	Коэффициент <i>Q</i> Тобина = (бухгалтерская стоимость активов – бухгалтерская стоимость обыкновенных акций – отложенные налоговые активы + рыночная стоимость обыкновенных акций) / бухгалтерская стоимость активов
<i>MCap</i>	Рыночная стоимость обыкновенных акций компании, млн долл. США
<i>LnMCap</i>	Натуральный логарифм показателя рыночной капитализации (в млн долл США) <i>MCap</i>
<i>Lev</i>	Отношение рыночной стоимости совокупного долга к рыночной стоимости обыкновенных акций
<i>Div</i>	Дивидендная доходность акционерного капитала компании (dividend yield), отношение дивидендов на одну акцию к рыночной стоимости акции

модели и разными дамми-переменными будет являться свидетельством наличия данного модерирующего эффекта, направление которого позволит подтвердить либо опровергнуть гипотезы 2 и 3.

Настоящая работа основана на кросс-секционном анализе, что априори ограничивает валидность результатов исследования. Проведение панельных исследований по методологии анализа временных рядов (time-series) на основе указанных баз данных представляется затруднительным в силу ряда изменений рейтинговой политики агентств KLD и ISS за последние

5 лет, что нарушает требование сопоставимости входных параметров модели.

Дополнительно для оценки маржинального влияния контрольных и целевых переменных на общую предикативную силу регрессии было проанализировано несколько спецификаций модели. Также для верификации результатов регрессии был проведен анализ чувствительности модели путем использования для операционализации качества корпоративного управления показателя *G-index*, введенного в [Gompers, Ishii, Metrick, 2003]. Результаты анализа чувствительности не представлены в работе для краткости.

III. ОПИСАНИЕ ВЫБОРКИ ИССЛЕДОВАНИЯ

При формировании генеральной совокупности данных, в отношении которой проводилось исследование, были использованы следующие базы данных:

- 1) база данных SOCRATES[®] консалтинговой компании KLD, которая содержит бинарные оценки уровня корпоративной социальной ответственности по 141 параметру в различных категориях в отношении 1109 компаний за 2002 г. и 655 компаний — за 2003 г. Компании, оцениваемые KLD, являются публичными корпорациями — резидентами США и участниками индексов S&P 500, Russel 1000 и Russel 2000;
- 2) база данных, использованная в работах [Brown, Saylor, 2004; 2005], содержащая оценки агрегированного уровня качества корпоративного управления (Gov-Score), составленного на основе 51 показателя, используемого для расчета рейтинга корпоративного управления компаний США по версии рейтингового агентства ISS (Corporate Governance Quotient[®]). Она содержит оценки качества корпоративного управления в отношении 2538 компаний за 2002 г. и 2749 компаний — за 2003 г.;
- 3) база данных Bloomberg, содержащая информацию о фундаментальных финансовых показателях в отношении 7441 публичной компаний США за 2002 г. и 6933 компаний — за 2003 г.

В результате объединения информации, доступной в указанных базах данных, была сформирована первичная совокупность из 711 компаний за 2002 г. и 470 компаний — за 2003 г. Из выборки были удалены компании финансового сектора, поскольку система корпоративного управления в данной отрасли значительно отличается от других отраслей. Удалению подверглись банки (коды по SIC (Standard Industrial Classification) — 6000,

6001), диверсифицированные финансовые компании (SIC-код — 6100), страховые компании (SIC-коды — 6310, 6330), инвестиционные фонды недвижимости (SIC-код — 6720) и брокерские компании (SIC-код — 6210). В результате была сформирована генеральная совокупность, которая включает 576 компаний за 2002 г. и 407 компаний — за 2003 г. (итого 983 наблюдения). Генеральная совокупность оценивается как репрезентативная (61% компаний входит в индекс S&P500) и сбалансированная по уровню социальной ответственности (50% компаний входят в индекс Domini Social 400, который рассчитывается на основе рейтингов KLD).

Генеральная совокупность включает в себя сведения о компаниях вне зависимости от даты завершения очередного финансового года, поскольку настоящее исследование основано на кросс-секционном анализе.

Все фундаментальные финансовые показатели и контрольные переменные модели приводятся в соответствии с терминологической и расчетной политикой Bloomberg. Абсолютные значения финансовых показателей оценены в млн долл. США. В табл. 2 содержится описание основных статистических характеристик переменных, являющихся параметрами анализируемых моделей. Все статистические вычисления в настоящей работе были выполнены с помощью программного пакета Statistical Package for Social Sciences for Windows (SPSS 13.00)[®].

IV. РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Результаты одновариантного анализа, основанного на вычислении коэффициентов линейной корреляции Пирсона, Спирмена и группировке генеральной совокупности в зависимости от уровня социальной ответственности и качества корпоративного управления, представлены в табл. 3–5.

Таблица 2

Описательная статистика выборки

Переменная	<i>N</i>	Минимальное значение	Максимальное значение	Среднее	Стандартное отклонение
<i>GS</i>	983	25,49	82,35	51,73	10,52
<i>CSP</i>	983	31,08	57,53	46,02	3,48
<i>Tobin's Q</i>	964	0,47	12,54	2,06	1,40
<i>MCap</i>	983	38	312 271	10 920	28 489
<i>Lev</i>	983	0,00	42,99	0,61	1,80
<i>Div</i>	983	0,00	0,21	0,01	0,02

Одновариантный анализ демонстрирует смешанные результаты. Переменная социальной ответственности *CSP* положительно и статистически значимо коррелирована с показателем инвестиционного потенциала компании *Tobin's Q*, сравнение средних по подвыборкам также подтверждает прямую корреляционную взаимосвязь между переменными *CSP* и *Tobin's Q*. Дамми-переменная $dumCSP^{GSHI}$ положительно коррелирована с показателем качества корпоративного управления *GS*, тогда как дамми-переменная $dumCSP^{GSLO}$ показывает обратную корреляционную зависимость. На данном этапе анализа это свидетельствует в пользу гипотезы 1: можно предположить, что функция зависимости между уровнем социальной ответственности и качеством корпоративного управления имеет отрицательный наклон при низком уровне социальной ответственности и приобретает положительный наклон при высоком уровне социальной ответственности, т. е. наблюдается *U*-образная зависимость (при линейной взаимосвязи знак оставался бы постоянным). Эта зависимость подтверждается общей тенденцией изменения средних значений переменной качества корпоративного управления *GS* в разрезе трех подвыборок генеральной совокупности по уровню социальной ответственности, *t*-статистика находится

на приемлемом уровне значимости, хотя тест Левена на гомогенность дисперсий в целом дает удовлетворительные значения только для подвыборки с высоким уровнем социальной ответственности.

В то же время значимая взаимосвязь переменной качества корпоративного управления *GS* с параметром *Tobin's Q* отсутствует. Группировка генеральной совокупности в зависимости от уровня корпоративного управления показывает отсутствие какой-либо четкой взаимосвязи с уровнем социальной ответственности и переменными финансовой эффективности, тест Левена на гомогенность дисперсий в целом демонстрирует неудовлетворительные результаты.

В целом результаты одновариантного анализа позволяют поддержать гипотезу 1 только отчасти, поскольку влияние на значимость и направление (знак) взаимосвязи между переменными *GS* и *CSP* оказывает только группировка генеральной совокупности по уровню социальной ответственности. Данный факт вызывает необходимость проведения анализа на основе регрессий МНК.

В табл. 6–7 представлены различные спецификации моделей (5) и (6), которые позволяют проверить гипотезу 1, а также протестировать ее различные теоретические обоснования. В таблицах приведены

Таблица 3

Матрица корреляции между переменными

Переменная	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 GS		0,1027 (0,0013)	0,1987 (0,0000)	-0,1135 (0,0004)	0,4822 (0,0000)	-0,4709 (0,0000)	0,0322 (0,3176)	0,3775 (0,0000)	0,1128 (0,0004)	0,2575 (0,0000)
2 <i>dumGS^{CSPHI}</i>	0,1548 (0,0000)		-0,1579 (0,0000)	0,5864 (0,0000)	0,1266 (0,0001)	0,0009 (0,9773)	0,1465 (0,0000)	0,1195 (0,0002)	-0,1363 (0,0000)	0,0192 (0,5486)
3 <i>dumGS^{CSPLO}</i>	0,2536 (0,0000)	-0,1519 (0,0000)		-0,6066 (0,0000)	0,0839 (0,0085)	-0,0835 (0,0088)	-0,1739 (0,0000)	0,1789 (0,0000)	0,2197 (0,0000)	0,1715 (0,0000)
4 CSP	-0,1229 (0,0001)	0,6211 (0,0000)	-0,6704 (0,0000)		0,0425 (0,1832)	0,0468 (0,1424)	0,2184 (0,0000)	-0,0877 (0,0059)	-0,2590 (0,0000)	-0,1022 (0,0013)
5 <i>dumCSP^{CSPHI}</i>	0,5253 (0,0000)	0,1659 (0,0000)	0,1012 (0,0015)	0,0366 (0,2517)		-0,1777 (0,0000)	0,0037 (0,9082)	0,2086 (0,0000)	0,0525 (0,0998)	0,1282 (0,0001)
6 <i>dumCSP^{CSPLO}</i>	-0,4595 (0,0000)	-0,0258 (0,4185)	-0,0990 (0,0019)	0,0465 (0,1455)	-0,1779 (0,0000)		0,0773 (0,0164)	-0,1637 (0,0000)	-0,1411 (0,0000)	-0,1661 (0,0000)
7 <i>Tobin's Q</i>	0,0067 (0,8343)	0,1017 (0,0016)	-0,1398 (0,0000)	0,1823 (0,0000)	0,0069 (0,8306)	0,0654 (0,0423)		0,3613 (0,0000)	-0,7295 (0,0000)	-0,2158 (0,0000)
8 <i>LnMCap</i>	0,3665 (0,0000)	0,1421 (0,0000)	0,1716 (0,0000)	-0,0764 (0,0166)	0,2231 (0,0000)	-0,1651 (0,0000)	0,3470 (0,0000)		-0,1173 (0,0002)	0,2145 (0,0000)
9 <i>Lev</i>	-0,0378 (0,2360)	-0,0656 (0,0399)	0,0499 (0,1180)	-0,0943 (0,0031)	0,0133 (0,6763)	0,0380 (0,2337)	-0,2116 (0,0000)	-0,1445 (0,0000)		0,3115 (0,0000)
10 <i>Div</i>	0,1714 (0,0000)	-0,0045 (0,8870)	0,1696 (0,0000)	-0,1380 (0,0000)	0,0787 (0,0135)	-0,1419 (0,0000)	-0,2415 (0,0000)	0,0950 (0,0029)	0,1173 (0,0002)	

Примечание: в таблице представлены коэффициенты корреляции Пирсона (ниже диагонали) и Спирмена (выше диагонали) между основными переменными. Уровни значимости показаны в скобках.

Таблица 4

Структура выборки в зависимости от уровня социальной ответственности

Переменная Подвыборка	GS			Tobin's Q		
	Среднее	T-stat.	Статистика Левена	Среднее	T-stat.	Статистика Левена
CSPHI	53,79	2,40 (0,0166)	0,49 (0,4862)	2,42	3,15 (0,0013)	2,09 (0,1489)
CSPME	50,49	-6,12 (0,0000)	10,26 (0,0014)	1,96	1,26 (0,2082)	1,83 (0,1764)
CSPLO	56,13	5,43 (0,0000)	6,58 (0,0104)	1,54	-4,68 (0,0000)	27,38 (0,0000)

Примечание: в таблице представлены результаты анализа структуры выборки в зависимости от уровня социальной ответственности. Подвыборки CSPHI, CSPME и CSPLO соответственно показывают значение уровня социальной ответственности выше, в пределах и ниже одного стандартного отклонения от среднего значения в соответствующем году. Уровни значимости t -статистики и теста Левена приведены в скобках.

Таблица 5

Структура выборки в зависимости от качества корпоративного управления

Переменная Подвыборка	CSP			Tobin's Q		
	Среднее	T-stat.	Статистика Левена	Среднее	T-stat.	Статистика Левена
GSHI	45,89	-0,50 (0,6199)	27,25 (0,0000)	2,06	-0,02 (0,9871)	0,14 (0,7099)
GSME	46,00	-0,19 (0,8500)	6,22 (0,0128)	2,01	-1,46 (0,1444)	3,16 (0,0758)
GSLO	46,21	0,74 (0,4572)	3,89 (0,0488)	2,26	1,90 (0,0581)	3,36 (0,0671)

Примечание: в таблице представлены результаты анализа структуры выборки в зависимости от качества корпоративного управления. Подвыборки GSHI, GSME и GSLO соответственно показывают значение качества корпоративного управления выше, в пределах и ниже одного стандартного отклонения от среднего значения в соответствующем году. Уровни значимости t -статистики и теста Левена приведены в скобках.

значения двустороннего t -теста для бета-коэффициентов уравнений регрессии на основе робастных стандартных ошибок, скорректированных на гетероскедастичность по методу Хьюбера–Уайта. Значения фактора, увеличивающего дисперсию (Variance Inflation Factor — VIF), приведены вместе с соответствующей переменной для верификации гипотезы о наличии/отсутствии мультиколлинеарности в модели.

Результаты регрессий МНК в рамках модели (5) (табл. 6) свидетельствуют о U -об-

разной функции зависимости между уровнем социальной ответственности и качеством корпоративного управления: в частности, если дамми-переменная $dumCSP^{GSHI}$ коррелирована с зависимой переменной GS положительно, то дамми-переменная $dumCSP^{GSLO}$ коррелирована отрицательно, т. е. функция зависимости между переменными имеет отрицательный (положительный) наклон при низких (высоких) значениях качества корпоративного управления, что и характеризует ее как U -образную (при линейной взаимосвязи знак оставал-

Таблица 6

Зависимость качества корпоративного управления от уровня социальной ответственности

	Спецификация модели					
	1		2		3	
	Коэффициент (<i>t</i> -стат.)	<i>VIF</i>	Коэффициент (<i>t</i> -стат.)	<i>VIF</i>	Коэффициент (<i>t</i> -стат.)	<i>VIF</i>
Const.	51,3570 (166,8829)*	—	69,0379 (20,5315)*		68,8335 (15,5683)*	—
<i>CSP</i>	—	—	-17,7851 (-5,2798)*	1,0042	-0,3717 (-3,8797)*	1,0000
<i>dumCSP^{GSHI}</i>	28,9512 (18,4372)*	1,0327	29,3240 (18,9094)*	1,0348	—	—
<i>dumCSP^{GSLO}</i>	-23,9926 (-15,2143)*	1,0327	-23,5566 (-15,1200)*	1,0356	—	—
<i>N</i>	983		983		983	
<i>R</i> ²	0,4143		0,4305		0,0151	
Модиф. <i>R</i> ²	0,4131		0,4288		0,0141	
Durbin–Watson stat.	0,6077		0,6590		1,3037	
White test	40,83*		22,31*		30,87*	

Примечания:

В таблице представлены результаты регрессии дамми-переменных уровня социальной ответственности к показателю качества корпоративного управления. Результаты двустороннего *t*-теста на основе робастных стандартных ошибок, скорректированных на гетероскедастичность по методу Хьюбера–Уайта, показаны в скобках. Значения фактора, увеличивающего дисперсию соответствующей переменной (*Variance Inflation Factor*), выделены курсивом.

* Уровень значимости — 1%.

ся бы постоянным). Общая статистическая мощность модели является приемлемой — скорректированный коэффициент детерминации *R*² по основной спецификации модели составляет 0,43. *VIF*-факторы по всем спецификациям близки к единице.

Тем не менее по спецификациям модели (5) наблюдается неудовлетворительно низкое значение теста Дарбина–Уотсона, которое колеблется в пределах от 0,608 до 1,304; очевидно высокое влияние фактора автокорреляции на общую статистическую значимость регрессий. Возможно, наличие автокорреляции обусловлено влиянием субъективности при формировании генеральной совокупности (*sample*

selection bias), поскольку в нее были включены только компании, удовлетворяющие пороговым критериям по качеству корпоративного управления, что обусловило автокорреляцию значений целевых параметров (миграция рейтингов социальной ответственности в среднесрочном периоде отличается значительной инерционностью). Кроме того, проведенный тест Уайта показывает безусловно положительные результаты, что свидетельствует о влиянии проблемы гетероскедастичности на результаты регрессии.

При анализе результатов регрессии МНК согласно различным спецификациям модели (6) (табл. 7), где в качестве

Таблица 7

Зависимость уровня социальной ответственности от качества корпоративного управления

	Спецификация модели					
	1		2		3	
	Коэффициент (<i>t</i> -стат.)	<i>VIF</i>	Коэффициент (<i>t</i> -стат.)	<i>VIF</i>	Коэффициент (<i>t</i> -стат.)	<i>VIF</i>
Const.	46,1291 (679,9265)*	—	47,1503 (158,8853)*	—	48,1210 (86,9941)	—
<i>GS</i>	—	—	-0,0205 (-3,5335)*	1,1143	-0,0407 (-3,8797)	1,0000
<i>dumGS^{CSPHI}</i>	9,9147 (31,3927)*	1,0236	10,1438 (31,6384)*	1,0672	—	—
<i>dumGS^{CSPLO}</i>	-10,2126 (-34,8200)*	1,0236	-9,9076 (-32,5808)*	1,1133	—	—
<i>N</i>	983		983		983	
<i>R</i> ²	0,7255		0,7289		0,0151	
Модиф. <i>R</i> ²	0,7249		0,7281		0,0141	
Durbin–Watson stat.	1,9837		2,0232		2,0909	
White test	29,04*		66,96*		45,15*	

Примечания:

В таблице представлены результаты регрессии дамми-переменных качества корпоративного управления к уровню социальной ответственности. Результаты двустороннего *t*-теста на основе робастных стандартных ошибок, скорректированных на гетероскедастичность по методу Хьюбера–Уайта, показаны в скобках. Значения фактора, увеличивающего дисперсию соответствующей переменной (Variance Inflation Factor), выделены курсивом.

* Уровень значимости — 1%.

зависимой переменной выступает параметр уровня социальной ответственности *CSP*, наблюдаются аналогичные характеристики функции взаимосвязи между целевыми переменными, имеющей *U*-образный характер. Дамми-переменная *dumGS^{CSPHI}* коррелирована с зависимой переменной *CSP* положительно, в то время как дамми-переменная *dumGS^{CSPLO}* — коррелирована отрицательно, т. е. очевидно изменение направления (знака) взаимосвязи между целевыми переменными при росте уровня социальной ответственности (при линейной взаимосвязи знак оставался бы постоянным). Общая статистическая мощность модели также является достаточно высокой — скорректированный коэффициент

детерминации *R*² по основной спецификации модели составляет 0,73. *VIF*-факторы по всем спецификациям незначительно отличаются от единицы. Тест Дарбина–Уотсона показывает удовлетворительные значения (значение статистики максимально близко к 2), что позволяет отвергнуть гипотезу о существенном влиянии проблемы автокорреляции на валидность модели.

Наблюдаемая зависимость является статистически значимой, хотя в случае операционализации переменной *GS* через *G-index* какой-либо выраженной взаимосвязи между параметрами модели не наблюдается. Тем не менее результаты теста Уайта вновь подтверждают наличие влияния фактора гетероскедастичности.

С учетом обнаруженных ограничений валидности модели (6) результаты анализа позволяют лишь отчасти на приемлемом уровне доверия поддержать гипотезу 1. Анализ подтверждает, что при существенном отклонении уровня социальной ответственности от среднерыночных значений (причем как в лучшую, так и в худшую сторону) наблюдается рост качества корпоративного управления, т. е. между переменными наблюдается U -образная зависимость. В то же время ограничения валидности модели (5) не позволяют сделать аналогичный вывод о значении динамики качества корпоративного управления для взаимосвязи анализируемых переменных.

Следует отметить, что полученные результаты не удовлетворяют выводам инструментального подхода, теории (не)достаточности ресурсов или сигнальной теории. Представляется, что на данном этапе анализа обнаруженная зависимость может быть оценена как подтверждение гипотезы, предложенной в [Barnea, Rubin, 2005], которые рассматривают социальную ответственность компании в качестве источника конфликта между собственниками. Тем самым как существенно низкий, так и существенно высокий уровни социальной ответственности порождают агентский конфликт и вызывают необходимость ограничительных мер в отношении менеджмента и улучшения защиты прав акционеров. Тем не менее если гипотеза, представленная в [Barnea, Rubin, 2005], основана на предположении о первостепенном значении участия менеджмента в собственности компании, то обнаруженные результаты позволяют перейти к более высокому уровню обобщения.

Для уточнения данного предположения и проверки гипотез 2 и 3 был проведен анализ результатов регрессий МНК, построенных на основе различных спецификаций моделей (7) и (8). Результаты регрессий представлены в табл. 8 и 9, где приведены значения двустороннего t -те-

ста для бета-коэффициентов уравнений регрессии на основе робастных стандартных ошибок, скорректированных на гетероскедастичность по методу Хьюбера–Уайта. Значения VIF-фактора приведены вместе с соответствующей переменной.

Результаты регрессий МНК в рамках модели (7) (табл. 8) свидетельствуют о значимости дамми-переменной $dumCSP^{GSLO}$ (на 1%-м уровне) по основной спецификации, причем знак взаимосвязи с зависимой переменной *Tobin's Q* у дамми-переменной $dumCSP^{GSHI}$ отрицательный, а у дамми-переменной $dumCSP^{GSLO}$ — положительный. Коэффициент детерминации R^2 по основной спецификации модели составляет 0,22, что является приемлемым значением по сравнению с аналогичными исследованиями в изучаемой области.

Результаты регрессий МНК в рамках модели (8) (табл. 9) свидетельствуют о значимости дамми-переменной $dumGS^{CSPL0}$ (на 1%-м уровне) по основной спецификации, тогда как дамми-переменная $dumGS^{CSPHI}$ оказывается незначимой. Знак взаимосвязи с зависимой переменной *Tobin's Q* у дамми-переменной $dumGS^{CSPL0}$ отрицательный, а у дамми-переменной $dumGS^{CSPHI}$ — положительный. Коэффициент детерминации R^2 по основной спецификации модели составляет 0,24, что является приемлемым значением.

Взаимосвязь зависимой и контрольных переменных по всем спецификациям моделей не является контринтуитивной — ожидаемое направление (знак) взаимосвязи соблюдается. Контрольные переменные по всем спецификациям обеих моделей являются значимыми, а значение коэффициента детерминации удовлетворительным, что подтверждает корректность выбора ковариатов. VIF-факторы переменных по всем спецификациям моделей незначительно отличаются от единицы, хотя по основной спецификации модели (8) наблюдается небольшое напряжение. Тест Дарбина–Уотсона показывает удовлетворительные значения

Таблица 8

Влияние качества корпоративного управления на взаимосвязь уровня социальной ответственности и финансовой эффективности

	Спецификация модели			
	1		2	
	Коэффициент (<i>t</i> -стат.)	<i>VIF</i>	Коэффициент (<i>t</i> -стат.)	<i>VIF</i>
<i>Const.</i>	-0,5658 (-2,2824)*	—	-0,7973 (-3,1238)*	—
<i>dumCSP^{GSHI}</i>	—	—	-0,3533 (-1,4109)	1,0801
<i>dumCSP^{GSL0}</i>	—	—	0,7488 (3,0082)*	1,0657
<i>LnMCap</i>	0,3584 (12,1107)*	1,0336	0,3814 (12,5463)*	1,1029
<i>Lev</i>	-0,1014 (-4,4513)*	1,0401	-0,1014 (-4,4723)*	1,0424
<i>Div</i>	-20,9854 (-8,8975)*	1,0281	-19,8837 (-8,4005)*	1,0468
<i>N</i>	964		964	
<i>R</i> ²	0,2123		0,2224	
Модиф. <i>R</i> ²	0,2099		0,2184	
Durbin-Watson stat.	2,0332		2,0197	
White test	84,62*		89,04*	

Примечания:

В таблице представлены результаты регрессии показателей уровня социальной ответственности и контрольных переменных к *Tobin's Q*. Результаты двустороннего *t*-теста на основе робастных стандартных ошибок, скорректированных на гетероскедастичность по методу Хьюбера-Уайта, показаны в скобках. Значения фактора, увеличивающего дисперсию соответствующей переменной (*Variance Inflation Factor*), выделены курсивом.

* Уровень значимости — 1%.

(значение статистики максимально близко к 2), что позволяет отвергнуть гипотезу о существенном влиянии проблемы автокорреляции на валидность моделей (7) и (8). В случае операционализации показателя качества корпоративного управления через *G-index* какой-либо статистически значимой взаимосвязи между показателями не наблюдается. Тест Уайта показывает, что все спецификации моделей (7) и (8) испытывают влияние фактора гетероскедастичности.

Несмотря на то что гетероскедастичность как таковая не выступает в качестве достаточной причины для выводов о потенциальной некорректности результатов регрессий МНК, обнаруженное влияние данного фактора может свидетельствовать о неточной спецификации моделей (5)–(8). Так как тест Уайта в силу своей специфики не предоставляет информации об источнике выявленной гетероскедастичности, его результаты были дополнены графическим анализом рас-

Таблица 9

Влияние уровня социальной ответственности на взаимосвязь качества корпоративного управления и финансовой эффективности

	Спецификация модели			
	1		2	
	Коэффициент (t-стат.)	VIF	Коэффициент (t-стат.)	VIF
Const.	-0,5658 (-2,2824)*	—	-0,7256 (-2,9356)*	—
<i>dumGS^{CSPHI}</i>	—	—	0,1387 (0,6257)	1,0801
<i>dumGS^{CSPLO}</i>	—	—	-1,1080 (-5,3704)*	1,0657
<i>LnMCap</i>	0,3584 (12,1107)*	1,0336	0,3837 (12,7960)*	1,1029
<i>Lev</i>	-0,1014 (-4,4513)*	1,0401	-0,0939 (-4,1773)*	1,0424
<i>Div</i>	-20,9854 (-8,8975)*	1,0281	-19,0797 (-8,1212)*	1,0468
<i>N</i>	964		964	
<i>R</i> ²	0,2123		0,2373	
Модиф. <i>R</i> ²	0,2099		0,2333	
Durbin-Watson stat.	2,0332		2,0313	
White test	84,62*		99,52*	

Примечания:

В таблице представлены результаты регрессии показателей качества корпоративной ответственности и контрольных переменных к *Tobin's Q*. Результаты двустороннего *t*-теста на основе робастных стандартных ошибок, скорректированных на гетероскедастичность по методу Хьюбера-Уайта, показаны в скобках. Значения фактора, увеличивающего дисперсию соответствующей переменной (Variance Inflation Factor), выделены курсивом.

* Уровень значимости — 1%.

пределения остатков по моделям (5)–(8). Анализ Р-Р-нормальных диаграмм⁸ по всем спецификациям моделей (5)–(8) показывает наличие нелинейного характера распределения остатков, а гистограмма распределения остатков свидетельствует

о смещении распределения в сторону от нормального. Данные наблюдения позволяют сделать вывод о том, что основным источником гетероскедастичности в моделях является нелинейный характер распределения основных ковариатов, а не какие-либо альтернативные факторы. Поскольку в число независимых параметров регрессии входят дамми-переменные, представляется, что данный факт выступил причиной гетероскедастичности (логарифмирование и использование квадратов

⁸ Р-Р (Probability-Probability) диаграммы используются для визуального анализа того, насколько предполагаемая функция распределения соответствует наблюдаемым данным (эмпирической функции распределения).

переменных непринципиально изменяют тест Уайта). Кроме того, возможным источником нелинейной зависимости может являться субъективность при формировании генеральной совокупности (sample selection bias). В целом, на наш взгляд, наличие гетероскедастичности не является индикатором некорректности спецификации моделей (5)–(8) и не может быть основанием для выводов об отсутствии валидности результатов регрессий.

Несмотря на отсутствие значимости дамми-переменных $dumCSP^{GSHI}$ и $dumGS^{CSPHI}$ в основной спецификации моделей (7) и (8) соответственно, полученные результаты регрессий в совокупности позволяют сделать следующие выводы:

- наблюдается четкий модулирующий эффект влияния каждого из изучаемых показателей (качества корпоративного управления и уровня социальной ответственности) на взаимосвязь другого показателя с финансовой эффективностью компании;
- влияние качества корпоративного управления на *направление взаимосвязи* уровня социальной ответственности и финансовой эффективности имеет выраженную зависимость: при низких (высоких) значениях качества корпоративного управления показатели финансовой эффективности и уровня социальной ответственности компании коррелированы положительно (отрицательно);
- влияние уровня социальной ответственности на *направление взаимосвязи* качества корпоративного управления и финансовой эффективности также имеет выраженную зависимость: при низких (высоких) значениях уровня социальной ответственности компании показатели финансовой эффективности и качества корпоративного управления коррелированы отрицательно (положительно).

Данные результаты позволяют на приемлемом уровне достоверности поддерживать гипотезу 2 и сделать вывод о том,

что рынок воспринимает влияние качества корпоративного управления на финансовую эффективность компании в неразрывной связи с информацией об уровне социальной ответственности компании. Внешние стратегические инвесторы расценивают данные показатели как чистые субституты, а их влияние на долгосрочные показатели эффективности инвестиций в компанию — как противоположно направленное. Более того, взаимное влияние корпоративного управления и социальной ответственности направлено таким образом, что ориентирует компанию на среднерыночные значения показателей финансовой эффективности, т. е. вызывает эффект мимикрии/копирования (herding behavior). Последние выводы свидетельствуют в пользу гипотезы 3, поскольку характеризуют показатели социальной ответственности и качества корпоративного управления как субституты в процессе влияния на финансовую эффективность и отражают конкурентно-реаллокативный характер данного влияния.

В совокупности результаты анализа являются развитием эмпирических наблюдений, описанных на текущий момент в литературе, посвященной финансовым аспектам качества корпоративного управления и социальной ответственности. Однако обнаруженная сложная зависимость между данными параметрами не получает теоретически непротиворечивого объяснения в рамках существующих классических подходов к роли социальной ответственности в системе корпоративного управления и требует более качественного систематического обоснования.

V. ОБСУЖДЕНИЕ И ТЕОРЕТИЧЕСКОЕ ОБОСНОВАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ИССЛЕДОВАНИЯ

Представляется, что проблема теоретического объяснения результатов исследования может быть решена различным образом в зависимости от того или ино-

го концептуального подхода к феномену корпоративной формы управления фирмой. В зависимости от исходных условий допущений о способности различных групп стейкхолдеров к осуществлению эффективной кооперации и роли институциональных особенностей корпоративного регулирования в качестве теоретического обоснования эмпирических результатов настоящего исследования могут быть предложены две разные теоретические модели.

В основе первой из них лежит гипотеза, предложенная в [Hansmann, 1996], о фирме как самоорганизующейся системе взаимосвязей между различными относительно однородными группами заинтересованных лиц, конкурирующих за контроль над квазирентой, которую генерируют права контроля. Лидирующее положение занимает та группа заинтересованных лиц, которая способна обеспечить эффективное равновесие системы с наименьшими транзакционными издержками, причем в отдельных случаях в качестве данной группы могут выступать не только акционеры, но и прочие стейкхолдеры (в том числе работники, кредиторы и поставщики). Данная трактовка фирмы качественным образом отличается от классических вариантов Уильямсона [Williamson, 1984] и Дженсена и Меклинга [Jensen, Meckling, 1976], которые предусматривают лидирующую роль только акционеров как носителей остаточного риска (*residual risk*). В качестве подтверждения данной гипотезы обычно приводятся примеры взаимодействия компании с профсоюзами и объединениями миноритарных акционеров, которые в ряде случаев могут получать высокое влияние и фактически экспроприровать существенные права контроля над компанией (например, при угрозе враждебного поглощения или при исполнении планов менеджмента о масштабных сокращениях работников).

В связи с этим обнаруженное взаимное влияние качества корпоративного управ-

ления и уровня социальной ответственности на финансовую эффективность может отражать тот факт, что, в частности, при существенном отклонении качества корпоративного управления от среднерыночных значений (разбалансирование паритетного равновесия между акционерами и менеджментом) происходит усиление роли альтернативных стейкхолдеров, которые получают значительную часть прав на контроль за компанией. Тот факт, что рынок рассматривает социальную ответственность и корпоративное управление как субституты в части влияния на показатели долгосрочной финансовой эффективности, может быть интерпретирован таким образом, что рынок воспринимает различные группы финансовых и нефинансовых стейкхолдеров как прямых конкурентов за денежные потоки компании. Таким образом, среднерыночный баланс между контрольными правами акционеров, менеджмента и прочих стейкхолдеров, на который компанию ориентирует стратегия мимикрии, имеет характер Парето-эффективного равновесия, а не равновесия Нэша.

Гипотеза [Barnea, Rubin, 2005] о том, что ориентация компании на повышение уровня социальной ответственности является источником конфликта интересов между менеджментом и акционерами, может быть расценена как частный случай в рамках данной теоретической модели. Тем не менее слабостью данной модели является исходная посылка о высокой способности нефинансовых и второстепенных стейкхолдеров к объединению групповых интересов на регулярной основе.

В то же время, поскольку операциональный показатель уровня социальной ответственности для целей настоящего исследования был составлен на базе социальных рейтингов KLD, которые включают оценку соблюдения интересов семи различных групп стейкхолдеров, социальная ответственность в данной работе может интерпретироваться как общий

невный социальный налог, налагаемый обществом, государством и правилами делового оборота на компанию. В связи с этим для объяснения эмпирических результатов может быть предложена альтернативная теоретическая модель, аналог которой был разработан рядом исследователей в рамках изучения рынка корпоративного права США (market for corporate law).

Академические исследования в области рынка корпоративного права ведутся с середины 1970-х гг. и посвящены изучению конкуренции между штатами США за рынок (ре)инкорпораций крупнейших компаний, а также лидирующей роли, которую занимает на данном рынке штат Делавэр. Согласно одной из точек зрения на природу конкуренции на рынке корпоративного права, Делавэр привлекает корпорации, так как предоставляет уникальную альтернативу федеральному корпоративному законодательству [Roe, 2003], при которой местная судебная система обладает значительными законодательными полномочиями (де-факто законодательной инициативой), а корпоративная правоприменительная практика (инфорсмент) осуществляется преимущественно путем достижения внесудебных соглашений (settlements) между менеджментом и акционерами [Fisch, 2000]. При этом прочие стейкхолдеры выведены из процесса принятия решений и в результате подвергаются значительно более высокому риску экспроприации (hold-up problem) со стороны как акционеров, так и менеджмента, нежели в иных режимах корпоративного права [McDonnell, 2004]. Таким образом, корпоративное право и система делового оборота (business judgment rule) Делавэра увеличивают рентные доходы от возросших прав контроля основных групп влияния (акционеров и менеджмента) за счет дискриминации прав и экспроприации благосостояния прочих, менее однородных групп заинтересованных лиц — миноритарных инвесторов, работников, со-

юзов потребителей и т. д. [Sitkoff, 2002; Greenwood, 2005]. Это подтверждается рядом эмпирических работ, свидетельствующих о том, что компании, инкорпорированные в штате Делавэр, имеют более высокие показатели инвестиционного потенциала и операционной финансовой эффективности, нежели конкуренты, находящиеся под юрисдикцией других штатов или непосредственно федеральному правительству [Daines, 2000], что достигается за счет реаллокации денежных потоков компаний или в конечном итоге социальных благ.

Данная модель поведения акционеров и менеджмента, ориентированных на увеличение собственных рентных потоков (rent-seeking behavior), может быть калькирована для целей теоретической интерпретации результатов, полученных в ходе настоящего исследования. В ее рамках наблюдаемая эмпирическая взаимосвязь между влиянием качества корпоративного управления и уровня социальной ответственности на финансовую эффективность компаний может быть интерпретирована как свидетельство того, что рынок положительно воспринимает экспроприацию контрольных прав нефинансовых стейкхолдеров мажоритарными акционерами и менеджментом. Компании с более низким, чем у конкурентов, уровнем социальной ответственности осуществляют экстернализацию ряда неявных издержек и предоставляют акционерам и менеджменту более широкое поле для реаллокации рента, генерируемых правами контроля, путем дискриминации нефинансовых стейкхолдеров. В рамках категориального аппарата теории неполных контрактов (incomplete contracts theory) это выражается в том, что компании с низким уровнем социальной ответственности предлагают стейкхолдерам второго и третьего порядка (работникам, правозащитным организациям, потребителям) такие контракты, которые априори предполагают значительный объем неопределенности и оставляют свободное

пространство для последующего пересогласования контрактных условий.

Как и на рынке корпоративного права, компании конкурируют между собой, предлагая инвестиционному сообществу различные модели отношений с нефинансовыми стейкхолдерами и, как следствие, различный потенциал экстернализации издержек, которые можно переложить с компании на общество (т. е. уровень экстернализации является конкурентным преимуществом). При этом внешний инвестор, с одной стороны, предъявляет требования к минимальному уровню корпоративной социальной ответственности, а с другой стороны, стремится получить выгоды, которые компания в состоянии предоставить путем экстернализации издержек, осуществляемой в результате снижения социальной ответственности.

Так же, как и на рынке корпоративного права, данный конкурентный процесс предполагает неравенство стартовых позиций компаний в силу различных ограничений, которые налагает законодательство на корпоративную политику в сфере соблюдения прав работников, охраны окружающей среды и т. д. С учетом обнаруженных результатов исследования можно сделать вывод о том, что данный конкурентный процесс в среднесрочном периоде стремится к Парето-эффективному равновесию как для отдельной компании, так и для всего рынка в целом, т. е. в общеэкономическом плане представляет собой игру с нулевой суммой.

Характер взаимного влияния качества корпоративного управления и уровня социальной ответственности на финансовую эффективность компании фактически представляет собой кривую безразличия «риск–доходность» для внешних инвесторов, а оптимальной тактикой для компаний является мимикрия. В связи с этим обращает на себя внимание тот факт, что эффективное повышение среднерыночного оптимума в отношении уровня социальной ответственности возможно только при общем росте благосостоя-

ния, т. е. при смещении всей кривой безразличия и сопутствующего изменения ожиданий инвесторов. В рамках же статической модели при фиксированном уровне благосостояния повышение уровня социальной ответственности возможно только за счет реаллокации благ.

Таким образом, в настоящем разделе были представлены два варианта теоретического обоснования полученных в ходе исследования результатов. Данные подходы различаются в части условностей, которые допускаются относительно поведения, экономической рациональности и способности к кооперации акционеров, менеджмента и прочих заинтересованных лиц, однако логику обоих вариантов объединяют следующие выводы, сделанные на основе анализа результатов настоящего исследования:

1. Рынок (инвестиционное сообщество) воспринимает баланс прав заинтересованных лиц (стейкхолдеров) компании как важный фактор ее инвестиционного потенциала, причем рынок относится к той или иной группе стейкхолдеров недискриминационно, учитывая реальный уровень ее воздействия на компанию. Тем самым рынок признает в качестве носителей остаточного риска не только акционеров, но также в той или иной мере другие группы заинтересованных лиц при условии вложения ими специфического капитала в компанию, достаточного уровня однородности интересов и потенциальной способности к кооперации.

2. Взаимное влияние качества корпоративного управления и уровня социальной ответственности на финансовую эффективность компании имеет характер динамического Парето-эффективного равновесия, которое обеспечивается экспроприацией контрольных прав одной группой заинтересованных лиц у других групп.

3. Отклонение уровня социальной ответственности и качества корпоративного управления от среднерыночных (среднеотраслевых) значений расценивается

рынком как фактор риска инвестиций ввиду возможного конфликта заинтересованных групп, в связи с чем оптимальной тактикой для компании являются мимикрия и копирование поведения конкурентов.

4. Взаимная зависимость качества корпоративного управления, уровня социальной ответственности и финансовой эффективности представляет собой кривую безразличия «риск–доходность» для инвесторов. В соответствии с этим рост показателей финансовой эффективности компании при отклонении уровня социальной ответственности от среднерыночных (среднеотраслевых) значений обеспечивается более высоким инвестиционным риском, а не улучшением конкурентных позиций (как следует из сигнальной или ресурсной теории).

5. В долгосрочном периоде влияние как уровня социальной ответственности, так и качества корпоративного управления на финансовую эффективность компании должно иметь характер «белого шума». Величина остаточного влияния данных факторов может расцениваться как мера неэффективности того или иного рынка.

Представляется, что с учетом располагаемых эмпирических данных, касающихся практики корпоративного управления развивающихся стран (и России в том числе), результаты исследования имеют ряд практических приложений и открывают перспективу для будущих исследований. В частности, это относится к вопросу о порядке влияния прямых и портфельных иностранных инвестиций (FDI и FPI) на формирование национальных практик корпоративного управления в развивающихся странах и межстрановую конвергенцию стандартов корпоративного управления. Так, с одной стороны, иностранный стратегический инвестор на развивающемся рынке естественным образом улучшает социальную ответственность и корпоративное управ-

ление подконтрольной компании. Однако, с другой стороны, органичным для инвестора является использование значительного потенциала экстернализации издержек (например, низкого уровня безопасности труда, высоких лимитов выбросов вредных веществ, нечестных методов конкуренции и т. д.), который выступает в качестве конкурентного преимущества при транснациональном перемещении капитала. Данный конфликт целей инвестора представляет интерес при более глубоком изучении влияния экономико-правового окружения компании и внутренней структуры управления на ее инвестиционную привлекательность. В этой связи перспективным для анализа является изучение зависимости специфического отраслевого или корпоративного оптимума таких характеристик компании, как качество корпоративного управления и уровень социальной ответственности, от внутренних и внешних факторов. По результатам настоящего исследования можно предположить, что данный оптимум скорее близок к среднерыночным значениям указанных характеристик, а никак не к высоким или низким величинам.

Помимо этого, в свете результатов настоящей работы интересен для изучения вопрос о предельно допустимом уровне законодательных интервенций в сферу корпоративного регулирования и роли частных правоприменительных инициатив (инфорсмент) на развивающихся рынках с низким уровнем транспарентности. В условиях, когда сфера корпоративных отношений регулируется государством неэффективно, но спрос на корпоративное право и социально-ответственное поведение на рынке существует, бизнес может пойти на добровольное самоограничение в части экстернализации издержек и предложить обществу кодексы корпоративного поведения и нормы делового оборота, которые будут выступать в качестве суррогата корпоративного пра-

ва. В этом случае корпорации вместо снижения потенциала экстернализации издержек приобретают более высокий уровень влияния на процесс формирования национальной модели корпоративного управления. В целом это может привести к выхолащиванию сущности корпоративного регулирования и его формализации.

VI. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В представленной статье предпринята попытка систематизации дискуссии о соотношении влияния корпоративной социальной ответственности и корпоративного управления на финансовую эффективность компании. По результатам эмпирического исследования предлагаются два взаимодополняющих варианта теоретического обоснования, которые основаны на представлении о конкурентном характере корпоративного управления.

В целом результаты исследования позволяют более прагматично оценить развитие тенденций в инвестиционной и академической среде, связанных с усилением нормативных требований в отношении корпоративного управления и социальной ответственности. Преимущественно реаллокативный характер данных организационных факторов, о котором свидетельствуют результаты исследования, подтверждает интуитивное предположение о наличии оптимума социальной ответственности и корпоративного управления, ко-

торый соответствует не столько программным требованиям акционеров, сколько ожиданиям рынка относительно экономического эффективного предела корпоративного регулирования. При нарушении данного оптимума наблюдается рост риска инвестиций в компанию параллельно с ростом доходности, т. е. в рамках предлагаемой модели корпоративного управления и социальной ответственности положительная динамика данных факторов не обязательно является причиной улучшения инвестиционного потенциала, а может выступать лишь его эмпирическим коррелятом.

Настоящее исследование основано на ряде условностей и допущений, которые ограничивают валидность результатов и выводов. В частности, к числу данных ограничений относятся скромный размер выборки и короткий горизонт анализа. Помимо этого, потенциальным артефактом выступает принцип формирования выборки, основанный на рейтинговой политике двух крупнейших аналитических агентств в сфере корпоративного управления и социальной ответственности, которая является дискриминационной по отношению к компаниям, имеющим наиболее низкие уровни данных показателей. Несмотря на это, представленные выводы могут иметь определенную ценность для дальнейшего изучения роли организационно-управленческих факторов в формировании финансовой политики и инвестиционного потенциала компаний как на развитых, так и на развивающихся рынках.

ЛИТЕРАТУРА

- Allouche J., Laroche P. 2005. *A Meta-Analytical Examination of the Link Between Corporate Social and Financial Performance*. Cahier de Recherche. Université Paris 1 — Panthéon-Sorbonne.
- Barnea A., Rubin A. 2003. *Corporate Social Responsibility and Ownership Structure*.

- Working Paper, University of British Columbia, Vancouver, Canada.
- Barnett M. L., Salomon R. M. 2002. *Unpacking Social Responsibility: The Curvilinear Relationship between Social and Financial Performance*. Academy of Management Conference (SIM Division): Denver.

- Becht M., Bolton P., Röell A. 2002. *Corporate Governance and Control*. Working Paper, European Corporate Governance Institute.
- Bebchuk L. A., Cohen A., Ferrell A. 2004. *What Matters in Corporate Governance?* Working Paper, Harvard University.
- Better Corporate Governance Results in Higher Profit and Lower Risk*. 2005. White Paper, Institutional Shareholder Services: Rockville, MD.
- Bowman E. H., Haire M. 1975. A strategic posture toward corporate social responsibility. *California Management Review* **18** (2): 49–58.
- Brammer S., Millington A., Rayton B. 2005. *The Contribution of Corporate Social Responsibility to Organizational Commitment*. Working Paper, University of Bath.
- Brown L. D., Caylor M. L. 2004. *Corporate Governance and Firm Performance*. Working Paper, Georgia State University.
- Brown L. D., Caylor M. L. 2005. *Corporate Governance and Firm Valuation*. Working Paper, Georgia State University.
- Carroll A. B. 1999. Corporate social responsibility: Evolution of definitional construct. *Business and Society* **38** (3): 268–295.
- Ceton G. C., Liston-Heyes C. 2004. *CSR and Political Values: An Empirical Investigation of the Determinants of Corporate Social Performance in S&P500 Firms*. Working Paper, University of London.
- Cornell B., Shapiro A.C. 1987. Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial Management* **16** (1): 5–14.
- d’Arcimoles C. H., Trébuq S. 2003. *The Corporate Social Performance-Financial Performance Link: Evidence from France*. Cahier de Recherche, Université François Rabelais.
- Dalton D. R., Daily C. M., Ellstrand A. E., Johnson J. L. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal* **19** (3): 269–290.
- Daines R. 2000. *Does Delaware law improve firm value?* Working Paper, New York University.
- Donaldson T., Preston L. E. 1995. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review* **20** (1): 65–91.
- Fisch J. E. 2000. *The Peculiar Role of Delaware Courts in Competition for Corporate Charters*. Working Paper, Fordham University.
- Fombrun C., Stanley M. 1990. What’s in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal* **33** (2): 233–258.
- Freeman R. E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman/Ballinger: Boston, MA.
- Friedman M. 1970. The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine* (September 13): 32–33, 122, 124, 126.
- Gompers P. A., Ishii J. L., Metrick A. 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* **118** (1): 107–155.
- Greenwood D. L. H. 2005. Democracy and Delaware: The mysterious race to the top/bottom. *Yale Law and Policy Review* **23** (9): 381–454.
- Grewal R., Kayande U., Roberts P. W. 2005. *Reputation, Reputation Coherence and Performance Reliability*. Working paper, Emory University.
- Griffin J. J., Mahon J. F. 1997. The corporate social performance and corporate financial performance debate. Twenty-five years of incomparable research. *Business and Society* **36** (1): 5–31.
- Hansmann H. 1996. *The Ownership of Enterprise*. The Belknap Press of Harvard University Press: Cambridge.
- Hart O. 1995. *Firms, Contracts and Financial Structure*. Oxford University Press: Oxford.
- Hart O., Holmström B. 1987. The theory of contracts. In: Bewley T. (ed.). *Advances in Economic Theory*. Cambridge University Press: Cambridge; 71–155.
- Igalens J., Gond J.-P. 2004. *Measuring Corporate Social Performance: A Critical and*

- Empirical Analysis of ARESE Data*. Working Paper, Université Toulouse.
- Jensen M. C. 1986. Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323–329.
- Jensen M. C. 2002. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly* 12 (1): 235–256.
- Jensen M. C., Meckling W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (5): 305–360.
- Jones R., Murrell A. 2001. Signaling positive corporate social performance: An event study of family-friendly firms. *Business and Society* 40 (1): 59–78.
- KLD Ratings Data: Inclusive Social Rating Criteria*. 2003. KLD Research & Analytics, Inc.: Boston.
- Kraft K., Hage J. 1990. Strategy, social responsibility and implementation. *Journal of Business Ethics* 9 (1): 11–19.
- Mahoney L., Roberts R. 2002. *Corporate Social and Environmental Performance and Their Relation to Financial Performance and Institutional Ownership: Empirical Evidence on Canadian Firms*. Working Paper, University of Central Florida.
- Margolis J. D., Walsh J. P. 2003. Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly* 48 (2): 268–305.
- McDonnell B. 2004. *Delaware, Federalism, and the Expertise-Bias Tradeoff*. Working Paper, University of California, Berkeley.
- McWilliams A., Siegel D. 2001. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review* 26 (1): 117–127.
- Milgrom P., Roberts J. 1990. Rationalizability, learning and equilibrium games with strategic complementarities. *Econometrica* 58 (6): 1255–77.
- Orlitzky M., Benjamin J. D. 2001. Corporate social performance and firm risk: A meta-analytic review. *Business and Society* 40 (4): 369–396.
- Orlitzky M., Schmidt F. L., Rynes S. L. 2003. Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies* 24 (3): 403–441.
- Preston L. E., O'Bannon D. P. 1997. The corporate social-financial performance relationship. A typology and analysis. *Business and Society* 36 (4): 419–429.
- Roe M. J. 2003. *Delaware's Competition*. Working Paper, Harvard University.
- Report on the 2005 Corporate Governance Survey*. 2005. White Paper. Japan Corporate Governance Index Research Group: Tokyo.
- Roman R. M., Hayibor S., Agle B. R. 1999. The relationship between social and financial performance. Repainting a portrait. *Business and Society* 38 (4): 109–125.
- Rose P. 2006. *The Corporate Governance Industry*. Working Paper, Northwestern University.
- Satake C. 2003. *Empirical Investigation between CEO Compensation and Corporate Social Responsibility*. Working Paper, University of Washington.
- Schneper W. D., Guillén M. F. 2004. Stakeholder rights and corporate governance: A cross-national study of hostile takeovers. *Administrative Science Quarterly* 49 (2): 263–295.
- Sitkoff R. H. 2002. *Corporate Political Speech, Political Extortion, And The Competition For Corporate Charters*. Working Paper, Northwestern University.
- Social Science Citation Index® (Expanded)*. 2005. Institute of Scientific Information (Web of Science®). Thomson Dialog: Cary, NC USA.
- Tirole J. 2001. Corporate governance. *Econometrica* 69 (1): 1–35.
- Verschoor C. C., Murphy E. A. 2002. The financial performance of large US firms and those with global prominence: How do the best corporate citizens rates? *Business and Society Review* 107 (3): 371–380.

- Waddock S. A., Graves S. B. 1997. The corporate social performance — financial performance link. *Strategic Management Journal* 18 (4): 303–319.
- Waddock S. A., Graves S. B. 2002. *The Impact of Mergers and Acquisitions on Corporate Stakeholder Practices*. Working Paper, Carroll School of Management.
- Wartick S. L., Cochran P. L. 1985. The evolution of the corporate social performance model. *Academy of Management Review* 10 (4): 758–769.
- Webb E. 2003. *Corporate Governance in Socially Responsible Firms*. PhD Thesis, Drexel University.
- Webb E. 2005. Agency costs, leverage, and corporate social responsibility: A test of causality. *Financial Decisions* 17 (3), Article 1. <http://www.financialdecisionsonline.org/current/Webb.pdf>
- Williamson O. 1984. Corporate governance. *Yale Law Journal* 93 (6): 1197–1230.
- Wood D. J. 1991. Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review* 16 (4): 691–718.
- Yen S.-W. 2005. *Are Well Governed Firms Safe Investments?* Working Paper, University of British Columbia, Vancouver, Canada.
- Yoong J. 2005. *Shareholders, Stakeholders and Standards: The Value Puzzle of Corporate Social Responsibility*. Working Paper, Stanford University.
- Zingales L. 1997. *Corporate Governance*. Working Paper, Chicago University.

Статья поступила в редакцию
3 сентября 2006 г.