

DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-84-102

УДК 336.67(045)

JEL G30, M210

## Социальная ответственность бизнеса: усиление стоимости бренда и влияние на финансовые показатели компании

Н.Ю. Жукова<sup>a</sup>✉, А.Э. Меликова<sup>b</sup><sup>a, b</sup> Пермский филиал Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», Пермь, Россия<sup>a</sup> <https://orcid.org/0000-0003-1126-3343>; <sup>b</sup> <https://orcid.org/0000-0003-0879-3589>

✉ Автор для корреспонденции

### АННОТАЦИЯ

**Цель** исследования – выявление влияния корпоративной социальной ответственности на взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми показателями компании. **Методологической основой** работы стало эмпирическое исследование выборки открытых данных по 78 американским компаниям за период с 2000 по 2019 г. Всего проанализировано 962 наблюдения, источником выступила база Thomson Reuters Eikon. Для определения стоимости бренда использована информация консалтингового агентства Interbrand. На основе панельных данных построены три регрессионных модели, в которых контролируется расширенный набор бухгалтерских и корпоративных переменных. Оценка полученных регрессионных моделей выполнена с использованием модели с фиксированными эффектами. В результате исследования сделан **вывод**, что инвестиции компаний в деятельность, связанную с социальной ответственностью, оказывают положительное не прямое влияние на такие финансовые показатели компании, как рентабельность активов и рыночную капитализацию: влияние стоимости бренда на эти показатели усиливается, если компания характеризуется высоким уровнем социально ответственного и этического поведения. В то же время исследование показало, что уровень социальной ответственности компании как не усиливает, так и не ослабляет влияние бренда на рентабельность собственного капитала. Полученные результаты имеют практическую направленность и могут быть использованы собственниками, топ-менеджментом компаний и инвесторами при формировании стратегии компании и принятии инвестиционных решений. Кроме того, материалы исследования могут быть использованы органами государственной власти для стимулирования социальной ответственности бизнеса. **Перспективы** будущих исследований могут быть связаны с устранением тех ограничений, которые имеет наше исследование: например, путем проведения исследований на выборках, включающих более разнородные компании и/или компании разных стран.

**Ключевые слова:** корпоративная социальная ответственность; бренд; стоимость бренда; финансовые показатели; рентабельность активов; рентабельность собственного капитала; рыночная капитализация

**Для цитирования:** Жукова Н.Ю., Меликова А.Э. Социальная ответственность бизнеса: усиление стоимости бренда и влияние на финансовые показатели компании. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(1):84-102. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-84-102

## Corporate Social Responsibility: Strengthening Brand Value and Affecting Company's Financial Performance

N.Yu. Zhukova<sup>a</sup>✉, A.E. Melikova<sup>b</sup><sup>a, b</sup> HSE University, Perm branch, Perm, Russia<sup>a</sup> <https://orcid.org/0000-0003-1126-3343>; <sup>b</sup> <https://orcid.org/0000-0003-0879-3589>

✉ Corresponding author

### ABSTRACT

The article **aims** to identify the influence of corporate social responsibility on the relationship between brand value and the company's financial performance. The **methodological basis** of the work is an empirical study of an open data sample on 78 American companies for 2000–2019. The authors analyzed 962 observations from the Thomson Reuters Eikon database. The Interbrand consulting agency was the source for determining the brand value. Built by the authors,

three regression models rely on panel data and control an extended set of accounting and corporate variables. The evaluation of the models employs a fixed effects model. The authors **conclude** that corporate investments in social responsibility activities have a positive indirect effect on the company's financial performance, such as return on assets and market capitalization: the influence of brand value on these indicators increases due to a high level of corporate social responsibility and ethical behavior. The study showed that the level of corporate social responsibility neither enhances nor it weakens the influence of the brand on the return on equity. The study results may be of practical use to owners, top management of companies and investors when making the company's strategy and investment decisions. Moreover, the research materials can be used by public authorities to stimulate the corporate social responsibility. **The prospects** for future research may relate to lifting the current restrictions: research on samples that include more heterogeneous companies and/or companies from different countries.

**Keywords:** corporate social responsibility; brand; brand value; financial indicators; return on assets; return on equity; market capitalization

**For citation:** Zhukova N.Yu., Melikova A.E. Corporate social responsibility: strengthening brand value and affecting company's financial performance. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(1):84-102. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-1-84-102

## ВВЕДЕНИЕ

Актуальность такого явления, как «корпоративная социальная ответственность» (далее — КСО), очень явно проявилась в условиях пандемии коронавируса, когда требуется не просто поддерживать экономический рост, но и мобилизовать ресурсы частных компаний на социальные нужды, т.е. компании должны выполнять определенную общественную функцию. Понимание руководителями компаний необходимости взаимодействия с обществом позволило еще в 2001 г. зафиксировать новую концепцию, введя официально термин «корпоративная социальная ответственность», которую предложено рассматривать как «концепцию, посредством которой компании на добровольной основе интегрируют решение социальных и экологических проблем в свою деятельность и во взаимодействие со своими стейкхолдерами»<sup>1</sup>. В нашем исследовании мы будем придерживаться более широкой трактовки КСО, которую сформулировали А. McWilliams и D. Siegel как действия компании, которые выходят за рамки ее непосредственных интересов, не требуются законодательно, но способствуют достижению некоего общественного блага [1].

В конце 2019 г. руководители более 180 крупнейших американских компаний подписали заявление<sup>2</sup> о корпоративных целях, в котором отметили, что принятые с 1978 г. принципы корпоративного

управления, согласно которым основная задача корпораций — обеспечивать интересы акционеров, уже не отвечают сегодняшней ситуации. В связи с этим в заявлении было сформулировано, что долгосрочный успех компаний и экономики США зависит от предприятий, инвестирующих в своих сотрудников и в сообщества, в которых они работают.

J. Stiglitz также отмечает [2], что в настоящее время насущной проблемой корпоративного управления является несовпадение стимулов отдельных лиц со стимулами организации и, в более широком смысле, с интересами общества к долгосрочному экономическому росту.

На наш взгляд, роль КСО компаний будет повышаться независимо от отрасли, а в дальнейшем стимулироваться/поощряться со стороны государства для выполнения компанией определенной общественной функции. Так, например, в России уже принят закон о поправках в Налоговый кодекс, который предоставляет определенные льготы и меры поддержки для социально ориентированных НКО в условиях пандемии. Кроме того, в этом законе введен налоговый вычет для бизнеса за участие в благотворительной деятельности: коммерческим компаниям с 1 января 2020 г. можно относить затраты на благотворительную деятельность к внереализационным расходам на сумму, не превышающую 1% от выручки организации.

Инициативы компаний в рамках КСО приносят им выгоду благодаря формированию положительной репутации в глазах общественности и способствуют созданию доверительных отношений между фирмой и сообществом. А неспособность удовлетворить растущие ожидания сообщества может поставить под угрозу имидж и репутацию компании. Поэтому многие компании уделяют все больше внимания созданию социально-ответст-

<sup>1</sup> Commission of the European Communities (2001), Green Paper: Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility. URL: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2001/EN/1-2001-366-EN-1-0.Pdf> (дата обращения: 21.08.2020).

<sup>2</sup> Business Roundtable. Statement on the Purpose of a Corporation. URL: <https://opportunity.businessroundtable.org/our-commitment/> (дата обращения: 19.08.2020).

венного бренда и донесению своих ценностей до общества.

Цель нашего исследования — выявление влияния КСО компании не только на результаты деятельности, но и на взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми показателями. Основной отличительной чертой нашей работы является то, что мы рассматриваем выборку с длительным периодом времени (20 лет) и контролируем расширенный набор бухгалтерских и корпоративных переменных.

Статья имеет следующую структуру: 1) теоретический обзор исследований по вопросам влияния бренда и КСО на финансовые показатели компании; 2) постановка проблемы и гипотез исследования; 3) описание выборки исследования; 4) методология исследования; 5) результаты; 6) ограничения и будущие исследования; 7) выводы.

## ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

### Влияние бренда на финансовые показатели

Как отмечают J. Barney, M. Wright и D. Ketchen [3], основной теоретической базой исследований связи между брендом и результатами деятельности компании является ресурсный подход, согласно которому ресурсы, являющиеся ценными, редкими, уникальными и незаменимыми (критерий VRIN), способствуют созданию конкурентного преимущества компаний. Исходя из того, что бренд полностью соответствует данному критерию, его принято рассматривать как один из наиболее важных стратегических активов компании, который позволяет фирмам быть конкурентоспособными на рынке, успешно и эффективно создавать ценность для заинтересованных сторон таким образом, как это не могут сделать ее конкуренты [3], что, в свою очередь, должно положительно влиять на результаты деятельности фирм.

Прошлые исследования свидетельствуют о том, что стоимость бренда может влиять на результаты деятельности компании посредством увеличения ее доходов или уменьшения затрат. Так, если рассматривать эффект бренда на доходы, то капитал бренда, согласно исследованию K. Ailawadi, D. Lehmann и S. Neslin [4], может повлиять как на цену, так и на количество. Например, подтверждено влияние сильного бренда на улучшение финансовых показателей компаний за счет увеличения спроса на их товары и услуги [5, 6]. Что касается издержек, то фирмы с сильным брендом также могут использовать такие аспекты, как лояльность к бренду для достижения определенных финансовых результатов при более низких общих затратах [5, 7].

D. Aaker и R. Jacobson [8] в исследовании, оценивающем связь между брендом и финансовыми результатами компаний, пришли к выводу о том, что между повышением качества бренда и доходностью акций наблюдается значимая положительная связь. В этом исследовании был впервые выявлен потенциал бренда относительно создания стоимости и обосновано значимое влияние качества бренда на рыночную стоимость компании.

Позже R. Kerin и R. Sethuraman [9] в своей работе исследовали влияние стоимости бренда на несколько финансовых показателей. Полученные ими результаты свидетельствуют о положительной взаимосвязи между стоимостью бренда и отношением рыночной стоимости фирмы к ее балансовой стоимости. Согласно другим исследованиям (например, M. Barth, M. Clement, G. Foster и R. Kasznik [10]) стоимость бренда положительно связана не только с переменными, рассчитанными по бухгалтерской отчетности, но и с ценами на акции и их доходностью. Опираясь на подход, используемый в этом исследовании, T. Madden, F. Fehle и S. Fournier [11] пришли к выводу о том, что бренды с более высокой стоимостью приносят акционерам большую доходность при меньшем риске.

В целом, хотелось бы отметить, что исследователями было также обнаружено положительное влияние бренда на такие показатели, как коэффициент Тобина [6, 12], денежные потоки [12, 13], выручку от продаж [14], рентабельность инвестиций [13], EBITDA [15], чистую прибыль и балансовую стоимость капитала [10]. Исследователи достаточно однозначно сходятся на том, что бренд является значимым предиктором финансовых показателей компании [11, 16].

### Влияние КСО на финансовые показатели

Исследованию взаимосвязи между КСО и финансовыми показателями компаний посвящено большое количество научной литературы. Например, обзорная статья J. Margolis, H. Elfenbein, J. Walsh [17] содержит информацию о том, что 167 исследований в период с 1972 по 2007 г. анализируют взаимосвязь между КСО и финансовыми показателями. При этом стандартным подходом в этих исследованиях является регрессия финансовых показателей (Q-Тобина, доходности активов и др.) на показатели КСО (например, используется индекс социальной эффективности (Kinder, Lydenberg и Domini, далее — KLD).

Причем, если ранние работы в исследовании взаимосвязи КСО и финансовых показателей демонстрировали отрицательную взаимосвязь, то

более поздние признают ценность и влияние КСО на финансовые показатели. Например, С. Flammer [18] представляет результаты своего эмпирического исследования о влиянии КСО на финансовые показатели, оценивая влияние предложений акционеров по КСО на доход акционеров и другие переменные, отражающие финансовый результат, и обнаруживает, что принятие предложений по корпоративной социальной ответственности оказывает положительное влияние на производительность труда и рост продаж. Что согласуется со взглядами многих авторов о рассмотрении КСО как ресурса, позволяющего повысить эффективность, конкурентоспособность, повлиять на репутацию и бренд (см., например, [19–21]).

Таким образом, исследования последних 20 лет свидетельствуют о том, что КСО так же, как и бренд, может быть определяющим фактором, влияющим на финансовые показатели компании.

#### **Взаимосвязь инициатив КСО, бренда компании и финансовых показателей**

В 2015 г. авторами исследования D. Wang, P. Chen, T. Yu, C. Hsiao [22] была сделана попытка выявить влияние КСО на взаимосвязь между финансовыми результатами компании и стоимостью бренда. Однако в этой работе не был получен ожидаемый результат: исследование проводилось на выборке, включающей данные по высокотехнологическим торгуемым компаниям Тайвани за 4 года (с 2010 по 2013 г.). При этом стоимость бренда оценивалась исследователями по модели Хиросе, а переменная, отвечающая за КСО, была сконструирована самостоятельно, базируясь на методе Dow Jones Sustainability Index. Для формирования переменной КСО были приняты во внимание четыре измерения КСО: экономическое, социальное, окружающая среда и корпоративное управление. В результате был сформирован общий индекс КСО, включающий каждое из измерений с равным весом. Для исследования причинно-следственной связи между КСО, стоимостью бренда и финансовыми результатами компаний авторы использовали систему структурных уравнений, и было выявлено, что стоимость бренда не влияет на взаимосвязь между КСО и финансовыми показателями фирм. Отсутствие взаимосвязи, возможно, связано с тем, что авторы использовали собственную, не апробированную методику оценки КСО.

В дальнейшем было проведено исследование M. Rahman, M. Rodríguez-Serrano, M. Lambkin [23], посвященное изучению взаимосвязи между КСО, брендом и финансовыми показателями на выборке по 62 американским компаниям за 14 лет — с 2000

по 2013 г. Для формирования модели авторы использовали общепринятые данные: для описания стоимости бренда — оценки от консалтингового агентства Interbrand, информацию по КСО — из базы данных KLD, а по финансовым показателям — из базы данных COMPUSTAT. Было доказано, что стоимость бренда положительно влияет на текущие финансовые результаты компании, выраженные через рыночную долю, и на будущие финансовые показатели, описанные через коэффициент Тобина. Кроме того, исследователи получили значимый эффект взаимодействия между стоимостью бренда и переменной, отвечающей за КСО, что говорит о том, что взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми показателями компании усиливается, когда компания инвестирует в КСО.

Таким образом, можно утверждать, что вопрос влияния КСО на взаимосвязь между брендом и результатами деятельности компаний еще широко не изучен. Более того, в проведенных исследованиях, авторами были получены разнящиеся результаты, что свидетельствует о том, что на данный момент нет единого мнения относительно эффекта КСО. Поэтому считаем целесообразным проведение исследования, в котором будет произведена попытка оценить влияние КСО на взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми результатами фирм.

#### **ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМЫ И ГИПОТЕЗ ИССЛЕДОВАНИЯ**

Наше исследование направлено на определение влияния КСО на взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми показателями компании (рис. 1), мы предполагаем, что эта взаимосвязь усиливается при инвестициях компаний в деятельность по КСО.

В рамках проведенного анализа данных мы тестируем гипотезы о влиянии бренда на финансовые показатели компании и пытаемся обнаружить модерационный эффект КСО на эту взаимосвязь.

*Гипотеза 1: Рост стоимости бренда положительно влияет на финансовые показатели компаний.*

В большинстве эмпирических исследований для отражения результатов деятельности компаний используются финансовые показатели, рассчитываемые по данным бухгалтерской отчетности, нежели принимаются во внимание рыночные показатели [24, 25]. Мы также выбираем в качестве финансовых показателей рентабельность активов (ROA) и рентабельность капитала (ROE), поскольку они входят в перечень наиболее часто используемых финансовых показателей, выступающих в качестве экзогенных перемен-

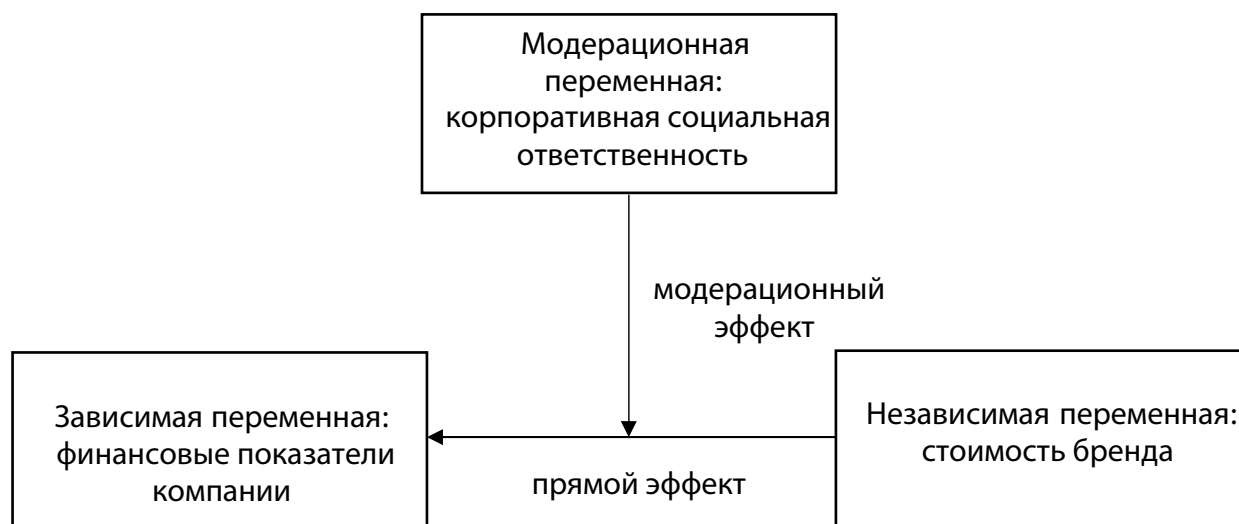


Рис. 1 / Fig. 1. Ожидаемая взаимосвязь между экзогенной и эндогенными переменными / Expected relationship between exogenous and endogenous variables

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

ных в релевантной литературе и отражающих результаты деятельности компаний [26]:

- ROA выступает в качестве показателя, отражающего потенциал генерирования компанией денежных потоков в будущем, и является индикатором стабильности финансового положения компании;

- ROE является показателем прибыльности и мерой, представляющей огромный интерес для акционеров.

*Гипотеза 1.1: Рост стоимости бренда положительно влияет на рентабельность активов.*

*Гипотеза 1.2: Рост стоимости бренда положительно влияет на рентабельность собственного капитала компании.*

В рамках настоящего исследования было принято решение оценить влияние стоимости бренда не только на рассчитанные по данным финансовой отчетности финансовые коэффициенты, но и на капитализацию компании. Полагается, что повышение стоимости бренда выступает драйвером роста его узнаваемости на рынке, что, в свою очередь, приводит к тому, что растет внимание к компании со стороны потенциальных инвесторов, и это в конечном счете положительно сказывается на рыночной капитализации компании.

*Гипотеза 1.3: Рост стоимости бренда положительно влияет на рыночную стоимость компании.*

Согласно теории заинтересованных сторон заинтересованные лица поощряют те компании, которые демонстрируют хорошие результаты в рамках деятельности по КСО, и неблагоприятно относятся к компаниям, демонстрирующим низкие результа-

ты в этой сфере [27]. Можно утверждать, что компании могут рассматривать деятельность в области КСО как некую инвестицию, предполагая, что предпринятые ими действия в рамках КСО позволят им достичь более высоких финансовых результатов, поэтому мы тестируем следующую гипотезу:

*Гипотеза 2: Действия компаний в области КСО положительно влияют на взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми результатами компании.* Мы проверяем влияние на три финансовых показателя:

*Гипотеза 2.1. Действия компаний в области КСО положительно влияют на взаимосвязь между стоимостью бренда и рентабельностью активов компании.*

*Гипотеза 2.2. Действия компаний в области КСО положительно влияют на взаимосвязь между стоимостью бренда и рентабельностью собственного капитала компании.*

*Гипотеза 2.3. Действия компаний в области КСО положительно влияют на взаимосвязь между стоимостью бренда и рыночной стоимостью компании.*

Компании с более высокой стоимостью бренда чаще участвуют в деятельности в рамках КСО в инициативном порядке с целью информирования рынка о том, что они являются более социально ответственными участниками рынка, нежели их конкуренты [28]. Инициативы в области КСО, которые осуществляются такими компаниями, будут более заметны заинтересованным лицам, в отличие от компаний с менее высокой стоимостью бренда, поскольку сильные бренды обладают более высоким уровнем узнаваемости на рынке. Из этого следует, что ввиду привлечения большего вни-

мания со стороны заинтересованных лиц фирмы с относительно более высокой стоимостью бренда могут в результате получить большую выгоду от деятельности в области КСО, чем фирмы с более низкой стоимостью бренда [27].

Компании с высокой стоимостью бренда получают более благоприятный отклик от заинтересованных лиц относительно своей деятельности в области КСО по сравнению с фирмами с низкой стоимостью бренда, исходя из чего можно предположить, что имеется положительный эффект взаимодействия между стоимостью бренда и КСО. Иначе говоря, финансовые результаты двух гипотетических фирм с одинаковой стоимостью бренда будут варьироваться в зависимости от того, в какой степени эти фирмы инвестируют в деятельность по КСО и насколько эффективно они используют эту деятельность для того, чтобы повысить свою репутацию и улучшить отношения с ключевыми заинтересованными сторонами [23].

## ДАННЫЕ

Для проведения исследования была сформирована выборка по компаниям США, поскольку именно руководителями американских компаний было заявлено о решении изменения главной корпоративной цели, что предполагает, что в сообществе найден определенный консенсус по измерению показателей КСО. В выборку вошли компании, по которым консалтинговым агентством Interbrand были представлены оценки стоимости брендов. Таким образом, первоначальная выборка, сформированная из имеющихся в открытом доступе данных, содержала 1064 наблюдения по 90 компаниям в период с 2000 по 2019 г.

В качестве прокси к КСО, вслед за предыдущими исследованиями (Н. Wang, S. Sengupta [6], G. Giannarakis [29], A. Dardour, J. Husser [30]) нами был использован рейтинг ESG (Environmental, Social and Governance), который рассчитывается аналитиками и предназначен для объективного и точного измерения деятельности компании в области КСО по трем аспектам: в области охраны окружающей среды, социальной сферы и экономики. Источником послужила база данных Thomson Reuters Eikon.

В качестве зависимых переменных рассмотрены такие показатели, как рентабельность активов (ROA), рентабельность собственного капитала (ROE), рыночная капитализация.

В качестве контрольных переменных служат такие параметры, как расходы на НИОКР, рекламу, общие коммерческие и административные расходы, балансовая стоимость активов, среднесписочная

численность сотрудников компании, финансовый рычаг и отрасль.

Источником по зависимым и контрольным переменным выступила база данных Thomson Reuters Eikon. Однако не по каждой компании, входящей в отобранную нами выборку, были обнаружены необходимые данные за все 20 лет, в связи с чем из первоначальной выборки были удалены наблюдения, по которым нет большого количества данных. В частности, удалены оценки стоимости таких брендов, как «Compaq», «LinkedIn», «Sun Microsystems», «The Wall Street Journal», «TIME» и «Wrigley» ввиду отсутствия данных по представляющим интерес переменным, а также несколько компаний, которые были поглощены, в результате чего информация о финансовых результатах компаний оказалась также недоступна.

Кроме того, ряд компаний обладают большим количеством брендов, каждый из которых отдельно оценивается консалтинговым агентством. Так, к примеру, компанией-производителем таких брендов напитков, как «Coca-Cola» и «Sprite», является Coca-Cola Co. Оба этих бренда присутствовали в выборке и, исходя из того, что имеется возможность учесть финансовые показатели лишь в целом по компании Coca-Cola Co, такие наблюдения были исключены.

Далее в ходе предварительного анализа данных были введены ограничения на переменную, отвечающую за финансовый рычаг, и окончательная выборка сократилась до 962 наблюдений за период с 2000 по 2019 г. по 78 компаниям из 32 отраслей.

Для удобства дальнейшего использования переменной, отвечающей за принадлежность к отрасли, она была преобразована в категориальную переменную (рис. 2), которая принимает значение 1, если компания относится к отрасли, которая ориентирована на потребителей (товары и потребительские услуги), 0 — в ином случае (согласно Глобальному стандарту отраслевой классификации — GICS).

Описательная статистика по количественным переменным, включенным в итоговую выборку, приведена в табл. 1, тест Харке-Бера показал, что распределение совокупности значений величин не противоречит нормальному закону.

Средняя оценка стоимости бренда выборки равна 17 970,19 млн долл. Средний балл по КСО равен 69,51, в то время как наименьшее значение данного показателя соответствует 20,78. В среднем рентабельность активов фирм выборки составляет 9%, рентабельность собственного капитала — 29%, рыночная капитализация средней компании выборки составляет 107 141,18 млн долл., а выручка —



Рис. 2 / Fig. 2. Распределение компаний выборки по отраслям / Industrial distribution of the companies in the sample

Источник / Source: составлено авторами на основе выборки / compiled by the authors based on the sample.

36 939,28 млн долл., из которых 6735,57 млн долл. направляются на коммерческие и административные расходы.

Проведенная проверка на наличие мультиколлинеарности показала, что между эндогенными переменными не наблюдается препятствующей построению моделей сильной взаимосвязи (табл. 2).

### МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Сформированная итоговая выборка представляет собой панельные данные, поэтому для их анализа использована линейная множественная регрессия, формула (1):

$$y_{it} = a_{it} + x'_{it} \beta + u_{it}, \quad (1)$$

где:  $y_{it}$  — это зависимая переменная (финансовый результат деятельности компании  $i$  в момент времени  $t$ , выраженный через рентабельность активов, рентабельность собственного капитала и рыночную капитализацию), где  $i = 1, \dots, n$  — индекс объекта (компании),  $t = 1, \dots, T$  — индекс времени (рассматриваемый период: 2000–2019 гг.);

$a_{it}$  — это индивидуальный эффект  $i$ -го объекта;

$x'_{it}$  — набор объясняющих переменных (стоимость бренда, КСО и вектор контрольных переменных), представляющий собой вектор размерности  $K$ , где  $K$  — это количество признаков;

$\beta$  — вектор коэффициентов размерности  $K \times 1$ ;

$u_{it}$  — случайные ошибки наблюдения.

В рамках данного исследования регрессионная формула применяется при анализе трех математических моделей.

Модель А. «Рентабельность активов»:

$$ROA_{it} = f(\text{Brand Value}; \text{ESG}; \text{Brand Value} * \text{ESG}; \text{SGA} / \text{TA}; \text{D} / \text{E}; \text{Ind}; \text{Lag}(\text{ROA}); \text{Revenue} / \text{Number of employees}) + u_{Ait}.$$

Модель В. «Рентабельность собственного капитала» — регрессия с фиксированными индивидуальными эффектами, зависимой переменной в которой выступает ROE, набор объясняющих переменных в этой модели совпадает с предыдущей регрессионной моделью:

$$ROE_{it} = f(\text{Brand Value}; \text{ESG}; \text{Brand Value} * \text{ESG}; \text{SGA} / \text{TA}; \text{D} / \text{E}; \text{Ind}; \text{Lag}(\text{ROE}); \text{Revenue} / \text{Number of employees}) + u_{Bit}.$$

Модель С. «Рыночная капитализация»:

$$MV_{it} = f(\text{Brand Value}; \text{ESG}; \text{Brand Value} * \text{ESG}; \text{SGA} / \text{TA}; \text{D} / \text{E}; \text{Ind}; \text{Revenue} / \text{Number of employees}) + u_{Cit}.$$

Для получения эффективных оценок было принято решение построить несколько спецификаций для каждой модели и выбрать ту модель, чьи оценки будут состоятельными, несмещенными и эффективными. Для установления искомой взаимосвязи нами была использована модель с фиксированными индивидуальными эффектами, исходя из предположения, что каждая компания обладает индивидуальными характеристиками (ненаблюдаемая гетерогенность), которые могут смещать оценки предикторов или зависимые переменные, ввиду чего возникает корреляция между случайной ошибкой объекта (компании) и объясняющими переменными. Модель с фиксированными эффектами позволяет нам устранить влияние этих неизменяемых во времени характеристик и дает возможность оценить результирующий эффект эндогенных переменных на зависимую.

Тестирование на наличие эндогенности проведено при помощи теста Хаусмана, в рамках которого была проверена гипотеза об отсутствии корреляции

Таблица 1 / Table 1

## Описательная статистика для компаний выборки / Descriptive statistics for companies in the sample

Переменная / Variable	Ед. изм. / Unit	Среднее / Average	Станд. откл. / Standard deviation	Мин. значение / Min. value	Макс. значение / Max. value	р-значение (Тест Харке-Бера) / p-value (Jarque-Bera test)
<b>Зависимые переменные</b>						
Рентабельность активов (ROA)	ед.	0,09	0,07	-0,48	0,35	0,0000
Рентабельность собственного капитала (ROE)	ед.	0,29	0,26	-0,83	3,13	0,0000
Рыночная капитализация (Market Value)	млн долл.	107141,18	132978,25	685,80	1304764,77	0,0000
<b>Мера бренда</b>						
Стоимость бренда (Brand Value)	млн долл.	17970,19	24284,11	1235,00	234241,00	0,0000
<b>Мера корпоративной социальной ответственности</b>						
Балл ESG	ед.	69,51	15,00	20,78	97,66	0,0000
<b>Контрольные переменные</b>						
Балансовая стоимость капитала (TA)	млн долл.	179113,64	416040,15	1491,55	2687379,00	0,0000
Общие коммерческие и административные расходы (SGA)	млн долл.	6735,57	7092,73	218,00	61323,00	0,0000
Общие коммерческие и управленческие расходы / балансовая стоимость капитала (SGA/TA)	ед.	0,19	0,17	0,00	1,00	0,0000
Финансовый рычаг (D/E)	ед.	1,47	2,24	0,00	15,20	0,0000
Расходы на НИОКР (R&D)	млн долл.	3742,62	4438,89	22,00	35931,00	0,0000
Расходы на НИОКР / балансовая стоимость капитала (R&D/TA)	ед.	0,06	0,04	0,00	0,19	0,0000
Выручка от продаж (Revenue)	млн долл.	36939,28	39763,90	203,00	291252,00	0,0000
Среднесписочная численность сотрудников (Number of employees)	ед.	110674,71	110998,64	2625,50	722750,00	0,0000
Выручка от продаж / Численность сотрудников (Revenue / Number of employees)	ед.	0,52	0,44	0,00	3,29	0,0000

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.



**Корреляционная матрица зависимых и объясняющих переменных /  
Correlation matrix of the dependent and explanatory variables**

	ROA	ROE	MV	BV	ESG	TA	R&D	R&D / TA	SGA	SGA / TA	D / E	Rev / N
ROA	1,00											
ROE	0,39***	1,00										
MV	0,12***	0,00	1,00									
BV	0,16***	0,08**	0,77***	1,00								
ESG	0,08**	0,07*	0,25***	0,25***	1,00							
TA	-0,36***	-0,27***	0,23***	0,04	0,13***	1,00						
R&D	0,18***	0,08	0,81***	0,71***	0,38***	0,74***	1,00					
R&D / TA	0,00	-0,19***	0,25***	0,18***	0,06	0,02	0,52***	1,00				
SGA	0,01	0,01	0,61***	0,45***	0,37***	0,19***	0,64***	0,14***	1,00			
SGA / TA	0,25***	0,20***	-0,22***	-0,20***	-0,10***	-0,36***	-0,11**	0,17***	-0,02	1,00		
D / E	-0,38***	0,14***	-0,12***	-0,10***	-0,04	0,65***	-0,21***	-0,37***	-0,11***	-0,17***	1,00	
Rev / N	0,05	-0,10**	0,39***	0,24***	-0,23***	0,29***	0,19***	0,00	0,13***	-0,32***	0,13***	1,00

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Примечание / Note: \*\*\*, \*\*, \* – значимость на уровнях 1, 5 и 10% соответственно / \*\*\*, \*\*, \* – significance at the 1, 5 and 10% level respectively.

между индивидуальными эффектами и объясняющими переменными.

Кроме того, в рамках нашего исследования модель с фиксированными эффектами оценена с включением как индивидуальных (характерных для определенных наблюдений, но постоянных во времени), так и временных (характерных для определенного периода времени, но постоянных для наблюдений) эффектов, поскольку можно утверждать, что для компаний выборки имеются некоторые ненаблюдаемые временные эффекты (например, экономические циклы) и специфичные для компании эффекты, постоянные во времени (к примеру, корпоративная культура, практика ведения бизнеса и т.д.). Для проверки целесообразности включения таких эффектов проведен F-тест.

Поскольку в рамках нашего исследования предполагается, что КСО влияет на взаимосвязь между брендом и финансовыми показателями компаний, то для тестирования этой связи в модели включен эффект взаимодействия. Данный эффект наблюдается в случаях, когда влияние независимой переменной  $x$  (в рамках данного исследования — это стоимость бренда) на зависимую переменную  $y$  (финансовый результат деятельности компании) изменяется в зависимости от модерирующей переменной  $z$  (уровень КСО).

В оцениваемых нами моделях используется одинаковый набор контрольных переменных. Мы

контролируем размер фирмы, так как данный параметр может существенно влиять на финансовые показатели компаний: чем крупнее фирма, тем большее число ресурсов и возможностей для поддержания конкурентного преимущества она имеет ввиду эффекта масштаба [31]. В литературе, как правило, предлагаются следующие варианты учета данного параметра: натуральный логарифм совокупных активов [23], выручки от продаж [6, 13] или среднесписочной численности сотрудников компании [12, 14, 32]. Так, размер фирмы в наших моделях был поочередно оценен при помощи данных переменных. В оцененные модели включаются те предикторы, которые демонстрируют наиболее сильную корреляцию с каждой из зависимых переменных.

В своих работах исследователи также указывают на необходимость включения переменных, отражающих расходы на рекламу и НИОКР, в качестве контрольных. Являясь важным компонентом процесса продвижения бренда, реклама может повысить его узнаваемость и значительно улучшить имидж бренда, благодаря чему продукты компании будут выгодно отличаться от продуктов ее конкурентов [33]. Таким образом, компания сможет установить более высокую цену на свои продукты по сравнению с товарами конкурента, обладающими идентичными характеристиками, что в конечном счете может положительно повлиять на финансо-

вые результаты компании. Что касается затрат на НИОКР, то по результатам многих исследований подтверждается, что данный параметр, наряду с размером компании, риском, прошлыми финансовыми результатами, а также принадлежностью к отрасли, является надежным предиктором результатов деятельности компаний [34–38]. Тем не менее, учитывая, что многие компании не раскрывают данные по расходам на рекламу, а более половины значений по затратам на НИОКР недоступны (количество пропущенных значений соответствует 58,63%), использовать данные переменные в настоящем исследовании нецелесообразно. В данном случае общепринятой альтернативой является использование общих коммерческих и управленческих расходов как прокси затрат на рекламу [6, 39]. Для исключения возможности наличия эффекта масштаба ввиду использования данной переменной в исходном виде общие коммерческие и управленческие расходы были нормированы на балансовую стоимость капитала. Полученный показатель интерпретируется некоторыми авторами как интенсивность продаж [23].

Вслед за предыдущими исследованиями в качестве контрольной переменной мы используем финансовый леверидж, рассчитываемый как отношение совокупных обязательств к собственному капиталу, в качестве прокси риска [23, 38].

Помимо этого, исследователями предлагается принимать во внимание такой параметр, как производительность труда [23]. Очевидно, что сотрудники оказывают значительное влияние на результаты деятельности компании благодаря своей продуктивности и качеству работы, ввиду чего более высокая производительность труда гарантирует более высокие финансовые показатели фирмы. В качестве прокси к данному параметру выступает отношение выручки к количеству сотрудников.

Наконец, учитывая, что текущие значения финансовых показателей компании сильно зависят от прошлых [38], а именно, финансовые коэффициенты, как правило, сходятся к среднему значению, т.е. за высокими (низкими) значениями обычно следуют более низкие (более высокие) значения [37], необходимо также контролировать на значение используемой в модели экзогенной переменной в прошлом периоде. Следовательно, в модель с зависимой переменной рентабельности активов в качестве контрольной включается рентабельность активов за предыдущий год. Аналогичным образом учитываются прошлые значения других экзогенных переменных. Так, описанные выше показатели входят в набор контрольных переменных, включаемых

в модели нашего исследования. Принадлежность к отрасли представляется возможным включить лишь в модель с временными эффектами.

## ОПИСАНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ

### Модель А. «Рентабельность активов»

В качестве первой спецификации рассматривается модель сквозной регрессии (pooled regression), где зависимой переменной выступает ROA. Данная модель была построена в качестве базовой, однако, надо отметить, что эта модель не учитывает панельную структуру данных, в частности индивидуальные различия между компаниями.

В качестве объясняющих переменных в модель были включены стоимость бренда, балл ESG, логарифм выручки от продаж как прокси размера компании, финансовый рычаг, принадлежность к отрасли, доля общих коммерческих и управленческих расходов в балансовой стоимости капитала, значение ROA в прошлом периоде и отношение выручки от продаж к численности сотрудников.

Рассмотренные нами спецификации модели А представлены в *табл. 3*: спецификация (1) является сквозной регрессией, спецификации (2), (3), (4) и (5) — это модели с фиксированными индивидуальными эффектами (результаты проведенного теста Хаусмана свидетельствуют о целесообразности использования моделей с фиксированными эффектами). В спецификацию (2) были включены все те же объясняющие переменные, что и в спецификацию (3), кроме эффекта взаимодействия. Это осуществлено для того, чтобы оценить вклад совместного эффекта стоимости бренда и КСО в объяснение дисперсии зависимой переменной. Все построенные спецификации модели были оценены при помощи метода наименьших квадратов (МНК), при этом спецификации (1), (2) и (3) являются линейно-логарифмическими: в качестве зависимой переменной в них выступает рентабельность активов. В спецификациях (4) и (5) в качестве экзогенной переменной выступает логарифм рентабельности активов, причем модель (5) — полностью логарифмическая.

В качестве критериев оценки качества моделей мы рассматриваем коэффициент детерминации и *p*-значение *F*-статистики. Согласно значению *F*-статистики все представленные модели значимы. По значению коэффициента детерминации лучшей является спецификация (1). Однако так как данная модель была оценена в качестве базовой и не учитывает наличие индивидуальных различий между компаниями, то определим наиболее качественную модель, не принимая в рассмотрение сквозную регрессию. Так, наиболее высокую долю

**Сравнение качества регрессионных моделей с зависимой переменной рентабельности активов /  
Comparison of the quality of regression models with the dependent variable of return on assets**

Регрессоры / Regressors	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Стоимость бренда		-0,000000493***	-0,00001431***		
Логарифм стоимости бренда					
КСО	0,00026*				
Логарифм КСО					-2,30326**
Эффект взаимодействия стоимости бренда и КСО			0,000000012*	0,000000015*	
Эффект взаимодействия стоимости бренда и КСО (логарифм)					0,24466*
Логарифм балансовой стоимости капитала					-0,54532***
Логарифм выручки от продаж		0,02130***	0,02349***		
Отрасль					
Финансовый рычаг	-0,00410***	-0,00336**	-0,00353**		
Логарифм финансового рычага					-0,21292**
Отношение общих коммерческих и управленческих расходов к совокупным активам	0,03422***	0,21983***	0,22269***	1,92972***	
Логарифм отношения общих коммерческих и управленческих расходов к совокупным активам					
Отношение выручки к количеству сотрудников	0,01314***		0,04221***	0,46876***	
Логарифм отношения выручки к количеству сотрудников					0,38581***
Значение ROA в прошлом периоде	0,71920***			3,29819***	
Значение ROA в прошлом периоде (логарифм)					0,12366***
Константа					
$prob(F - stat.)$	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
$R^2$	0,6672	0,1189	0,1241	0,1658	0,1503
Количество наблюдений	610	639	639	599	589

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Примечание / Note: \*\*\*, \*\*, \* – значимость на уровнях 1, 5 и 10% соответственно. В таблице представлены только значимые переменные. Использованы стандартные ошибки в форме Ньюи-Уэста (являются состоятельными к наблюдающейся в представленных моделях гетероскедастичности и автокорреляции). Полученные в моделях оценки во всех спецификациях, кроме первой, характеризуются несмещенностью, состоятельностью и неэффективностью / \*\*\*, \*\*, \* – significance at the 1, 5 and 10% level respectively. The table presents only significant variables. Newey-West standard error correction for estimates was conducted to get heteroskedasticity and autocorrelation consistent estimators. The obtained estimates are unbiased, consistent and inefficient for all specifications except the first one.

объясненной дисперсии зависимой переменной демонстрирует спецификация (4). Следует отметить, что при переходе от одной спецификации к другой знаки перед оценками коэффициентов не меняются, что является свидетельством качества построенных моделей.

Спецификация (2) была рассмотрена для того, чтобы оценить вклад включаемого в модель в последствии совместного эффекта. Так, при переходе от одной регрессии к другой наблюдается повышение скорректированного коэффициента детерминации, хоть и незначительное. Данный показатель контролирует число включаемых переменных, ввиду чего можно утверждать, что принятие во внимание совместного эффекта между стоимостью бренда и КСО способствует объяснению большей доли дисперсии зависимой переменной.

По представленным выше результатам можно судить о том, что, вопреки ожиданиям, *гипотеза 1.1.* о положительном эффекте стоимости бренда на рентабельность активов не была подтверждена. В трех спецификациях стоимость бренда оказалась незначима, однако в остальных моделях наблюдается отрицательный значимый коэффициент. Данный результат вступает в противоречие с работами авторов предыдущих исследований. Так, в работе А. Krasnikov, S. Mishra, D. Orozco [12] было обнаружено положительное влияние бренда на ROA. Возможно, это связано с используемым методом измерения бренда, так как в указанном исследовании в качестве прокси к бренду использовались торговые марки, а не оценки стоимости бренда, предоставляемые консалтинговым агентством.

Однако выдвинутая нами *гипотеза 2.1.* о положительном влиянии КСО на взаимосвязь между стоимостью бренда и таким финансовым результатом, как рентабельность активов, подтвердилась. Так, в трех спецификациях совместный эффект стоимости бренда и КСО оказался значим. Это говорит о том, что для компаний с разным уровнем КСО влияние стоимости бренда на рентабельность активов различно. Положительный значимый коэффициент свидетельствует о том, что при более высоком КСО наблюдается более сильная взаимосвязь между величиной капитала бренда и рентабельностью активов, в то время как при более низком уровне КСО наблюдается более слабая связь между брендом и обозначенным показателем, т.е. влияние стоимости бренда на рентабельность активов усиливается, если компания обладает более высоким уровнем социальной ответственности.

При анализе влияния КСО на рентабельность активов спецификация (1) свидетельствует о том,

что при увеличении значения КСО наблюдается рост рентабельности активов. В то же время в модели (5) было получено отрицательное влияние инициатив компании в рамках КСО на рентабельность активов. Такой эффект может быть объяснен с позиции того, что компании тратят дополнительные средства на реализацию таких инициатив. Стоит отметить, что наблюдаемая неопределенность во влиянии уровня социальной ответственности компании на рентабельность активов соотносится с выводами предыдущих исследований. Причиной этому может послужить отсутствие исчерпывающей меры оценки деятельности компаний в области КСО.

В регрессионные модели был также включен ряд контрольных переменных, к которым не сводится фокус данного исследования, однако влияние которых следует принимать во внимание исходя из мнения многих исследователей по рассматриваемой проблеме. Как и ожидалось, с ростом вложений компании в рекламу наблюдается увеличение ROA. При повышении отношения общих коммерческих и административных расходов к совокупным активам на 1 ед. в среднем и при прочих равных рентабельность активов компании растет примерно на 6%. Такие же результаты были получены в предыдущих исследованиях [6, 39].

Влияние лeverиджа, который был включен в регрессии как показатель риска, свидетельствует об отрицательном эффекте роста финансового рычага на рентабельность активов компании. Так, при 1%-ном увеличении отношения совокупных обязательств к собственному капиталу ROA снижается в среднем на 0,21%. Можно сказать, что такой результат был также ожидаем и соответствует здравому смыслу. Несмотря на то что заемное финансирование стоит для компаний дешевле нежели собственное, рост финансового рычага приводит к тому, что структура капитала компании становится более рискованной, что негативно влияет на рентабельность активов.

Во всех спецификациях наблюдается положительное влияние производительности работников на ROA. Повышение отношения выручки к численности сотрудников на 1 ед. в среднем и при прочих равных приводит к увеличению рентабельности активов на 0,59%. Авторами исследований в релевантной литературе было также получено положительное влияние данного параметра на финансовые результаты [23].

Еще одной контрольной переменной, оказывающей положительное влияние на рентабельность активов, выступило значение ROA в прошлом периоде. Так, при росте прошлого показателя на 1 ед. текущий показатель ROA в среднем вырастет при-

мерно на 26%. Данный эффект соотносится с выводами исследователей о том, что текущие значения финансовых показателей компании сильно зависят от прошлых [38].

*Модель В. «Рентабельность собственного капитала»*

Нами было рассмотрено пять спецификаций модели, результаты представлены в *табл. 4*: (1) — сквозная регрессия, (2) и (3) являются линейно-логарифмическими, причем в спецификации (2) объясняющими переменными выступают все предикторы модели (3), кроме эффекта взаимодействия, что позволит оценить вклад совместного эффекта в объяснение дисперсии зависимой переменной. В качестве экзогенной переменной в спецификациях (1), (2) и (3) выступает рентабельность собственного капитала, в спецификациях (4) и (5) — логарифм ROE, причем спецификация (5) — полностью логарифмическая.

Все полученные регрессионные модели, кроме первой, представляют собой модели с фиксированными эффектами, целесообразность использования которых проверена тестом Хаусмана. Построенные модели были оценены при помощи МНК.

В соответствии с результатами (*табл. 4*) можно утверждать, что все построенные модели значимы, кроме того, в спецификациях сохраняются знаки перед оценками коэффициентов, что свидетельствует о качестве построенных моделей. Среди спецификаций лучший результат по значению коэффициента детерминации, как и в случае с регрессиями с зависимой переменной ROA, демонстрирует модель сквозной регрессии: в ней доля объясненной дисперсии зависимой переменной соответствует 77%. Тем не менее с учетом того, что данная модель не принимает во внимание наличие индивидуальных различий между компаниями, сравним качество остальных моделей. Так, дисперсия зависимой переменной лучше всего объясняется моделью (5), при этом в остальных моделях объясненная доля дисперсии примерно равна 26%.

Выдвинутая нами *гипотеза 1.2.* о влиянии стоимости бренда на рентабельность собственного капитала подтвердилась. Стоимость бренда оказывает положительный эффект на ROE — такой результат наблюдается в четырех спецификациях: при увеличении стоимости бренда на 1% в среднем и при прочих равных ROE повышается на 0,82%.

Вопреки ожиданиям, *гипотеза 2.2* о том, что значение КСО усиливает взаимосвязь между стоимостью бренда и таким финансовым результатом, как рентабельность собственного капитала, не была подтверждена. Совместный эффект стоимости

бренда и КСО оказался незначим во всех спецификациях, т.е. влияние стоимости бренда на ROE одинаково для компаний с разным уровнем КСО, уровень социальной ответственности компании как не усиливает, так и не ослабляет влияние бренда на рентабельность собственного капитала.

В трех спецификациях подтверждается положительное влияние КСО на ROE: при росте балла ESG на 1 ед. ROE в среднем растет на 0,0047 ед.

Анализ контрольных переменных показал, что, как и в случае с ROA, расходы на рекламу положительно влияют на рентабельность собственного капитала. При повышении отношения общих коммерческих и административных расходов к совокупным активам на 1 ед. в среднем и при прочих равных ROE увеличивается примерно на 0,28 ед. Кроме этого, наблюдается положительное влияние финансового рычага на ROE. Помимо этого, выявлено значимое влияние размера фирмы, прокси к которому выступает балансовая стоимость капитала, на ROE. Так, отрицательный коэффициент говорит о том, что с увеличением размера фирмы рентабельность собственного капитала снижается, этот результат подтверждается во всех спецификациях.

*Модель С. «Рыночная капитализация».*

Нами было рассмотрено четыре спецификации модели, результаты представлены в *табл. 5*: (1) — линейно-логарифмическая модель, сквозная регрессия, (2) — линейно-логарифмическая модель с фиксированными индивидуальными эффектами. Спецификации (2), (3) и (4) — это модели с фиксированными индивидуальными эффектами, при этом зависимая переменная в моделях (3) и (4) — логарифм рыночной капитализации, спецификация модели (4) — полностью логарифмическая. Все построенные модели были также оценены при помощи МНК.

Согласно результатам оценки моделей (*табл. 5*) все представленные спецификации значимы. Коэффициент детерминации показывает, что лучшей является спецификация модели (2): она объясняет наиболее высокую долю дисперсии зависимой переменной — 75%. В моделях (1), (3) и (4) данный показатель соответствует 74,9, 34 и 57% соответственно. Заметим также, что знаки перед оценками коэффициентов в моделях преимущественно сохраняются при переходе от одной спецификации к другой, что говорит о качестве построенных моделей.

Подтвердилась *гипотеза 1.3.* о положительном влиянии стоимости бренда на рыночную капитализацию. Такой эффект обнаружен в двух спецификациях. Так, при росте стоимости бренда на 1% капитализация компании повышается на 0,58%

Таблица 4 / Table 4

**Регрессионные модели с зависимой переменной рентабельности собственного капитала /  
Regression models with dependent variable of return on equity**

Регрессоры / Regressors	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Стоимость бренда		0,0000027***	0,0000069**	0,000014**	
Логарифм стоимости бренда					0,82356**
КСО		0,00395***	0,0047***	0,01398***	
Логарифм КСО					
Эффект взаимодействия стоимости бренда и КСО					
Эффект взаимодействия стоимости бренда и КСО (логарифм)					
Логарифм балансовой стоимости капитала	-0,02668***	-0,10528***	-0,10695***	-0,25655***	-0,57920***
Логарифм числа сотрудников					
Логарифм выручки от продаж					
Отрасль		-0,07954***	-0,08060***		
Финансовый рычаг	0,01415***	0,07850***	0,07969***	0,13062***	
Логарифм финансового рычага					0,58834***
Отношение общих коммерческих и управленческих расходов к совокупным активам		0,28448***	0,28670***	0,82397***	
Логарифм отношения общих коммерческих и управленческих расходов к совокупным активам					
Отношение выручки к количеству сотрудников					
Логарифм отношения выручки к количеству сотрудников					0,17688***
Прошрое значение ROE	0,81624***				
Прошрое значение ROE (логарифм)					
Константа	0,28187***				
$prob(F - stat.)$	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
$R^2$	0,7697	0,2628	0,2663	0,2623	0,3631
Количество наблюдений	463	506	506	505	505

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Примечание / Note: \*\*\*, \*\*, \* – значимость на уровнях 1, 5 и 10% соответственно. В таблице представлены только значимые переменные. Использованы стандартные ошибки в форме Ньюи-Уэста (являются состоятельными к наблюдающейся в представленных моделях гетероскедастичности и автокорреляции). Полученные в моделях оценки характеризуются несмещенностью, состоятельностью и неэффективностью / \*\*\*, \*\*, \* – significance at the 1, 5 and 10% level respectively. The table presents only significant variables. Newey-West standard error correction for estimates was conducted to get heteroskedasticity and autocorrelation consistent estimators. The obtained estimates are unbiased, consistent and inefficient.

**Регрессионные модели с зависимой переменной рыночной капитализации /  
Regression models with a market cap dependent variable**

Регрессоры / Regressors	(1)	(2)	(3)	(4)
Стоимость бренда			0,00001*	
Логарифм стоимости бренда				0,58205*
КСО			0,00494**	
Логарифм КСО				
Эффект взаимодействия стоимости бренда и КСО	0,03953***	0,03554***		
Эффект взаимодействия стоимости бренда и КСО (логарифм)				
Логарифм балансовой стоимости капитала	35 799,75***	36 213,85***		0,45181***
Логарифм числа сотрудников				
Логарифм выручки от продаж			0,40010***	
Отрасль				
Финансовый рычаг	-15 980,70***	-16 777,81***	-0,03111**	
Логарифм финансового рычага				-0,18247***
Отношение общих коммерческих и управленческих расходов к совокупным активам	107 204,37***	120 819,64***	-0,94222**	
Логарифм отношения общих коммерческих и управленческих расходов к совокупным активам				0,09935*
Отношение выручки к количеству сотрудников	69 598,40***	65 591,03***		
Логарифм отношения выручки к количеству сотрудников				
Константа	-353 986,15***			
$prob(F - stat.)$	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
$R^2$	0,7498	0,7508	0,3405	0,5717
Количество наблюдений	641	641	643	643

Источник / Source: составлено авторами / compiled by the authors.

Примечание / Note: \*\*\*, \*\*, \* – значимость на уровнях 1, 5 и 10% соответственно. В таблице представлены только значимые переменные. Использованы стандартные ошибки в форме Ньюи-Уэста (являются состоятельными к наблюдающейся в представленных моделях гетероскедастичности и автокорреляции). Полученные в моделях оценки характеризуются несмещенностью, состоятельностью и неэффективностью / \*\*\*, \*\*, \* – significance at the 1, 5 and 10% level respectively. The table presents only significant variables. Newey-West standard error correction for estimates was conducted to get heteroskedasticity and autocorrelation consistent estimators. The obtained estimates are unbiased, consistent and inefficient.

в среднем и при прочих равных. Отсюда следует, что инвестиции компании в развитие бренда, способствующие росту капитала бренда, приводят к повышению рыночной стоимости компании, а это, в свою очередь, влечет за собой привлечение множества потенциальных инвесторов, а значит, происходит увеличение притока капитала в компанию.

Можно утверждать, что гипотеза 2.3. о положительном влиянии КСО на взаимосвязь между стоимостью бренда и таким рыночным показателем, как капитализация, подтвердилась: в двух моделях наблюдается значимый совместный эффект. Положительный коэффициент свидетельствует о том, что при более высоком уровне социальной ответственности компании наблюдается более сильная взаимосвязь между брендом и рыночной капитализацией, в то время как при более низком уровне КСО наблюдается более слабая связь между брендом и обозначенным показателем. Таким образом, влияние стоимости бренда на рыночную капитализацию усиливается, если компания характеризуется высоким уровнем социально ответственного и этического поведения.

Анализ контрольных переменных показал, что при увеличении такой детерминанты, как расходы на рекламу, происходит рост рыночной капитализации (наблюдается во всех четырех спецификациях). Также во всех спецификациях обнаружено отрицательное влияние леввериджа на рыночную капитализацию, это вполне логично, поскольку при росте финансового рычага структура капитала компании становится более рискованной, а следовательно, может негативно отразиться на интересе потенциальных инвесторов к компании, тем самым приводя к снижению ее рыночной капитализации. Переменная, отражающая размер компании, оказывает положительное влияние на рыночную капитализацию: это объясняется тем, что при увеличении размера фирмы растет узнаваемость компании на рынке, что приводит к осведомленности потенциальных инвесторов и повышению интереса с их стороны по отношению к данной компании и в конечном счете — к росту рыночной капитализации.

Таким образом, в целом можно утверждать, что полученные в ходе нашего исследования результаты являются релевантными: знаки перед оценками коэффициентов не противоречат здравому смыслу и соотносятся с выводами исследователей. Более того, учитывая, что значимость оценок параметров не теряется, а знаки в оцененных моделях не меняются при переходе от одной спецификации к другой, можно говорить как об устойчивости выявленных эффектов, так и судить о качестве протестированных регрессий.

## ОГРАНИЧЕНИЯ И БУДУЩЕЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Наше исследование не является исключением и имеет ряд ограничений:

- ввиду того, что агентство Interbrand оценивает только самые дорогие бренды, сформированная для проведения исследования выборка характеризуется смещенностью относительно дорогих компаний. Следовательно, фокус настоящего исследования сведен исключительно к крупным корпорациям, которые уделяют своим брендам особое внимание и вкладывают значительное количество средств в их поддержание и развитие. Исходя из этого, становится невозможным распространение выявленных эффектов на генеральную совокупность, а при проведении исследований на выборках, включающих более разнородные компании, могут быть обнаружены иные связи между брендом, КСО и результатами деятельности компаний;
- консалтинговыми агентствами зачастую по отдельности оценивается стоимость нескольких разных брендов, которые принадлежат одной и той же компании, однако для построения модели можно использовать финансовые результаты лишь одной компании, несмотря на то, что предполагается, что при оценке стоимости бренда консалтинговые агентства учитывают показатели по всем компаниям, к которым относится оцениваемый бренд;
- существует ограничение, связанное с переменной, отражающей деятельность компании в области КСО: на сегодняшний день инициативы компании в области КСО оцениваются лишь исходя из степени раскрытия компанией информации по этой деятельности ввиду отсутствия инструмента для оценки качества этих практик, поэтому при помощи данной переменной можно лишь оценить степень раскрытия компанией информации по этой деятельности, а не действительный уровень социальной ответственности и этичности компании;
- полученные результаты также не представляется возможным распространить на генеральную совокупность ввиду того, что рассматриваются компании лишь одной страны;
- кроме этого, заметим, что часть исследователей говорит о лагированном влиянии брендинга на финансовые результаты. По аналогии с правами интеллектуальной собственности, расходами на рекламу и НИОКР, действиям, в том числе и через КСО, по созданию бренда требуется некоторое время, чтобы повлиять на результаты деятельности компании.



## ВЫВОДЫ

Утверждения о том, что компании с деятельностью в области КСО, имеют некоторые преимущества уже широко распространены как в деловой прессе, так и в части эмпирических исследований. Европейский союз официально признал существование концепции КСО в корпоративном управлении.

Теоретический вклад данного исследования состоит в том, что в отличие от большинства предыдущих исследований, в которых основное внимание уделялось прямому влиянию КСО на финансовые показатели компании, мы предполагаем наличие также косвенных связей. Более того, в проведенных ранее исследованиях авторами были получены разнящиеся результаты, что свидетельствует о том, что на данный момент нет единого мнения относительно эффекта КСО. Наш основной аргумент заключается в том, что КСО компании позволяет увеличивать стоимость бренда, который, в свою очередь, оказывает влияние на улучшение финансовых показателей.

Выявленные в ходе нашего исследования эффекты отчасти подтверждают выдвинутые гипотезы и служат доказательством наличия эффекта КСО на взаимосвязь между стоимостью бренда и финансовыми результатами. Так, подтверждена гипотеза о том, что у компаний с более высоким уровнем КСО наблюдается более сильная взаимо-

связь между стоимостью бренда и рентабельностью активов, т.е. положительная взаимосвязь между стоимостью бренда и ROA усиливается при больших инициативах компаний в области КСО. Также выявлено, что взаимосвязь между стоимостью бренда и рыночной капитализацией компании усиливается, когда компания, в том числе, инвестирует в КСО.

Результаты нашего исследования могут стать ценной информацией для специалистов по маркетингу, собственников, топ-менеджмента компаний и инвесторов, а также использоваться в учебном процессе. Обнаруженные в ходе проведения исследования эффекты могут послужить доказательством важности инвестирования в бренд и участия компаний в инициативах в рамках КСО в силу их значимого влияния на финансовые показатели компаний. Компании могут использовать инициативы в области КСО как инструмент для управления взаимоотношениями с ключевыми заинтересованными сторонами, а также как общественно необходимые и полезные инициативы в целом для компании.

Кроме того, поскольку роль корпоративной социальной ответственности становится все более значимой, а выполнение компанией определенной общественной функции может поощряться со стороны государства, то материалы исследования могут быть использованы органами государственной власти для стимулирования социальной ответственности бизнеса.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCE

1. McWilliams A., Siegel D. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *The Academy of Management Review*. 2001;26(1):117–127. DOI: 10.5465/AMR.2001.4011987
2. Stiglitz J. Key challenges facing modern finance: Making the financial sector serve society. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*. 2020;24(2):6–21. DOI: 10.26794/2587–5671–2020–24–2–6–21
3. Barney J., Wright M., Ketchen D. J. The resource-based view of the firm: Ten years after 1991. *Journal of Management*. 2001;27(6):625–641. DOI: 10.1177/014920630102700601
4. Ailawadi K. L., Lehmann D. R., Neslin S. A. Revenue premium as an outcome measure of brand equity. *Journal of Marketing*. 2003;67(4):1–17. DOI: 10.1509/jmkg.67.4.1.18688
5. Aaker D. A. *Managing brand equity*. New York: The Free Press; 1991. 299 p.
6. Wang H.-M. D., Sengupta S. Stakeholder relationships, brand equity, firm performance: A resource-based perspective. *Journal of Business Research*. 2016;69(12):5561–5568. DOI: 10.1016/j.jbusres.2016.05.009
7. Simon C. J., Sullivan M. W. The measurement and determinants of brand equity: A financial approach. *Marketing Science*. 1993;12(1):28–52. DOI: 10.1287/mksc.12.1.28
8. Aaker D. A., Jacobson R. The financial information content of perceived quality. *Journal of Marketing Research*. 1994;31(2):191–201. DOI: 10.2307/3152193
9. Kerin R. A., Sethuraman R. Exploring the brand value–shareholder value nexus for consumer goods companies. *Journal of the Academy of Marketing Science*. 1998;26(4):260–273. DOI: 10.1177/0092070398264001
10. Barth M. E., Clement M. B., Foster G., Kasznik R. Brand values and capital market valuation. *Review of Accounting Studies*. 1998;3(1/2):41–68. DOI: 10.1023/A:1009620132177
11. Madden T. J., Fehle F., Fournier S. Brands matter: An empirical demonstration of the creation of shareholder value through branding. *Journal of the Academy of Marketing Science*. 2006;34(2):224–235. DOI: 10.1177/0092070305283356

12. Krasnikov A., Mishra S., Orozco D. Evaluating the financial impact of branding using trademarks: A framework and empirical evidence. *Journal of Marketing*. 2009;73(6):154–166. DOI: 10.1509%2Fjmk-kg.73.6.154
13. Verbeeten F.H.M., Vijn P. Are brand-equity measures associated with business-unit financial performance? Empirical evidence from the Netherlands. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 2010;25(4):645–671. DOI: 10.1177/0148558X1002500408
14. Agostini L., Filippini R., Nosella A. Brand-building efforts and their association with SME sales performance. *Journal of Small Business Management*. 2015;53(S 1):161–173. DOI: 10.1111/jsbm.12185
15. Gromark J., Melin F. The underlying dimensions of brand orientation and its impact on financial performance. *Journal of Brand Management*. 2011;18(6):394–410. DOI: 10.1057/bm.2010.52
16. Morgan N.A., Slotegraaf R.J., Vorhies D.W. Linking marketing capabilities with profit growth. *International Journal of Research in Marketing*. 2009;26(4):284–293. DOI: 10.1016/j.ijresmar.2009.06.005
17. Margolis J.D., Elfenbein H.A., Walsh J.P. Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate, social and financial performance. 2007. URL: [https://www.academia.edu/750748/Does\\_it\\_pay\\_to\\_be\\_good\\_A\\_meta\\_analysis\\_and\\_redirection\\_of\\_research\\_on\\_the\\_relationship\\_between\\_corporate\\_social\\_and\\_financial\\_performance](https://www.academia.edu/750748/Does_it_pay_to_be_good_A_meta_analysis_and_redirection_of_research_on_the_relationship_between_corporate_social_and_financial_performance)
18. Flammer C. Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science*. 2015;61(11):2549–2568. DOI: 10.1287/mnsc.2014.2038
19. Barney J. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*. 1991;17(1):99–120. DOI: 10.1177/014920639101700108
20. Hart S.L. A natural-resource-based view of the firm. *The Academy of Management Review*. 1995;20(4):986–1014. DOI: 10.5465/amr.1995.9512280033
21. Porter M.E., Kramer M.R. Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*. 2006;84(12):78–92.
22. Wang D.H.-M., Chen P.-H., Yu T.H.-K., Hsiao C.-Y. The effects of corporate social responsibility on brand equity and firm performance. *Journal of Business Research*. 2015;68(11):2232–2236. DOI: 10.1016/j.jbusres.2015.06.003
23. Rahman M., Rodríguez-Serrano M.Á., Lambkin M. Brand equity and firm performance: the complementary role of corporate social responsibility. *Journal of Brand Management*. 2019;26(6):691–704. DOI: 10.1057/s41262-019-00155-9
24. Waddock S.A., Graves S.B. The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*. 1997;18(4):303–319. DOI: 10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4%3C303::AID-SMJ869%3E 3.0.CO;2-G
25. Simpson W.G., Kohers T. The link between corporate social and financial performance: Evidence from the banking industry. *Journal of Business Ethics*. 2002;35(2):97–109. DOI: 10.1023/A:1013082525900
26. Palmer H. J. Corporate social responsibility and financial performance: Does it pay to be good? CMC Senior Theses. Paper. 2012;(529). URL: [https://scholarship.claremont.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1502&context=cmc\\_theses#:~:text=Results%20also%20indicate%20that%20increased,a%20company%20with%20CSR%20initiatives](https://scholarship.claremont.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1502&context=cmc_theses#:~:text=Results%20also%20indicate%20that%20increased,a%20company%20with%20CSR%20initiatives)
27. Jamali D. A stakeholder approach to corporate social responsibility: A fresh perspective into theory and practice. *Journal of Business Ethics*. 2008;82(1):213–231. DOI: 10.1007/s10551-007-9572-4
28. Lamberti L., Lettieri E. CSR practices and corporate strategy: Evidence from a longitudinal case study. *Journal of Business Ethics*. 2009;87(2):153–168. DOI: 10.1007/s10551-008-9876-z
29. Giannarakis G. The determinants influencing the extent of CSR disclosure. *International Journal of Law and Management*. 2014;56(5):393–416. DOI: 10.1108/IJLMA-05-2013-0021
30. Dardour A., Husser J. Does it pay to disclose CSR information? Evidence from French companies. *Management International*. 2016;20(Spec. No.):94–108. URL: <https://www.erudit.org/fr/revues/mi/2016-v20-mi04839/1063708ar.pdf>
31. Roberts P.W., Dowling G.R. Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*. 2002;23(12):1077–1093. DOI: 10.1002/smj.274
32. Gherghina S.C., Simionescu L.N. Does entrepreneurship and corporate social responsibility act as catalyst towards firm performance and brand value? *International Journal of Economics and Finance*. 2015;7(4):23–34. DOI: 10.5539/ijef.v7n4p23

33. Erickson G., Jacobson R. Gaining comparative advantage through discretionary expenditures: The returns to R&D and advertising. *Management Science*. 1992;38(9):1264–1279. DOI: 10.1287/mnsc.38.9.1264
34. Griliches Z. Issues in assessing the contribution of research and development to productivity growth. *The Bell Journal of Economics*. 1979;10(1):92–116. DOI: 10.2307/3003321
35. Gooding R. Z., Wagner J. A. A meta-analytic review of the relationship between size and performance: The productivity and efficiency of organizations and their subunits. *Administrative Science Quarterly*. 1985;30(4):462–481. DOI: 10.2307/2392692
36. Miles G., Snow C. C., Sharfman M. P. Industry variety and performance. *Strategic Management Journal*. 1993;14(3):163–177. DOI: 10.1002/smj.4250140302
37. Ruf B. M., Muralidhar K., Brown R. M., Janney J. J., Paul K. An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of Business Ethics*. 2001;32(2):143–156. DOI: 10.1023/A:1010786912118
38. Shahzad A. M., Sharfman M. P. Corporate social performance and financial performance: Sample-selection issues. *Business & Society*. 2017;56(6):889–918. DOI: 10.1177/0007650315590399
39. Berman S. L., Wicks A. C., Kotha S., Jones T. M. Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *The Academy of Management Journal*. 1999;42(5):488–506. DOI: 10.5465/256972

### ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



**Наталья Юрьевна Жукова** — кандидат экономических наук, доцент Департамента экономики и финансов, Пермский филиал Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», Пермь, Россия  
**Natal'ya Yu. Zhukova** — Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof., Department of Economics and Finance, HSE University, Perm branch, Perm, Russia  
nuzhukova@hse.ru



**Айгун Элбурусовна Меликова** — магистр финансов, Пермский филиал Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», Пермь, Россия  
**Aigun E. Melikova** — Master of Finance, HSE University, Perm branch, Perm, Russia  
aigun\_melikova@mail.ru

Статья поступила в редакцию 28.08.2020; после рецензирования 11.09.2020; принята к публикации 07.12.2020.  
Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.  
The article was submitted on 28.08.2020; revised on 11.09.2020 and accepted for publication on 07.12.2020.  
The authors read and approved the final version of the manuscript.