

Для цитирования: Кельчевская Н. Р., Черненко И. М., Попова Е. В. Влияние корпоративной социальной ответственности на инвестиционную привлекательность российских компаний // Экономика региона. — 2017. — Т. 13, вып. 1. — С. 157-169

doi 10.17059/2017-1-15

УДК 330.34:658

Н. Р. Кельчевская^{а)}, И. М. Черненко^{а)}, Е. В. Попова^{б)}

^{а)} Уральский федеральный университет им. первого Президента России Б. Н. Ельцина (Екатеринбург, Российская Федерация; e-mail: i.m.chernenko@urfu.ru)

^{б)} Сургутский государственный университет (Сургут, Российская Федерация)

ВЛИЯНИЕ КОРПОРАТИВНОЙ СОЦИАЛЬНОЙ ОТВЕТСТВЕННОСТИ НА ИНВЕСТИЦИОННУЮ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ¹

Исследование влияния корпоративной социальной ответственности и экологической ответственности на экономическую результативность компаний в течение последних десятилетий показало, что реализация корпоративной социальной ответственности является одним из ключевых факторов создания ценности. Раскрытие информации о социальной политике является одним из важных направлений корпоративной социальной ответственности и способствует снижению информационной асимметрии, а также повышает репутацию компании, снижая неопределенность и риски при оценке внутренней среды. Авторы данного исследования показывают, что раскрытие информации о корпоративной социальной ответственности способно повысить инвестиционную привлекательность компаний и снизить стоимость акционерного капитала. Российская промышленность за последнее десятилетие накопила значительный положительный опыт в области поддержания и позиционирования технологий корпоративной социальной ответственности, который еще только предстоит оценить. В данной статье на примере 18 компаний в период с 2004 г. по 2014 г. с помощью эконометрического моделирования исследуются экономические эффекты влияния раскрытия информации о корпоративной социальной ответственности на стоимость акционерного капитала компаний как одного из ключевых индикаторов инвестиционной привлекательности. В исследовании применен контент-анализ отчетов для анализа раскрытия информации об обучении сотрудников, социальной политике, благотворительности и экологической ответственности. В отличие от зарубежных исследований, полученные результаты говорят скорее об умеренном влиянии раскрытия информации на стоимость акционерного капитала. Кроме того, выявлено, что различные направления раскрытия оказывают различное влияние на инвестиционную привлекательность компаний. Полученные авторами результаты позволили сформулировать практические рекомендации для менеджмента металлургических и нефтегазовых российских компаний для повышения их инвестиционной привлекательности, в частности рекомендовано делать обоснованный выбор направлений раскрытия информации о корпоративной социальной ответственности. Исследование является уникальным для российской практики оценки эффективности корпоративной социальной ответственности, поскольку основано на выборке крупнейших промышленных предприятий.

Ключевые слова: корпоративная социальная ответственность, раскрытие информации, стоимость акционерного капитала, инвестиционная привлекательность, металлургия, нефтегазовая отрасль, промышленность.

Введение

Промышленные предприятия как ключевые субъекты корпоративной социальной ответственности (КСО) играют важную роль в обеспечении социальной и экологической безопасности в российской экономике, где индустриальные ценности остаются перво-

степенными. В национальной промышленности на протяжении последних десятилетий доминируют нефтегазовый и металлургический секторы, обеспечивающие значительное количество рабочих мест и, таким образом, определяющие социально-экономический климат в большинстве российских регионов. Хотя отдельные элементы КСО прослеживались в моделях функционирования предприятий в период плановой экономики, многие авторы правомерно считают ее исключительно

¹ © Кельчевская Н. Р., Черненко И. М., Попова Е. В. Текст. 2017.

западным феноменом, обусловленным необходимостью повышения прозрачности ведения бизнеса и оценки экологической эффективности, а также следования высоким этическим ценностям [1]. В отличие от многих англо-американских моделей организации и развития бизнес-процессов предприятий, в России, как и в других странах с транзитивной экономикой, элементы КСО внедряются в практику корпоративного менеджмента относительно недавно, и их влияние на промышленный бизнес остается мало изученным [2–4]. Между тем, крупные промышленные предприятия в значительной степени определяют перспективы социально-экономического развития отдельных российских регионов. Часть исследователей также полагает, что в связи с низким уровнем развития институциональной среды, обеспечивающей социальные гарантии, будущее национальной экономики также определяется успехом отношений крупного промышленного бизнеса и локального сообщества [5].

Значительная часть современных исследований КСО посвящена изучению финансово-экономических и экологических эффектов, которые оказывают принципы социально ответственного поведения на деятельность компаний. Субъекты корпоративного управления заинтересованы, прежде всего, в том, чтобы каждое из направлений деятельности было бы целесообразным с финансовой точки зрения, и каждый из получаемых эффектов мог быть рационально подтвержден. Однако начиная с 1980-х гг. и по настоящее время эмпирические исследования не предоставили однозначных доказательств прямого положительного или отрицательного влияния практик применения принципов КСО на экономическую эффективность компаний [1, 6, 7]. Периодически публикуемая компаниями социальная отчетность, как правило, отражает основные принципы и инструменты КСО, которые используют компании для повышения социальной эффективности, именно поэтому информация, содержащаяся в отчетах, позволяет судить об уровне социальной ответственности компаний и применяемых на практике технологий управления КСО. В данной статье на примере 18 крупнейших российских публичных компаний мы исследуем эффекты раскрытия отдельных аспектов КСО на стоимость акционерного капитала компаний и, следовательно, на уровень их инвестиционной привлекательности.

Влияние раскрытия корпоративной социальной ответственности на внешнюю среду

Исследования в области социальной отчетности как отдельного направления, раскрывающего ключевую информацию о воздействии на внутреннюю и внешнюю социальную среду, активизировались во второй половине 1980-х гг. [8]. Они выделились от исследований в области бухгалтерского и управленческого учета, где отчетность по КСО рассматривалась как дополнение к финансовой информации. Современная теория предполагает, что отчетность по КСО является частью информационного пространства, составляющего основу социального диалога между предприятием и сообществом [9]. В период 1980-х гг. не существовало систематического представления об информации, которую необходимо включать в социальную отчетность, и тех видах деятельности, информацию о которых необходимо раскрывать для получения общественной аккредитации.

В 1990-е гг. по всему миру был зарегистрирован значительный всплеск активности раскрытия информации о деятельности компаний, тогда же появились новые направления раскрытия отчетности (в особенности в области экологии и обучения сотрудников), усилилась тенденция унификации отчетов в рамках отдельных отраслей [9, 10]. Если судить по данным РСПП, в отечественных условиях подобный подъем наблюдался десятилетием позднее, то есть в середине 2000-х гг. В этот период крупнейшие промышленные холдинги в России продолжили аккумулировать капитал, в связи с этим расширились и границы ответственности предприятий, теперь круг стейкхолдеров включал не только акционеров, но и работников компаний и других жителей регионов [2, 5]. На протяжении более чем 10 последних лет в развитых странах продолжается тенденция по трансформации отчетности, публикуемой компаниями, однако только немногие российские предприятия публикуют отчеты на постоянной основе, поскольку целесообразность данной деятельности не всегда очевидна. Эмпирически важным аспектом является определение взаимосвязи между информацией, публикуемой в отчетах, и эффектами, возникающими как следствие формирования отчетности.

С теоретической точки зрения более полное раскрытие информации о корпоративной социальной ответственности служит мощным сигналом для внешней среды и способ-

ствуется снижению информационной асимметрии между различными группами внешних и внутренних стейкхолдеров [11]. С одной стороны, компании, раскрывающие ключевую информацию о КСО, не только обеспечивают себе лучший доступ к капиталу, влияя на потенциальных инвесторов, но и снижают возможные риски инвестирования, делая модели функционирования бизнеса более прозрачными [10]. Таким образом, раскрытие информации публичными компаниями оказывает существенное влияние на решения инвесторов и судить об их экономической эффективности, устойчивости развития и инвестиционной привлекательности.

Изучение социальной отчетности в нашей работе позволяет решить сразу две исследовательские задачи: во-первых, социальная отчетность свидетельствует о наличии отдельных социальных программ на предприятии и способна сформировать представление об основных технологиях КСО, во-вторых, отчетность позволяет судить о характере позиционирования основных направлений и уровне социальной активности компании по отдельным направлениям. Последнее представляет наибольший интерес, поскольку дает нам возможность качественной оценки социальной активности. Таким образом, оценка раскрываемой информации может также служить для определения уровня развития локальных систем социальной ответственности на предприятиях. В исследовании мы будем предполагать, что предприятия объективно и точно отражают информацию об актуальных программах КСО и стремятся ее донести до всех категорий стейкхолдеров, в особенности до потенциальных инвесторов.

Корпоративная социальная ответственность и стоимость акционерного капитала

Изучение внешних экономических эффектов реализации программ КСО и раскрытия информации о социально ответственном поведении стало одним из существенных направлений в современных эмпирических исследованиях по корпоративному управлению [1, 7, 12–16]. Как правило, существует ряд значимых эффектов реализации программ КСО, многие из них связаны с рыночной стоимостью компаний и стоимостью их акционерного капитала [17–24]. Стоимость акционерного капитала (K_a) — это та минимальная норма доходности, которую требуют инвесторы при рассмотрении возможности вложения капитала в ту или

иную компанию, иными словами, это та норма дисконта, которую используют инвесторы для приведения потоков будущих доходов к единому периоду времени [25]. Поскольку предприятия стремятся рационально снизить затраты на привлечение капитала, обеспечив себе доступ к дешевым финансовым ресурсам, то снижение стоимости акционерного капитала будет иметь положительный экономический эффект, стимулируя инвестиционную активность потенциальных акционеров.

Ряд исследований отмечает устойчивую положительную взаимосвязь между финансовыми индикаторами, стоимостью акционерного капитала и уровнем раскрытия информации о КСО или социальной результативностью в целом. Авторы статьи [13] полагают, что фокус эффективной деятельности компаний смещается от акционеров в сторону стейкхолдеров, а компании, выбывающие из рейтингов КСО, испытывают значительные финансовые трудности, у них наблюдается снижение конкурентоспособности. Таким образом, все виды активности, связанные с поддержанием и позиционированием КСО, как правило, направлены на формирование ценности внутри организации [26]. В свою очередь, Као с соавторами доказывает прямое влияние репутации на стоимость капитала и инвестиционную привлекательность [23]. Эль Гуль с соавторами на примере 12 915 американских компаний, рассмотренных в период с 1992 г. по 2007 г., доказывают, что для компаний, активно занимающихся КСО, наблюдается устойчивое снижение стоимости акционерного капитала [17]. Ряд авторов также находят свидетельство положительного влияния инвестиционной политики в области КСО на восприятие компании сторонними инвесторами и снижение стоимости капитала [20, 21]. Важным аспектом раскрытия сведений о КСО является снижение недиверсифицируемых рисков неопределенности, а также стоимости мониторинга деятельности компании для потенциального размещения капитала в ее активах [19].

Существенной проблемой, актуальной для изучения, становится то, что различные направления раскрываемой информации о КСО неоднозначно влияют на стоимость акционерного капитала [25]. Поэтому в данном исследовании необходимо рассмотреть отдельные направления раскрытия, касающиеся как внутренней среды (социальная политика в отношении сотрудников компании), так и внешней среды (благотворительность и участие в жизни местного сообщества, экологическая поли-



Рис. Схема построения основной гипотезы 1 (Н1) для предприятий А и В

тика). Таким образом, гипотезы исследования будут сформулированы следующим образом:

Гипотеза 1 (основная). Наряду с оцениваемыми инвесторами индикаторами конкурентоспособности, специфическими для каждой из отраслей промышленности (например, уровень исчерпания сырьевой базы для горнодобывающей и нефтегазовой промышленности, информация о качестве корпоративного управления и др.), на снижение инвестиционных рисков и, следовательно, на снижение стоимости акционерного капитала также влияет уровень раскрытия информации о социальной ответственности (рис.).

В данном случае по отношению к гипотезе 1 мы принимаем следующие допущения для моделирования:

— для промышленных предприятий ведущую роль будет играть социальная отчетность, наряду со сведениями о динамике изменения состояния интеллектуального потенциала;

— социальная отчетность является важнейшим источником нефинансовой информации, позволяющим внешним стейкхолдерам оценить уровень социальной ответственности предприятия по различным качественным и количественным параметрам;

— степень раскрытия информации в социальной отчетности определяется декларированием направлений и показателей социальных вложений и упоминанием отдельных фактов реализации программ социальной ответственности в течение отчетного периода.

Естественно, что на показатель стоимости капитала влияет значительное количество факторов, многие из которых едва ли поддаются количественной оценке. Поэтому в данном случае помимо целевых индикаторов КСО,

мы рассмотрим влияние ряда факторов, которые связаны с внутренней средой (размер компании, финансовое положение, социальная ответственность) и внешней средой (коэффициент Тобина). Одним из значимых факторов внутренней среды является финансовая устойчивость предприятия, которая может быть отражена за счет ряда финансовых индикаторов [18, 21]. Одним из общепринятых индикаторов является отношение заемного капитала к общей стоимости активов компании, или общий уровень заемного капитала.

Гипотеза 2. Стоимость акционерного капитала положительно связана с уровнем заемного капитала в общей балансовой стоимости активов, поскольку показатель уровня заемных средств напрямую отражает уровень инвестиционного риска.

Коэффициент Тобина, или отношение рыночной стоимости активов компании к их балансовой стоимости воспринимается многими исследователями как способ оценки интеллектуального капитала компании, поэтому дает дополнительный сигнал для инвесторов о высоком качестве инновационных бизнес-процессов в организации [17]. Кроме того, с финансовой точки зрения он свидетельствует о высокой оценке активов другими участниками рынка и, следовательно, об инвестиционной привлекательности хозяйствующего субъекта.

Гипотеза 3. Стоимость акционерного капитала отрицательно связана с коэффициентом Тобина, который отражает потенциал финансового роста компании в ближайшей перспективе (коэффициент Тобина рассчитан как отношение рыночной стоимости активов к балансовой стоимости капитала компании за определенный период). Иными словами, чем

больше рыночная стоимость компании по сравнению с балансовой стоимостью активов, тем больше вероятность, что инвесторы будут готовы принять дополнительные риски и разместить свой капитал в виде инвестиций в данное предприятие.

Ввиду особенностей развития российской экономики ряд отраслей промышленности обладает заведомо большей инвестиционной привлекательностью, поскольку риски вложения в данные предприятия снижены за счет ряда внешних факторов. К таким факторам можно отнести, прежде всего, экспортную направленность и независимость от нестабильности внутренних рынков.

Гипотеза 4. Стоимость акционерного капитала для отраслей, обладающих высокой инвестиционной привлекательностью, ввиду сложившихся особенностей развития национальной экономики будет ниже, чем у отраслей с более низкой инвестиционной привлекательностью (контрольная переменная). В данном случае имеется в виду, что наибольшей инвестиционной привлекательностью обладают, прежде всего, компании нефтегазового сектора и металлургические предприятия.

Методика исследования

В целях оценки достоверности гипотез была предложена линейная регрессионная модель, включающая количественные и качественные переменные в следующем виде:

$$K_{an} = a_0 + a_1 I_{\text{вн}(n-1)} + a_2 I_{\text{лок}(n-1)} + a_3 I_{\text{экол}(n-1)} + a_4 K_{Tn} + a_5 \ln A_n + a_6 L_n + \sum b_i S_{i,n}, \quad (1)$$

где K_{an} — стоимость акционерного капитала в рассматриваемом году n , доли единицы; a_i , b_i — коэффициенты регрессии для количественных и качественных переменных, доли единицы; $I_{\text{вн}(n-1)}$, $I_{\text{лок}(n-1)}$, $I_{\text{экол}(n-1)}$ — количественная оценка степени раскрытия показателей внутренних программ социальной ответственности, взаимодействия с локальным сообществом и уровня экологической ответственности соответственно (индикаторы оцениваются согласно отчетности, опубликованной в предшествующем периоде для учета эффекта запаздывания осведомленности), если 1 — показатель раскрыт, 0 — показатель не раскрыт, в году $n-1$ (с учетом эффекта запаздывания информации); K_{Tn} — коэффициент Тобина, вычисленный как соотношение рыночной и балансовой стоимости активов рассматриваемых предприятий в рассматриваемом году n , доли единицы; $\ln A_n$ — логарифм балансовой стоимости активов, позволяющий судить о размере

предприятия в рассматриваемом году n ; L_n — отношение заемного капитала к балансовой стоимости активов в рассматриваемом году n , доли единицы; $S_{i,n}$ — отрасль промышленности (нефтегазовая, энергетическая и химическая, металлургическая) в рассматриваемом году n , качественная переменная.

Для проверки гипотез была использована лонгитюдная выборка, сформированная на основе открытых источников данных по 17 предприятиям из 4 отраслей промышленности, в качестве контрольного объекта в состав выборки была введена восемнадцатая компания ПАО «Аэрофлот — Российские авиалинии». Состав предприятий и используемые виды отчетности были приведены в таблице 1. В исследовании было использовано два источника информации — данные Московской биржи о торгах ценными бумагами исследуемых компаний и имеющиеся в общей доступности финансовые и нефинансовые отчеты, используемые в исследовании (данные были взяты с официальных сайтов рассматриваемых компаний. Общее количество наблюдений — 157).

Стоимость акционерного капитала K_a в уравнении (1) представляет собой минимальную норму доходности, требуемую потенциальными инвесторами при размещении капитала. Из общей теории инвестиций следует, что она должна учитывать оценку альтернативных вложений с минимальной (безрисковой) нормой доходности и надбавку за риск, связанную с инвестированием в конкретное предприятие. Чем выше данный показатель, тем больший риск приемлем для внешних инвесторов, но тем большую норму доходности по акциям необходимо обеспечить предприятию.

В исследованиях стоимости акционерного капитала компаний используется несколько альтернативных моделей, которые можно разделить на два больших класса [25, 27]. Первый класс моделей базируется на модели САРМ (*capital asset pricing model*), в которой используется оценка рисков, определяющих требуемую норму доходности на капитал при поиске альтернативных способов размещения инвестиций. Второй класс моделей основан на расчете внутренней нормы доходности, которая бы соответствовала уровню ожидаемой отдачи от инвестиций и была способна стать основой для оценки будущего потока платежей, получаемых от произведенных вложений. Модели второго класса используют показатели текущей стоимости акций и экспертные прогнозы в области оценки ожидаемой отдачи от инвестиций. В связи с тем, что модели второго класса

Периоды, для которых доступны данные, используемые в расчетах, и количество наблюдений, рассчитанное исходя из доступности данных

Компания и количество наблюдений, проведенных в ней	Период, в котором доступны социальные, годовые и экологические отчеты	Период, в котором были доступны данные Московской биржи для расчета бета-коэффициентов	Период, который взят для исследования
ПАО «ГМК «Норильский никель» (11)	2003–2014	2004–2015	2004–2014
ПАО «Полус Золото» (9)	2004–2009	2006–2015	2006–2014
ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (9)	2005–2015	2006–2015	2006–2014
ПАО «Северсталь» (10)	2004–2014	2005–2015	2005–2014
ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат» (9)	2005–2014	2006–2015	2006–2014
ПАО «Газпром» (15)	2002–2014	2000–2014	2000–2014
ПАО «Газпром нефть» (ОАО «Сибнефть») (10)	2003–2014	2005–2015	2005–2014
ПАО «ЛУКОЙЛ» (11)	2003–2012	2004–2015	2004–2014
ПАО «Татнефть» (11)	2005–2014	2004–2015	2004–2014
ПАО «НОВАТЭК» (10)	2005–2013	2005–2015	2005–2014
ПАО «Нефтяная компания «Роснефть» (9)	2006–2013	2006–2015	2006–2014
ПАО АНК «Башнефть» (3)	2009–2013	2012–2015	2012–2014
ПАО «Сургутнефтегаз» (4)	2011–2013	2004–2015	2011–2014
ПАО «ФСК ЕЭС» (7)	2007–2013	2008–2015	2008–2014
ПАО «ИНТЕР РАО ЕЭС» (7)	2011–2013	2008–2015	2008–2014
ПАО «Уралкалий» (7)	2008–2014	2008–2015	2008–2014
ПАО «ФосАгро» (4)	2011–2015	2011–2015	2011–2014
ПАО «Аэрофлот — Российские авиалинии» (11)	2004–2014	2004–2015	2004–2014

базируются на малодоступных и в большинстве случаев субъективных экспертных оценках, мы будем использовать модели первого класса. Таким образом, среди существующих способов оценки стоимости акционерного капитала была использована CAPM-модель:

$$Ka_i = R_i + \beta_i[E_R - R_i], \quad (2)$$

где R_i — безрисковая норма доходности для данного периода, определена как процент дохода по облигациям государственного займа; E_R — ожидаемая норма доходности для группы предприятий в течение рассматриваемого периода; $E_R - R_i$ — надбавка за риск для конкретного предприятия; β_i — бета-коэффициент, учитывающий недиверсифицируемый риск инвестиций в данное предприятие.

Коэффициент β_i оценивался как коэффициент при переменной в уравнении регрессии со свободной переменной следующего вида:

$$\delta M = \beta_0 + \beta_i \times \delta M_{Ai}, \quad (3)$$

где δM — суточное изменение индекса биржи, на котором торгуется ценная бумага (акция) данного предприятия; δM_{Ai} — суточное изменение стоимости акции предприятия в рассматриваемом периоде.

Следовательно, β_i может быть рассчитан как

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(\delta M, \delta M_A)}{\sigma_{\text{cp}}^2}, \quad (4)$$

где σ_{cp}^2 — дисперсия показателя доходности акций рассматриваемой группы предприятий. Данные для оценки показателей в уравнениях (3) и (4) были взяты из архивов торгов ММВБ на официальном сайте биржи, материалы для оценки финансовых коэффициентов в уравнении (1) были взяты из материалов отчетности, подготовленной предприятиями по стандартам МСФО.

Уровень раскрытия информации оценивался в баллах по следующей авторской методике. Направления социальной деятельности, раскрываемые в отчетности, были разделены на три укрупненных блока:

1. Раскрытие информации о внутренней социальной ответственности.

1. Обучение и развитие сотрудников (всего 4 балла).

1.1. Количество (доля) сотрудников, прошедших обучение (1 балл).

1.2. Инвестиции в обучение (1 балл).

1.3. Программы развития и обучения (по направлениям) (1 балл).

1.4. Программы инвестиций в капитал здоровья (1 балл).

2. Повышение привлекательности трудоустройства (всего 3 балла).

2.1. Жилищная политика, программы для сотрудников (1 балл).

2.2. Программы работы с молодежью на предприятии (1 балл).

2.3. Программы адаптации сотрудников (1 балл)

II. Раскрытие информации о взаимодействии с локальным сообществом.

3. Благотворительность и внешние социальные инвестиции (всего 3 балла).

3.1. Направления инвестиций (1 балл).

3.2. Объем благотворительности (1 балл).

3.3. Оценка влияния на локальные сообщества, социальная результативность (1 балл).

4. Использование лучшего опыта в отрасли или смежных отраслях (1 балл).

5. Декларирование собственного опыта (1 балл).

6. Раскрытие социальной политики и инструментов социальной ответственности (1 балл).

III. Раскрытие информации о социальной ответственности.

7. Оценка влияния на окружающую среду (например, объем выбросов) (1 балл).

8. Оценка перспектив развития окружающей среды (1 балл).

9. Объем инвестиций в природоохранные мероприятия (1 балл).

Всего методика позволяет оценить 16 индикаторов по 16 баллам. В модели используется относительный показатель оценки, рассчитываемый по формуле:

Таблица 2

Ключевые слова, используемые для проведения контент-анализа социальной, годовой и экологической отчетности (составлено авторами)

Индикатор раскрытия	Ключевые слова, примечания
1.1. Доля сотрудников прошедших обучение	[Обуч]ение сотрудников, доля обученных, прошли обучение
1.2. Инвестиции в обучение	[Затрат]ы на обучение, [расход]ы, [инвестиц]ии в обучение. Данный показатель учитывался при раскрытии валовых затрат на содержание персонала, за исключением зарплат
1.3. Программы развития и обучения	[Программ]мы [обуч]ения, направления обучения, повышение квалификации, пере[подготовка], охрана труда
1.4. Программы инвестиций в здоровье сотрудников	О[здоров]ление, программы, отдых сотрудников, санаторно-курортное лечение, питание
2.1. Жилищная политика в отношении сотрудников	[Жилищ]ные условия, улучшение, строительство жилья, [ипоте]чные программы
2.2. Программы работы с молодежью на предприятии	[Молод]ежная политика, политика в отношении молодых сотрудников, [студен]ты, практика студентов, базы практик
2.3. Программы адаптации сотрудников	[Адапт]ация персонала, молодые сотрудники. Показатель учитывался только в контексте политики управления персоналом
3.1. Направления благотворительности	[Благот]ворительность, [пожертв]ования, программы благотворительности, [поддерж]ка локального сообщества
3.2. Объем благотворительности	Объем [благот]ворительности, инвестиции в сообщество
3.3. Оценка влияния благотворительности на сообщество	Локальное со[обществ]о, общественность, [спорт]ивные мероприятия. Оцениваются возможности и выгоды, получаемые сообществом
4. Использование опыта компании в отрасли	[Опыт] социальной ответственности. Указание на использования опыта компании в КСО на других предприятиях отрасли
5. Декларирование собственного опыта	[Опыт] социальной ответственности, [реализац]ия. Показатель отражает опубликование в отчетности результатов реализации программ в области благотворительности и развития сотрудников со ссылкой на СМИ
6. Раскрытие социальной политики	Социальная [политик]а. Наличие раздела в отчете, посвященному обобщенным принципам социальной ответственности
7. Оценка влияния на окружающую среду (например, объем выбросов)	[Окружающ]ая среда, природное [воздейств]ие, [эколог]ия, обстановка, [негативн]ое влияние на окружающую среду
8. Оценка перспектив развития окружающей среды	Экологические [проблем]ы, [развит]ие, снижение [выброс]ов, охрана окружающей среды
9. Объем инвестиций в природоохранные мероприятия (или размер платы за экологический ущерб)	[Инвестиц]ии, [природоохран]ный, [эколог]ический, о[плата], [штраф]ы за экологический [ущерб]

ваемый как отношение фактического числа баллов к максимальному количеству баллов.

Для определения факта раскрытия информации был проведен контент-анализ отчетности. Для каждого из направлений КСО были определены ключевые слова, которые использовались для поиска внутри электронных полнотекстовых версий социальных, годовых и экологических отчетов, опубликованных на официальных сайтах рассмотренных компаний.

Наличие ключевых слов в определенном контексте свидетельствовало о факте раскрытия информации (данный факт использовался для оценки дамми-переменных в регрессионном анализе). Поиск внутри полнотекстовых версий отчетов проводился с учетом морфологии ключевых слов, которые указаны в таблице 2 (в квадратных скобках указаны части слов, которые использовались для непосредственного поиска). Для каждого из ключевых слов осуществлялся контроль контекста

использования, например для слова «адаптация» определение факта раскрытия происходило, только если оно употребляется в контексте управления персоналом.

По предложенной модели был приведен регрессионный анализ с помощью инструментов IBM SPSS Statistics, его результаты приведены в таблице 3. Влияние переменных раскрытия учитывалось с лагом в один год, то есть для каждого значения стоимости акционерного капитала (n -й год) оценки раскрытия приведены за предшествующий год ($[n - 1]$ -й год), чтобы учесть эффект запаздывания информации. В первой модели были рассмотрены металлургические компании, во второй — нефтегазовые, затем была рассмотрена вся выборка предприятий.

Обсуждение результатов и выводы

Теоретический обзор показал, что раскрытие информации о КСО наряду с финансовой отчетностью призвано снизить уровень ин-

Таблица 3

Результаты регрессионного анализа по предложенной модели для всех рассмотренных предприятий

Переменные	Металлургические предприятия			Нефтегазовые предприятия			Вся выборка		
	B	Станд. ошибка	t-статистика	B	Станд. ошибка	t-статистика	B	Станд. ошибка	t-статистика
(Константа)	0,347***	0,098	3,541	0,432***	0,080	5,377	0,132	0,013	10,667
Оценки раскрытия 1. Внутренняя информация о КСО	-0,002***	0,001	-3,390	-0,003**	0,001	-2,602	-0,006***	0,002	-3,281
Оценки раскрытия 2. Взаимодействие с локальным сообществом	-0,004	0,007	-0,487	0,002	0,003	0,761	0,005	0,005	0,996
Оценки раскрытия 3. Информация об экологической ответственности	-0,004***	0,001	-4,062	-0,005	0,004	-1,263	-0,006*	0,002	-2,395
Коэффициент Тобина (отношение рыночной стоимости к балансовой)	-0,018*	0,009	-2,138	0,010**	0,004	2,246	-0,001***	0,000	-3,701
Логарифм активов компании (размер компании)	-0,009	0,013	-0,678	0,008***	0,003	2,764	0,004	0,002	1,878
Отношение заемного капитала к активам	-0,084*	0,041	-2,035	-0,008	0,022	-0,364	0,012***	0,004	3,268
Нефтегазовая отрасль	—	—	—	—	—	—	-0,021*	0,009	-2,427
Металлургическая отрасль	—	—	—	—	—	—	-0,016***	0,005	-3,298
Химическая отрасль	—	—	—	—	—	—	-0,004	0,003	-1,409
Энергетика	—	—	—	—	—	—	0,017***	0,003	4,949
N количество наблюдений	47			73			145		
R ² нормализованный	0,208			0,197			0,239		
F-статистика	8,142			7,841			9,424		
Статистика Дурбина — Уотсона	1,795			1,851			1,749		

Примечание к таблице 3: *** — коэффициент значим на 1 % уровне, ** — на уровне 5 %, * — на уровне 10 %.

формационной асимметрии и обеспечить инвесторов надежными данными для принятия управленческих решений, таким образом, отчетность косвенно может влиять на изменение инвестиционной привлекательности организации. Эмпирическое исследование показало умеренную поддержку теоретических положений. Практика показывает, что раскрытие информации оказывает куда более сложное влияние на инвестиционную привлекательность и вносит лишь корректирующий вклад в снижение стоимости акционерного капитала наряду с множеством других факторов, определяющих конъюнктуру рынка капитала. Оценка коэффициентов уравнения линейной регрессии позволила сделать следующие выводы по выдвинутым гипотезам.

Гипотеза 1 подтверждена с ограничениями. В целом по результатам анализа можно заключить, что повышение уровня раскрытия информации о социальной ответственности снижает стоимость акционерного капитала, то есть положительно влияет на инвестиционную привлекательность предприятия. Однако, как и следовало ожидать, различная информация влияет на стоимость акционерного капитала по-разному. Оценка проведенной выборки показала, что раскрытие информации о взаимодействии с локальным сообществом в части благотворительных программ либо совсем не влияет на стоимость акционерного капитала, либо в ряде случаев оказывает слабое негативное воздействие на инвестиционную привлекательность. Более подробное раскрытие информации о внутренней социальной среде и о реализуемых программах экологической ответственности, напротив, положительно сказывается на динамике снижения стоимости акционерного капитала.

Гипотеза 2 подтверждена. Для рассматриваемых компаний снижение стоимости акционерного капитала связано со снижением доли заемного капитала в общей структуре пассивов компании. Следовательно, данный фактор играет определенную роль при оценке инвестиционной привлекательности компаний. Данный фактор оказывает влияние на стоимость акционерного капитала металлургических предприятий, в меньшей степени — нефтегазовых.

Гипотеза 3 подтверждена. Раскрытие социальной отчетности влияет на инвестиционную привлекательность наряду с косвенными показателями интеллектуального капитала, такими как коэффициент Тобина. Увеличение данного показателя на единицу приводит к весьма уме-

ренному снижению стоимости акционерного капитала — на 0,1 %.

Гипотеза 4 подтверждена. Каждая из отраслей обладает собственной специфической инвестиционной привлекательностью. Первое место занимают металлургические и нефтегазовые компании, для крупных энергетических компаний, наоборот, наблюдаются повышенные значения стоимости акционерного капитала. Наблюдаемые явления, безусловно, связаны с динамикой развития каждой из отраслей в последние полтора десятилетия. Как правило, экспортоориентированные отрасли обладают большей инвестиционной привлекательностью и, судя по сравнительному анализу бета-коэффициентов, менее подвержены риску. Таким образом, отраслевая специфика оказывает решающее влияние на снижение стоимости акционерного капитала металлургических и нефтегазовых компаний, в некоторых случаях превышая эффекты, связанные с раскрытием информации о КСО.

Объяснение наблюдаемых закономерностей может быть связано с двумя группами факторов. Во-первых, мы берем во внимание рассмотренные выше теоретические положения о преодолении асимметрии информации. Во-вторых, невозможно отрицать, что наблюдаемые закономерности связаны с фазами циклов экономического развития российских промышленных предприятий. Рассмотренный период затрагивает фазу активного выхода на внешние рынки, вместе с тем, и постепенного развития отчетности компаний; вероятно, поэтому мы наблюдаем устойчивую корреляцию между повышением динамики раскрытия отдельных индикаторов КСО в контент-анализе и стоимостью акционерного капитала. Между тем, финансовый кризис 2008 г. внес свои коррективы и снизил значение факторов раскрытия на инвестиционную привлекательность.

Исследование имеет практическое значение для менеджмента в части решения задач о раскрытии информации. Предлагаемая модель позволила доказать, что использование принципов КСО является элементом развития, которое необходимо внедрять в практику для повышения инвестиционной привлекательности предприятия в долгосрочной перспективе. КСО является одним из важнейших рычагов для управления репутационной составляющей инвестиционной привлекательности компании, а раскрытие информации о социальной политике может косвенно повлиять на решения инвесторов и иных третьих сторон, снижая информационную асимметрию между сторо-

нами, принимающими решения. С помощью раскрываемой информации потенциальные инвесторы могут судить о качестве внутренних бизнес-процессов без дополнительных затрат на внутренний мониторинг бизнес-процессов и определять недиверсифицируемые риски социально-экономического развития предприятий той или иной отрасли.

Ограничения и рекомендации к дальнейшему исследованию

Данное исследование является уникальным для российской практики КСО, поскольку основано на эконометрическом анализе влияния раскрытия информации о КСО на инвестиционную привлекательность на примере лонгитюдной выборки крупных российских промышленных предприятий. Между тем, используемая нами эконометрическая модель ввиду относительной простоты содержит ряд ограничений, поскольку не учитывает глубину раскрытия информации, эффекты запаздывания на период более года и др. Кроме

того, используемая CAPM-модель имеет альтернативы, которые также могут быть учтены при разработке программ дальнейших исследований.

Существенным вопросом остается влияние конкретных направлений раскрытия информации о КСО на инвестиционную привлекательность компании, а также учет временных аспектов, определяющих скорость распространения информации, способно прямо или косвенно влиять на принятие решений о размещении капитала. Например, некоторые предшествующие данному исследованию работы (например [25]) показывают, что определенные типы раскрытия способны дать негативные сигналы для инвесторов. Для дальнейшего исследования проблем влияния КСО и раскрытия отчетности необходимо использовать комплексные модели, учитывающие прямые и косвенные результаты воздействия раскрытия информации на стоимость акционерного капитала.

Список источников

1. Ağan Y. et al. The relationships between corporate social responsibility, environmental supplier development, and firm performance // *Journal of Cleaner Production*. — 2012. — 112. — pp. 1872–1881. DOI 10.1016/j.jclepro.2014.08.090.
2. McCarthy D. J., Puffer S. M. Corporate governance as a foundation for corporate social responsibility in transitioning economies: The Russian experience // *Thunderbird International Business Review*. — 2008. — 50. — № 4. — pp. 231–243. DOI 10.1002/tie.20201.
3. Kuznetsov A., Kuznetsova O., Warren R. CSR and the legitimacy of business in transition economies: The case of Russia // *Scandinavian Journal of Management*. — 2009. — 25. — № 1. — pp. 37–45. DOI 10.1016/j.scaman.2008.11.008.
4. Cerami A. Socio-economic transformations in post-communist countries: Central and Eastern Europe and Russia compared // *Romanian Journal of Political Sciences* — 2009. — 9. — № 2. — pp. 25–41.
5. Zimin D. The Role of Russian big business in local development // *Eurasian Geography and Economics*. — 2007. — 48. — № 3. — pp. 358–376. DOI 10.2747/1538-7216.48.3.358.
6. Cochran P. L., Wood R. A. Corporate Social Responsibility and Financial Performance // *Academy of Management Journal*. — 1984. — 27. — № 1. — pp. 42–56. DOI 10.2307/255956.
7. 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. — pp. 97–109. DOI 10.1023/A:1013082525900.
8. Gray R., Kouhy R., Lavers S. Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure // *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. — 1995. — 8. — № 2. — pp. 47–77. DOI 10.1108/09513579510146996.
9. Mathews M. R. Social and environmental accounting: A practical demonstration of ethical concern? // *Journal of Business Ethics*. — 1995. — 14. — № 8. — pp. 663–671. DOI 10.1007/BF00871347.
10. Gelb D. S., Strawser J. A. Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure // *Journal of Business Ethics*. — 2001. — 33. — № 1. — pp. 1–13. DOI 10.1023/A:1011941212444
11. He W. P., Lepone A., Leung H. Information asymmetry and the cost of equity capital // *International Review of Economics and Finance*. — 2013. — 27. — pp. 611–620. DOI 10.1016/j.iref.2013.03.001.
12. Van De Velde E. Corporate social responsibility and financial performance // *Corporate Governance*. — 2005. — 5. — № 3. — pp. 129–138. DOI 10.1108/14720700510604760.
13. Becchetti L., Di Giacomo S., Pinnacchio D. Corporate social responsibility and corporate performance: evidence from a panel of US listed companies // *Applied Economics*. — 2008. — 40. — № 5. — pp. 541–567. DOI 10.1080/00036840500428112.
14. Cohen J. R., Holder-Webb L. L., Nath L., Wood D. Corporate reporting of nonfinancial leading indicators of economic performance and sustainability // *Accounting Horizons*. — 2012. — 26. — № 1. — pp. 65–90. DOI 10.2308/acch-50073.
15. DiSegni D. M., Huly M., Akron S. Corporate social responsibility, environmental leadership and financial performance // *Social Responsibility Journal*. — 2015. — 11. — № 1. — pp. 131–148. DOI 10.1108/SRJ-02-2013-0024.

16. Akisik O., Gal G. Financial performance and reviews of corporate social responsibility reports // *Journal of Management Control*. — 2014. — 25. — № 3–4. — pp. 259–288. DOI 10.1007/s00187-014-0198-2.
17. El Ghoul S. et al. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? // *Journal of Banking and Finance*. — 2011. — 35. — № 9. — pp. 2388–2406. DOI 10.1016/j.jbankfin.2011.02.007.
18. Boujelbene M. A., Affes H. The impact of intellectual capital disclosure on cost of equity capital: A case of French firms // *Journal of Economics and Finance and Administrative Science*. — 2013. — 18. — № 34. — pp. 45–53. DOI 10.1016/S2077-1886(13)70022-2.
19. Dhaliwal D. et al. Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency // *Journal of Accounting and Public Policy*. — 2014. — 33. — № 4. — pp. 328–355. DOI 10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.006.
20. Cajias M., Fuerst F., Bienert S. Can investing in corporate social responsibility lower a company's cost of capital? // *Studies of Economics and Finance*. — 2014. — 31. — № 2. — pp. 202–222. DOI 10.1108/SEF-05-2013-0067.
21. Xu S., Liu D., Huang J. Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms // *Australian Journal of Management*. — 2014. — 40. — № 2. — pp. 245–276. DOI 10.1177/0312896213517894.
22. Bowerman S., Sharma U. The effect of corporate social responsibility disclosures on share prices in Japan and the UK // *Corporate Ownership Control*. — 2016. — 13. — № 2. — pp. 202–216.
23. Cao Y. et al. Company reputation and the cost of equity capital // *Review of Accounting Studies*. — 2015. — 20. — № 1. — pp. 42–81. DOI 10.1007/s11142-014-9292-9.
24. De Klerk M., de Villiers C., van Staden C. The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices // *Pacific Accounting Review*. — 2015. — 27. — № 2. — pp. 208–228. DOI 10.1108/PAR-05-2013-0047.
25. Botosan C. A. Disclosure and the cost of capital: What do we know? // *Accounting and Business Research*. — 2006. — 36. — pp. 31–40.
26. Reverte C. The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital // *Corporate Social Responsibility Environment Managment*. — 2012. — 5. — № 19. — pp. 253–272. DOI 10.1002/csr.273
27. Amihud Y., Mendelson H. Asset pricing and the bid-ask spread // *Journal of Financial Economics*. — 1986. — 17. — № 2. — pp. 223–249. DOI 10.1016/0304-405X(86)90065-6.

Информация об авторах

Кельчевская Наталья Рэмовна — доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой экономики и управления на металлургических и машиностроительных предприятиях, Уральский федеральный университет им. первого Президента России Б. Н. Ельцина (Российская Федерация, 620002, г. Екатеринбург, ул. Мира, 19, И-416; e-mail: t.k.goldobina@urfu.ru).

Черненко Илья Михайлович — кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики и управления на металлургических и машиностроительных предприятиях, Уральский федеральный университет им. первого Президента России Б. Н. Ельцина (Российская Федерация, 620002, г. Екатеринбург, ул. Мира, 19, И-414; e-mail: i.m.chernenko@urfu.ru).

Попова Екатерина Владимировна — кандидат экономических наук, преподаватель кафедры «Управление персоналом», Сургутский государственный университет (Российская Федерация, 628412, г. Сургут, пр. Ленина, 1; e-mail: k121time@yandex.ru).

For citation: Kelchevskaya, N. R., Chernenko, I. M. & Popova, E. V. (2017). The Impact of Corporate Social Responsibility on the Investment Attractiveness of the Russian Companies. *Ekonomika regiona [Economy of Region]*, 13(1), 157-169

N. R. Kelchevskaya^{a)}, I. M. Chernenko^{a)}, E. V. Popova^{b)}

^{a)} Ural Federal University named after the first President of Russia B.N. Yeltsin (Ekaterinburg, Russian Federation; e-mail: i.m.chernenko@urfu.ru)

^{b)} Surgut State University (Surgut, Russian Federation)

The Impact of Corporate Social Responsibility on the Investment Attractiveness of the Russian Companies

Investigation of the impact of corporate social responsibility (CSR) and environmental responsibility on the economic performance over the past decades has shown that the implementation of CSR is one of the key drivers of value creation. Disclosure of social policy is one of the key CSR areas, it reduces information asymmetry and also contributes to the company's reputation, decreasing uncertainty and risk in the assessment of the internal environment. This study shows that the disclosure of CSR information is able to increase the investment attractiveness of companies, and reduce the cost of equity. In the last decade, Russian industry has accumulated considerable positive experience in the implementing and positioning of corporate social responsibility (CSR) technologies, which has yet to be assessed. In this paper, we used the sample of social reports of 18 Russian companies in the period from 2004 to 2014. The authors provided content-analysis of information disclosure dimensions including staff training, social policy, charity and environmental responsibility. In contrast to other studies, the results show a comparatively moderate impact of disclosure on the cost of equity capital. Also, we found that different dimensions of the

disclosure have an ambiguous impact on the investment attractiveness of companies. Our results allow formulating practical recommendations for the management of metallurgical, oil and gas Russian companies to increase their investment attractiveness, in particular, a prudent choice of CSR information for disclosure. The study is unique for the Russian practice of evaluating the effectiveness of CSR, as it is based on a sample of the largest industrial enterprises.

Keywords: corporate social responsibility, information disclosure, cost of equity capital, investment attractiveness, metallurgy, oil and gas industry, industry

References

1. Ağan, Y. et al. (2012). The relationships between corporate social responsibility, environmental supplier development, and firm performance. *Journal of Cleaner Production*, 112, 1872–1881. DOI 10.1016/j.jclepro.2014.08.090.
2. McCarthy, D. J. & Puffer, S. M. (2008). Corporate governance as a foundation for corporate social responsibility in transitioning economies: The Russian experience. *Thunderbird International Business Review*, 50(4), 231–243. DOI 10.1002/tie.20201.
3. Kuznetsov, A., Kuznetsova, O. & Warren, R. (2009). CSR and the legitimacy of business in transition economies: The case of Russia. *Scandinavian Journal of Management*, 25(1), 37–45. DOI 10.1016/j.scaman.2008.11.008.
4. Cerami, A. (2009). Socio-economic transformations in post-communist countries: Central and Eastern Europe and Russia compared. *Romanian Journal of Political Sciences*, 9(2), 25–41.
5. Zimin, D. (2007). The Role of Russian big business in local development. *Eurasian Geography and Economics*, 48(3), 358–376. DOI 10.2747/1538-7216.48.3.358.
6. Cochran, P. L. & Wood, R. A. (1984). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 27(1), 42–56. DOI 10.2307/255956.
7. Simpson, W. G. & Kohers, T. (2002). The link between corporate social and financial performance: Evidence from the banking industry. *Journal of Business Ethics*, 35(2), 97–109. DOI 10.1023/A:1013082525900.
8. Gray, R., Kouhy, R. & Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 8(2), 47–77. DOI 10.1108/09513579510146996.
9. Mathews, M. R. (1995). Social and environmental accounting: A practical demonstration of ethical concern? *Journal of Business Ethics*, 14(8), 663–671. DOI 10.1007/BF00871347.
10. Gelb, D. S. & Strawser, J. A. (2001). Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure. *Journal of Business Ethics*, 33(1), 1–13. DOI 10.1023/A:1011941212444
11. He, W. P., Lepone, A. & Leung, H. (2013). Information asymmetry and the cost of equity capital. *International Review of Economics and Finance*, 27, 611–620. DOI 10.1016/j.iref.2013.03.001.
12. Van De Velde E. (2005). Corporate social responsibility and financial performance. *Corporate Governance*, 5(3), 129–138. DOI 10.1108/14720700510604760.
13. Becchetti, L., Di Giacomo, S. & Pinnacchio, D. (2008). Corporate social responsibility and corporate performance: evidence from a panel of US listed companies. *Applied Economics*, 40(5), 541–567. DOI 10.1080/00036840500428112.
14. Cohen, J. R., Holder-Webb, L. L., Nath, L. & Wood, D. (2012). Corporate reporting of nonfinancial leading indicators of economic performance and sustainability. *Accounting Horizons*, 26(1), 65–90. DOI 10.2308/acch-50073.
15. DiSegni, D. M., Huly, M. & Akron, S. (2015). Corporate social responsibility, environmental leadership and financial performance. *Social Responsibility Journal*, 11(1), 131–148. DOI 10.1108/SRJ-02-2013-0024.
16. Akisik, O. & Gal, G. (2014). Financial performance and reviews of corporate social responsibility reports. *Journal of Management Control*, 25(3–4), 259–288. DOI 10.1007/s00187-014-0198-2.
17. El Ghoul, S. et al. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, 35(9), 2388–2406. DOI 10.1016/j.jbankfin.2011.02.007.
18. Boujelbene, M. A. & Affes, H. (2013). The impact of intellectual capital disclosure on cost of equity capital: A case of French firms. *Journal of Economics and Finance and Administrative Science*, 18(34) . 45–53. DOI 10.1016/S2077-1886(13)70022-2.
19. Dhaliwal, D. et al. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328–355. DOI 10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.006.
20. Cajias, M., Fuerst, F. & Bienert, S. (2014). Can investing in corporate social responsibility lower a company's cost of capital? *Studies of Economics and Finance*, 31(2), 202–222. DOI 10.1108/SEF-05-2013-0067.
21. Xu, S., Liu, D. & Huang, J. (2014). Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms. *Australian Journal of Management*, 40(2), 245–276. DOI 10.1177/0312896213517894.
22. Bowerman, S. & Sharma, U. (2016). The effect of corporate social responsibility disclosures on share prices in Japan and the UK. *Corporate Ownership Control*, 13(2), 202–216.
23. Cao, Y. et al. (2015). Company reputation and the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies*, 20(1), 42–81. DOI 10.1007/s11142-014-9292-9.
24. De Klerk, M., de Villiers, C. & van Staden, C. (2015). The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices. *Pacific Accounting Review*, 27(2), 208–228. DOI 10.1108/PAR-05-2013-0047.

25. Botosan, C. A. (2006). Disclosure and the cost of capital: What do we know? *Accounting and Business Research*, 36, 31–40.
26. Reverte, C. (2012). The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital. *Corporate Social Responsibility Environment Managent*, 5(19), 253–272. DOI 10.1002/csr.273
27. Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223–249. DOI 10.1016/0304-405X(86)90065-6.

Authors

Natalia Removna Kelchevskaya — Doctor of Economics, Professor, Head of the Department of Economics and Management at Metallurgical and Machine-Building Enterprises, Ural Federal University (19, Mira St., Ekaterinburg, 620002, Russian Federation; e-mail: t.k.goldobina@urfu.ru).

Iliia Mikhaylovich Chernenko — PhD in Economics, Associate Professor, Department of Economics and Management at Metallurgical and Machine-Building Enterprises, Ural Federal University (19, Mira St., Ekaterinburg, 620002, Russian Federation; e-mail: i.m.chernenko@urfu.ru).

Ekaterina Vladimirovna Popova — PhD in Economics, Lecturer, Department of Human Resource Management, Surgut State University (1, Lenina Ave., Surgut, 628412, Russian Federation; e-mail: k121time@yandex.ru).