

Е. Ю. Макеева^{а)}, И. В. Ивашковская^{б)}, Л. С. Ружанская^{в)}, К. А. Попов^{г)}

^{а), б), г)} Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Российская Федерация

^{в)} Уральский федеральный университет имени первого Президента России Б. Н. Ельцина, Екатеринбург, Российская Федерация

^{а)} <https://orcid.org/0000-0002-5821-4496>

^{б)} <https://orcid.org/0000-0003-1409-5250>

^{в)} <https://orcid.org/0000-0003-1490-779X>, e-mail: l.s.ruzhanskaya@urfu.ru

^{г)} <https://orcid.org/0000-0002-0328-6230>

Взаимосвязь социально-экономического развития регионов и корпоративных рейтингов российских компаний¹

Поиск источников регионального развития имеет большое значение в связи с замедлением темпов экономического роста и необходимостью переноса акцентов в промышленной политике с макроуровня на уровень регионов и отдельных компаний. В статье в качестве нового источника повышения инвестиционной привлекательности регионов рассматривается участие хозяйствующих в них компаний в репутационных рейтингах. Кроме того, раскрыт механизм взаимосвязи корпоративных и региональных рейтингов: корпоративные рейтинги позволяют определить, насколько компании соответствуют целям устойчивого развития, что, в свою очередь, повышает социально-экономическую оценку региона. Впервые обнаружено положительное влияние высоких корпоративных рейтингов на показатели социально-экономического развития регионов присутствия этих компаний, что открывает новый кластер междисциплинарных исследований на стыке корпоративных финансов и региональной экономики. На примере 130 крупных российских публичных компаний реального сектора удалось получить ряд значимых результатов, позволяющих выявить степень влияния трех корпоративных рейтингов (РСПП, WWF и АМР) на рейтинг региона присутствия и эффективность деятельности компаний. Расчеты показали, что участие компаний в рейтингах WWF Russia и РСПП положительно влияет на показатели устойчивого развития регионов их присутствия. При этом влияние участия компаний в рейтинге WWF Russia выше по модулю, чем влияние участия в рейтинге РСПП. Кроме того, обнаружено, что репутационные рейтинги оказывают положительное влияние на показатели доходности активов и рыночной капитализации компаний. Доказано наличие эффекта роста доходности от участия в корпоративных рейтингах. Однако эффекты участия в различных рейтингах различаются: для улучшения условий функционирования компании необходимо лидерство в рейтинге РСПП, а для рейтинга WWF достаточно факта участия. Самое большое влияние на капитализацию оказывает рейтинг АМР. Полученные выводы свидетельствуют о необходимости расширения практики участия российских компаний в корпоративных рейтингах и открывают путь исследованиям действий компаний в рамках устойчивого развития.

Ключевые слова: социально-экономическое развитие регионов, инвестиционная привлекательность регионов, рейтинг социально-экономического развития регионов РФ, устойчивое развитие (городов) регионов, реальный сектор, корпоративная репутация, корпоративная социальная ответственность, экологическая ответственность, корпоративные рейтинги, эффективность

Благодарность

Исследование осуществлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ.

Для цитирования: Макеева Е. Ю., Ивашковская И. В., Ружанская Л. С., Попов К. А. Взаимосвязь социально-экономического развития регионов и корпоративных рейтингов российских компаний // Экономика региона. 2021. Т. 17, вып. 1 С. 86-102. <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2021-1-7>

¹ © Макеева Е. Ю., Ивашковская И. В., Ружанская Л. С., Попов К. А. Текст. 2021

RESEARCH ARTICLE

Elena Y. Makeeva^{a)}, *Irina V. Ivashkovskaya*^{b)}, *Liudmila S. Ruzhanskaya*^{c)}, *Konstantin A. Popov*^{d)}

^{a, b, d)} National Research University "Higher School of Economics", Moscow, Russian Federation

^{c)} Ural Federal University, Ekaterinburg, Russian Federation

^{a)} <https://orcid.org/0000-0002-5821-4496>

^{b)} <https://orcid.org/0000-0003-1409-5250>

^{c)} <https://orcid.org/0000-0003-1490-779X>, e-mail: l.s.ruzhanskaya@urfu.ru

^{d)} <https://orcid.org/0000-0002-0328-6230>

Relationship between Regional Socio-Economic Development and Corporate Ratings of Russian Companies

The search for new sources of regional development is important due to the slowdown in economic growth and the need to shift the emphasis of industrial policy from the macro level to the level of regions and individual companies. In this regard, we consider the participation of companies in reputation ratings as a new source for increasing the investment attractiveness of regions. Additionally, we examine the relationship between corporate and regional ratings: corporate ratings demonstrate a company's compliance with the sustainable development goals, which, in turn, improves the socio-economic performance of regions. We revealed the positive influence of high corporate ratings on the socio-economic development of regions, opening a new area for interdisciplinary research combining corporate finance and regional economics. On the example of 130 biggest Russian public non-financial companies, we obtained several significant results that allow determining the impact of corporate ratings on the socio-economic situation of regions and corporate financial performance. The ratings include Sustainable development Index of the Russian Union of Industrialists and Entrepreneurs (RUIE), Environmental responsibility rating of the World Wildlife Fund (WWF) Russia, and Corporate social responsibility rating of the Association of Managers of Russia (AMR). The calculations showed that the participation of companies in the ratings of WWF Russia and RUIE positively affects the indicators sustainable development of regions where these companies are located. Simultaneously, the influence of companies' participation in the rating of WWF Russia is higher than the influence of participation in the RUIE rating. In addition, reputation ratings have a positive impact on the return on assets and market capitalisation of Russian companies. Thus, we proved that participation in corporate ratings leads to an increase in performance. However, the effects of participation in various ratings differ. For example, to increase its conditions and performance, a company should be a leader of the rating of RUIE and just participate in the rating of WWF Russia. The rating of AMR influences the market capitalisation the most. The obtained findings indicate the need for expanding the participation of Russian companies in corporate ratings and enable research in the field of sustainable development of companies.

Keywords: socio-economic development of regions, investment attractiveness of regions, rating of socio-economic development of Russian regions, sustainable development of (cities) regions, non-financial sector, corporate reputation, corporate social responsibility, environmental responsibility, corporate ratings, performance

Acknowledgments

The article has been prepared in accordance with the HSE Fundamental Research Program.

For citation: Makeeva, E. Yu., Ivashkovskaya, I. V., Ruzhanskaya, L. Y & Popov, K. A. (2020). Relationship between Regional Socio-Economic Development and Corporate Ratings of Russian Companies. *Ekonomika regiona [Economy of region]*, 17(1), 86-102, <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2021-1-7>

Введение

Поиск факторов повышения экономического и социального развития российских регионов очень актуален при формировании направлений государственной политики. Это связано как с необходимостью повышения качества жизни населения, так и с увеличением инновационной составляющей социально-экономического развития. В связи с этим важно найти новые источники для привлече-

ния инвестиций в регионы. Однако современные требования к качеству экономического роста не позволяют оставить без внимания влияние инвестиционных проектов компаний, хозяйствующих в регионах, на социум и окружающую среду. Поэтому особое значение приобретают принципы ответственного ведения бизнеса и репутация компании.

С социально-экономическим развитием регионов присутствия компании корпоратив-

ная репутация связана посредством проектов расширения и развития деятельности компании с учетом интересов местных сообществ. К этому направлению деятельности в рамках корпоративной социальной ответственности относят дополнительные инвестиции компании в регионы присутствия, в частности в создание в них социальной инфраструктуры. В связи с этим авторы статьи ставят вопрос о влиянии корпоративной репутации не только на эффективность компаний, но и на устойчивое развитие регионов присутствия.

Для понимания механизма взаимосвязи корпоративных и региональных рейтингов следует отметить, что корпоративные рейтинги позволяют внешним стейкхолдерам, включая региональные органы власти, принимать решения относительно дальнейшего партнерства с компаниями. В то же время рейтинги регионов представляют собой оценку социально-экономической развития в каждом из них, что важно для принятия бизнесом решений в части инвестиций, расширения рынков сбыта и т. д.

Исследовательский интерес к роли репутации компании в ее собственном развитии и развитии ее окружающей среды растет: только в течение 2015–2019 гг., согласно данным базы научного цитирования Scopus, в англоязычных научных журналах было опубликовано свыше 3000 статей, посвященных исследованию влияния корпоративной репутации на финансовую эффективность компаний. Однако вопросу влияния репутации на эффективность российских компаний реального сектора уделено недостаточно внимания, хотя это направление имеет высокое прикладное значение как для российских компаний, так и для промышленной политики в регионах. Особенно актуальной эта проблема становится в условиях макроэкономической нестабильности, когда репутация компании выступает индикатором устойчивости и может повлиять на ее конкурентоспособность. С точки зрения продвижения в теории и методологии исследования экономического развития предложенная в статье оценка эффектов участия в репутационных рейтингах для российских компаний реального сектора и для социально-экономического развития регионов их присутствия позволяет, с одной стороны, предложить новый подход к измерению факторов регионального развития, а с другой стороны, обосновать механизм влияния корпоративной репутации на социально-экономическое положение региона хозяйствования компании.

В первой части статьи представлены обзор существующих исследований в области влияния корпоративной репутации на эффективность компаний и социально-экономическое развитие регионов присутствия, обзор существующих региональных и корпоративных рейтингов, сформулированы гипотезы исследования. Во второй части описаны методология исследования и выборки российских компаний и регионов. В третьей части представлены результаты регрессионных моделей. В финальной части проведена интерпретация полученных результатов.

Обзор литературы

Чтобы ответить на вопрос, можно ли рассматривать усилия компаний по повышению своей репутации как фактор, способствующий повышению социально-экономического положения региона присутствия, необходимо выбрать способ измерения степени развития того или иного региона. В первую очередь это обусловлено большим количеством факторов, которые должны быть учтены, включая показатели экономического роста, уровня жизни, защиты окружающей среды, уровня человеческого капитала, инноваций и т. д. Кроме того, необходимо учесть различия регионов по структуре экономики, демографической структуре, размерам. В качестве способов оценки уровня регионального социально-экономического развития возможно использование двух основных подходов: расчет конкретных показателей и индексов (уровня ВРП, чистых накоплений и т. д.) и использование рейтингов регионального развития, составляемых специализированными рейтинговыми агентствами и другими институтами.

Поскольку социально-экономическое развитие региона и репутация компаний являются комплексными категориями, не измеримыми напрямую, для их оценки в статье использованы рейтинги. Ввиду того, что объектами исследования данной статьи являются российские промышленные компании, имеющие свои подразделения в российских регионах, выбор региональных рейтингов ограничен теми, что рассчитаны для российских регионов.

В настоящий момент в России существует ряд рейтингов, как для оценки регионального развития, так и для отдельных компаний. Это обусловлено рядом преимуществ рейтингов как способов измерения результатов деятельности региональных властей и менеджмента компаний. Основным преимуществом дан-

ного подхода является то, он учитывает большое количество показателей, нерепрезентативных по отдельности [1]. Кроме того, многие рейтинги включают качественные показатели, которые не могут быть измерены количественно, что дает таким рейтингам преимущество перед числовыми индикаторами.

К числу наиболее репрезентативных региональных рейтингов относится Рейтинг социально-экономического положения регионов РФ, который составляется экспертами рейтингового агентства «РИА Рейтинг» на основе данных о развитии регионов, размещенных в открытом доступе. При составлении рейтинга используются показатели, распределенные по четырем группам: показатели масштаба экономики, показатели эффективности экономики, показатели бюджетной сферы, показатели социальной сферы. Преимуществом данного рейтинга является большое количество учитываемых числовых экономических показателей, недостатком — отсутствие в расчете показателей внедрения инноваций, а также экологических показателей. Также следует упомянуть Рейтинг устойчивого развития городов РФ, составляемый рейтинговым агентством SGM. При расчете рейтинга используются демографические показатели, показатели развития социальной инфраструктуры, показатели развития городской инфраструктуры, показатели экономического развития, экологические показатели. Для того чтобы данный рейтинг можно было применить к регионам, нами было выполнено распределение значения рейтинга крупнейших городов по регионам в соответствии с их присутствием в том или ином регионе. Это стало возможно благодаря тому, что в основном в рейтинг включены по 1–2 крупнейшие города того или иного региона, которые являются одновременно региональными центрами.

Для оценки степени внедрения инноваций в различных регионах РФ можно использовать Рейтинг инновационного развития субъектов РФ, составляемый Институтом статистических исследований и экономики знаний НИУ ВШЭ с 2012 г. Данный рейтинг составляется на основе более 50 количественных и качественных показателей, отражающих научно-технический потенциал регионов, социально-экономические условия для проведения НИОКР и внедрения их результатов, а также активность в области инноваций и экспортной деятельности. Хотя этот рейтинг затруднительно использовать для оценки социально-экономического развития региона в целом, он может быть ис-

пользован для этих целей в комплексе с другими рейтингами, например, с Национальным рейтингом состояния инвестиционного климата, который составляется агентством АСИ с 2014 г. При составлении рейтинга учитываются свыше 40 показателей качества регуляторной, институциональной среды, качество инфраструктуры и меры поддержки малого бизнеса в регионе. Недостатком данного рейтинга является то, что в открытом доступе публикуется только ранжирование регионов, без числовых показателей.

В России с недавнего времени существует также группа экологических рейтингов регионов. К ним относятся Эколого-экономический индекс регионов РФ от Всемирного фонда дикой природы в России, а также рейтинг общероссийской общественной организации «Зеленый патруль». Это интегрированные рейтинги, учитывающие как качественные, так и количественные показатели в области охраны окружающей среды, что позволяет использовать их в совокупности с рейтингами, отражающими другие аспекты социально-экономического положения регионов.

Несмотря на значительные преимущества рейтингов как способа оценки развития регионов и деятельности компаний, их важным недостатком является различие подходов разных институтов при составлении рейтингов, что напрямую влияет на их результаты. В обзоре рейтингов регионов России, представленном выше, этот недостаток был продемонстрирован. Отечественные авторы, осознавая ограничения методологии рейтингов, неоднократно предлагали иные подходы для оценки дифференциации регионального развития. Так, предлагается использовать скорректированный подушевой ВРП [2] или дополнить его иными социально-экономическими показателями, такими как ежемесячный среднемушевой доход населения, общий уровень преступности и уровень преступности экономической направленности [3]. Кроме того, авторы предлагают использовать композитные индексные показатели, оценивающие социально-экономическое положение региона в целом, с охватом наибольшего числа аспектов благосостояния [4, 5]. Однако для целей нашего исследования важно использовать индексы, которые являются общедоступными широко используемыми в России и за ее пределами всеми группами стейкхолдеров, которые отражают положение социально-экономического развития регионов. Кроме того, представляется, что для целей эмпирического исследования

и большей согласованности результатов следует изучать корпоративные рейтинги в области репутации и социальной ответственности в связке с рейтингами регионов. Это позволит проследить влияние действий компаний, направленных на повышение своих позиций в рейтингах, на оценку социально-экономического развития регионов их присутствия. В связи с этим ниже описаны взятые для данного исследования индексы.

Далее перейдем к рассмотрению корпоративных рейтингов, отражающих уровень репутации компании, которая дает представление о возможности приносить ценность ее стейкхолдерам. Корпоративные рейтинги измеряют положение компании относительно ее сотрудников и внешних стейкхолдеров, определяя ее конкурентные преимущества и институциональное окружение [6]. Репутация может быть также представлена как фактор, определяющий действия стейкхолдеров по отношению к компании на основе агрегированной оценки ее прошлых действий [7].

Большой объем исследований направлен на изучение зависимости репутации и деятельности компаний от соблюдения принципов социальной ответственности. Он также позволяет увязать репутацию компании и социально-экономическое развитие региона присутствия. Так, в статье [8] отмечается «тройственность» принципов социальной ответственности, включающих стратегии в области влияния на окружающую среду, на общество и на экономику в регионах присутствия.

В объяснении механизма влияния соблюдения компаниями стандартов КСО на эффективность есть несколько подходов. Так, авторы [9, 10] считают, что ведение социально ответственного бизнеса способствует улучшению восприятия потребителями товаров компании и лояльности к брендам, тем самым повышая финансовые результаты.

Другие авторы полагают, что компании с высокой репутацией вынуждены публиковать более качественную отчетность, а это положительно влияет на качество прибыли и, опосредованно, на ее финансовую эффективность [11–14].

В ряде работ рассматривается влияние корпоративной репутации на показатель рыночной стоимости компании. Бенабо и Тироль [15] считают, что соблюдение стандартов КСО представляет собой усилия менеджеров по улучшению своей репутации в глазах стейкхолдеров за счет снижения доходов акционеров. Филипп Крюгер [16] отмечает, что для компаний с более

высоким уровнем долга и более низким уровнем ликвидности мероприятия в сфере КСО должны приносить более позитивные результаты, так как они более ограничены в ресурсах и могут принимать только проекты с положительным NPV. По мнению автора, это снижает агентскую проблему при осуществлении мероприятий в сфере КСО.

В работе Ю. Ван и Ю. Чен показано, что на развитых фондовых рынках, таких как США, участие компании в рейтинге КСО является положительным сигналом для инвесторов и повышает стоимость акций, в то время как для развивающихся рынков (Тайвань) такое влияние является незначительным [17]. Недооценку рынком роли инвестиционных проектов в социально-экономическом развитии регионов присутствия на примере российских компаний базовых отраслей промышленности обнаружили в своей работе 2013 г. А.Б. Анкудинов и Д.М. Борисов [18]. Авторы объясняют этот результат оппортунизмом менеджеров и высокими рисками ведения бизнеса. При этом в работе [19] авторам удалось выявить положительное влияние инвестиций в соблюдение стандартов корпоративной социальной и экологической ответственности на оценку инвесторами стоимости российских компаний, хотя это влияние было значительно ниже, чем для компаний на рынке США.

Н.Р. Кельчевская, И.М. Черненко и Е.В. Попова [20] видят механизм влияния КСО и прозрачности компании на ее стоимость в снижении рисков компании за счет повышения репутации, а также за счет снижения асимметрии информации и повышения информированности инвесторов. Это приводит к снижению затрат на капитал компании и, как следствие, снижению стоимости инвестирования. Включая риски в механизм влияния корпоративной репутации на эффективность, авторы используют логику, схожую с работой [21].

А.В. Гизатуллин объясняет механизм влияния посредством уровня корпоративного управления в компании. Результатом исследования стало выявление положительного влияния КСО на финансовую эффективность компании при низком уровне корпоративного управления (КУ), и отрицательного — при высоком уровне КУ, что подтверждает гипотезу об U-образном влиянии КСО и репутации компании на ее эффективность. Кроме того, автор отмечал, что такие результаты исследования могут говорить о «балансировании» между интересами инвесторов и акционеров (КУ) и других, нефинансовых стейкхолдеров (КСО) [22].

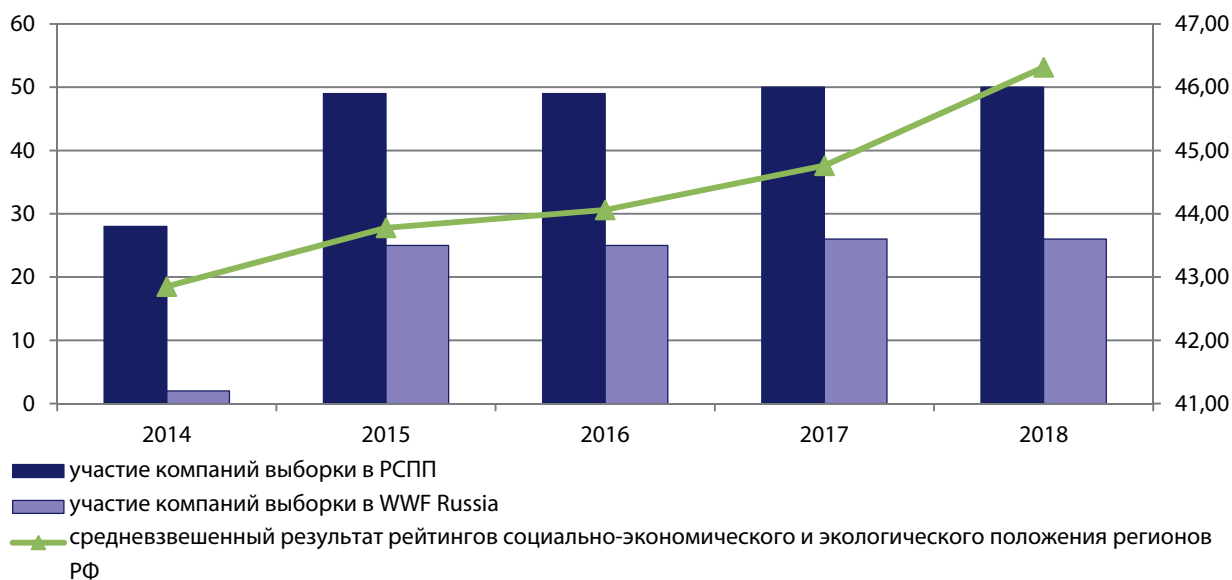


Рис. Результаты предварительного графического анализа степени социальной и экологической ответственности крупнейших российских компаний на уровень развития регионов их присутствия

Fig. Preliminary graphical analysis of the impact of the social and environmental responsibility of the largest Russian companies on regional development

Важной особенностью механизма влияния репутации на эффективность компании являются не только положительные, но и отрицательные последствия поддержания высокого уровня репутации и КСО компании. К ним относятся отвлечение ресурсов от проектов, которые могли бы принести компании положительный NPV и увеличить ее стоимость [16, 23], возможные агентские конфликты за счет стремления менеджеров улучшить свою репутацию за счет средств корпоративных ресурсов [15, 18]. В связи с этим ряд исследований посвящен нелинейному влиянию корпоративной репутации и социальной ответственности на финансовую эффективность компании [22, 24].

Нами было сделано предположение, что присутствие в регионе филиалов и/или производственных мощностей компаний, входящих в рейтинги корпоративной экологической и социальной ответственности, способствует повышению позиции региона в рейтингах социально-экономического и устойчивого развития. Это предположение сформулировано вследствие того, что крупнейшие российские компании имеют большое количество производственных и исследовательских площадок в разных регионах РФ. Следовательно, степень их социальной и экологической ответственности, отражаемая в рейтингах компаний, влияет на уровень развития регионов их присутствия, о чем свидетельствуют результаты предварительного графического анализа, представленные на рисунке. В данной работе будет проанализировано стремление компа-

нии к повышению репутации через инвестиции в КСО и улучшение своих позиций в соответствующих рейтингах как фактор регионального социально-экономического развития.

Для исследования влияния корпоративных рейтингов на показатели социально-экономического развития регионов была выдвинута гипотеза 1: участие компаний в репутационных рейтингах оказывает положительное влияние на показатели социально-экономического развития регионов присутствия этих компаний.

Мы полагаем, что наличие в регионе лидеров репутационных рейтингов повышает инвестиционную привлекательность региона посредством роста привлекательности компаний, вносящих значительный вклад в региональное развитие, а также развивающих позитивное восприятие экосистемы ведения бизнеса в регионе.

В отличие от рейтингов российских регионов, которые составляются только внутри страны, крупнейшие российские компании попадают и в мировые корпоративные рейтинги. Наиболее известным в мире корпоративным репутационным рейтингом является Dow Jones Sustainability Index, который представляет собой совокупность из нескольких индексов в области корпоративной экономической, экологической и социальной ответственности¹. Рейтинг охватывает крупнейшие компа-

¹ Dow Jones Sustainability Indices. Robeco Sustainable Asset Management. Official site. URL: <https://www.robecosam.com/csa/indices/djsi-index-family.html> (дата обращения: 20.03.2020).

нии из 61 отрасли и делится на несколько составляющих в соответствии с географической привязкой. В процитированных выше работах упоминались также репутационные рейтинги Domini 400 Social Index и FTSE4Good Index. Domini 400 Social Index составляется на основе компаний США, FTSE4Good Index — на основе компаний из США, Великобритании, стран ЕС и Японии.

Однако ни один из упомянутых мировых рейтингов не может быть использован нами для оценки российских компаний из-за отсутствия или малого числа наблюдений. В связи с этим авторы статьи обратились к корпоративным рейтингам, составленным отечественными организациями.

Российский союз промышленников и предпринимателей (РСПП) проводит мониторинг соблюдения российскими компаниями принципов устойчивого развития. РСПП с 2014 г. ежегодно составляет два основных индекса — «Ответственность и открытость» и «Вектор устойчивого развития». Индекс «Ответственность и открытость» призван отразить общее качество раскрытия информации в сфере УР/КСО в отчетности российских компаний¹. Индекс «Вектор устойчивого развития» оценивает не качество отчетности в области УР/КСО, а результаты и эффективность компании в сфере социально-экономической и экологической деятельности. Итоговое значение индекса зависит от показателей, отражающих отношения компании со своими сотрудниками, а также от инвестиций в развитие персонала. Второй важной составляющей являются показатели воздействия на окружающую среду. При этом в расширенном списке показателей, учитываемых при расчете индекса, также значится ряд показателей воздействия компании на социально-экономическое развитие регионов присутствия: доля местных поставщиков в закупках, соблюдение прав человека, социальные инвестиции².

Ассоциация менеджеров России (АМР)³ составляет рейтинги наиболее эффективных управленцев российских компаний. Для целей настоящего исследования был выбран рейтинг «ТОП-50 менеджеров по корпоративной соци-

альной ответственности», который отражает заинтересованность в КСО компании в целом. Рейтинг составляется путем опроса менеджеров в сфере КСО компаний, действующих на российском рынке.

В исследовании также был использован корпоративный рейтинг WWF Russia открытости в сфере экологической ответственности. На данный момент эти рейтинги составляются для крупнейших нефтегазовых⁴, горно-рудных и металлургических⁵ компаний России, с 2019 г. в рейтинг попали энергетических компаний⁶.

На основании выше сказанного были сформулированы следующие гипотезы исследования:

Гипотеза 2. *Участие в репутационных рейтингах оказывает положительное и статистически значимое влияние на эффективность российских компаний реального сектора.*

Гипотеза 3. *Показатели в репутационных рейтингах оказывают качественное положительное и статистически значимое влияние на показатели эффективности российских компаний реального сектора.*

Гипотеза 4. *Участие в репутационных рейтингах оказывает нелинейное влияние на эффективность российских компаний реального сектора.*

Гипотеза 5. *Рейтинги, охватывающие более широкий спектр аспектов деятельности компаний, оказывают более значительное влияние на эффективность российских компаний реального сектора.*

Методология исследования и описание спецификации модели

Для исследования влияния корпоративных рейтингов на региональные рейтинги было сформулировано несколько спецификаций однофакторных моделей, перечисленных ниже. Описание используемых переменных представлено в таблице 1.

$$SocioEconomic_i = \beta_0 + \beta_1 \times Units_RUIE_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$SocioEconomic_i = \beta_0 + \beta_1 \times Units_WWF_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

⁴ Рейтинг открытости нефтегазовых компаний в сфере экологической ответственности. URL: <https://wwf.ru/what-we-do/green-economy/ekologicheskij-rejting-neftegazovykh-kompaniy-rf-sovmestnyy-proekt-wwf-i-kreon/> (дата обращения: 20.04.2020).

⁵ Рейтинг открытости горнодобывающих и металлургических компаний в сфере экологической ответственности. URL: <https://wwf.ru/what-we-do/green-economy/mining/> (дата обращения: 21.05.2020).

⁶ Топливная энергетика. URL: <https://wwf.ru/what-we-do/green-economy/elektrogeneratsiya/toplivnaya-energetika/> (дата обращения: 21.05.2020).

¹ Методика составления индексов корпоративной устойчивости, ответственности и открытости. Индексы РСПП по устойчивому развитию. С. 8. URL: <http://media.rsp.ru/document/1/5/e/5e4f86401831cd0e2572c234e450ce66.pdf> (дата обращения: 15.03.2020).

² Там же, с. 11.

³ Ассоциация менеджеров. Деловое объединение России. URL: <https://amr.ru/> (дата обращения: 15.04.2020).

Таблица 1

Описание переменных моделей типа Region

Table 1

Description of "Region" model variables

Обозначение	Параметр
<i>SocioEconomic</i>	Показатель региона в рейтинге социально-экономического положения регионов РФ в 2018 г.
<i>SustainableDevelopment</i>	Показатель региона в рейтинге устойчивого развития городов (регионов) РФ в 2018 г.
<i>SocioEconomic_rating</i>	Первичный балл региона в рейтинге социально-экономического положения регионов РФ в 2018 г.
<i>Units_WWF</i>	Количество филиалов компаний, участвующих в рейтинге WWF Russia, в регионе
<i>Units_RUIE</i>	Количество филиалов компаний, участвующих в рейтинге РСПП, в регионе
<i>i</i>	Обозначение <i>i</i> -го региона

$$SocioEconomic_rating_i = \beta_0 + \beta_1 \times Units_RUIE_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

$$SocioEconomic_rating_i = \beta_0 + \beta_1 \times Units_WWF_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

$$SustainableDevelopment_i = \beta_0 + \beta_1 \times Units_RUIE_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

$$SustainableDevelopment_i = \beta_0 + \beta_1 \times Units_WWF_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

Для исследования влияния корпоративных рейтингов на эффективность российских компаний в качестве объясняемых переменных были выбраны показатель рентабельности активов (*Return on Assets, ROA*) и показатель рыночной капитализации, нормированный на стоимость активов компании (*Market Capitalization/Assets*).

Общая спецификация модели исследования (*Rating 1*) может быть представлена следующим образом:

$$\begin{aligned} FinPERF_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \times RUIE(D)_{it} + \\ & + \beta_2 \times RUIE(D)_{it} \times RUIE_{it} + \beta_3 \times WWF(D)_{it} + \\ & + \beta_4 \times WWF(D)_{it} \times WWF_{it} + \beta_5 \times AMR(D)_{it} + \\ & + \beta_6 \times AMR(D)_{it} \times AMR_{it} + \beta_7 \times \frac{EBITDA}{Sales} it + \\ & + \beta_8 \times LEV_{it} + \beta_9 \times \frac{Net\ CAPEX}{Sales} it + \\ & + \beta_{10} \times \frac{R\ \&\ D\ Exp.}{Sales} it + \beta_{11} \times SIZE_{it} + \varepsilon_{it}. \end{aligned} \quad (7)$$

Спецификация модели (*Rating 1*) позволит определить, что является более значимым фактором — сам факт участия в рейтинге или его значение. Также такая спецификация может быть полезной для определения нелинейности влияния рейтингов на финансовую эффективность.

Помимо общей регрессии (*Rating 1*), включающей все показатели, построены регрессии, в которых дамми-переменные участия (*Rating 2*) и переменные значений рейтингов (*Rating 3*) исследованы отдельно.

$$\begin{aligned} FinPERF_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \times RUIE(D)_{it} + \\ & + \beta_2 \times WWF(D)_{it} + \beta_3 \times AMR(D)_{it} + \\ & + \beta_4 \times \frac{EBITDA}{Sales} it + \beta_5 \times LEV_{it} + \\ & + \beta_6 \times \frac{Net\ CAPEX}{Sales} it + \beta_7 \times \frac{R\ \&\ D\ Exp.}{Sales} it + \\ & + \beta_8 \times SIZE_{it} + \varepsilon_{it}, \end{aligned} \quad (8)$$

$$\begin{aligned} FinPERF_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \times RUIE(D)_{it} \times RUIE_{it} + \\ & + \beta_2 \times WWF(D)_{it} \times WWF_{it} + \beta_3 \times AMR(D)_{it} \times AMR_{it} + \\ & + \beta_4 \times \frac{EBITDA}{Sales} it + \beta_5 \times LEV_{it} + \\ & + \beta_6 \times \frac{Net\ CAPEX}{Sales} it + \beta_7 \times \frac{R\ \&\ D\ Exp.}{Sales} it + \\ & + \beta_8 \times SIZE_{it} + \varepsilon_{it}. \end{aligned} \quad (9)$$

Объясняющие переменные, которые могут быть условно разделены на основные и контрольные, представлены в таблице 2.

Выбор контрольных переменных основан на предыдущих исследованиях, как в случае с включением финансового рычага и размера компании в качестве контрольных переменных. Кроме того, включение показателей *EBITDA/Sales* и *Net CAPEX/Sales* обусловлено стремлением учесть эти важные факторы для компаний реального сектора в модели, повысив ее объясняющую силу.

Описание выборки

Для проведения исследования были собраны данные по 136 российским публичным компаниям в период с 2014 г. по 2018 г. (5 лет), что дало 680 наблюдений в первичной выборке из базы данных Bloomberg и Capital IQ. В общем количестве компаний (136) преобладают энергетические компании (31%), горнодобывающие и металлургические компании (17%), компании в области транспорта и инфраструктуры (11%), нефтегазовая отрасль (10%).

Таблица 2

Показатели, используемые в эконометрической модели

Table 2

Indicators used in the econometric model

Обозначение	Параметр	Тип переменной	Пояснение
$FinPERF_{it}$	Показатели финансовой эффективности компаний (<i>ROA, Market Capitalization/Assets</i>)	Зависимая	Зависимые переменные
$RUIE(D)_{it}$	Дамми-переменная участия компании в рейтингах РСПП	Основная	Принимает значение 1, если компания участвует в рейтинге, 0 — если нет
$WWF(D)_{it}$	Дамми-переменная участия компании в рейтинге WWF Russia	Основная	Принимает значение 1, если компания участвует в рейтинге, 0 — если нет
$AMR(D)_{it}$	Дамми-переменная участия компании в рейтинге Ассоциации менеджеров России (АМР)	Основная	Принимает значение 1, если компания участвует в рейтинге, 0 — если нет
$RUIE_{it}$	Индивидуальный показатель компании в рейтинге РСПП	Основная	Числовой показатель, отражающий позицию компании в рейтинге
WWF_{it}	Индивидуальный показатель компании в рейтинге WWF	Основная	Числовой показатель, отражающий позицию компании в рейтинге
AMR_{it}	Индивидуальный показатель компании в рейтинге АМР	Основная	Числовой показатель, отражающий позицию компании в рейтинге
$EBITDA/Sales$	Показатель рентабельности по EBITDA в % от выручки	Контрольная	Отражает эффективность операционной деятельности компании
$NetCAPEX/Sales$	Капитальные затраты компании за вычетом амортизации, нормированные на выручку	Контрольная	Отражает интенсивность капитальных вложений на развитие бизнеса
$R\&D Exp./Sales$	Затраты компании на НИОКР, нормированные на выручку	Контрольная	Показатель интенсивности вложений в НИОКР
LEV_{it}	Соотношение общего заемного капитала к собственному капиталу компании, %	Контрольная	Отражает результаты финансовой деятельности компании по оптимизации структуры капитала
$SIZE_{it}$	Размер компании	Контрольная	Рассчитан как логарифм объема выручки компании

В ходе анализа первоначальной выборки из 680 наблюдений были выявлены большие разбросы для показателей *ROCE, ROE, Net CAPEX/Sales*. Также был проведен первичный графический анализ распределения наблюдений, показавший наличие нескольких «выбросов», что также могло снизить объясняющую силу модели и значимость коэффициентов. Было принято решение удалить эти выбросы, после чего выборка составила 640 наблюдения по 130 компаниям. Описательная статистика выборки после удаления выбросов представлена в таблице 3.

Согласно данным таблицы 3, только в 35,31 % случаев компания участвует в рейтингах РСПП, в 16,25 % — в рейтинге WWF, и в 7,97 % случаев — в рейтинге АМР. Более детально участие компаний в рейтингах представлено в таблице 4.

Больше всего компаний участвует в рейтинге РСПП. Это может быть связано с тем, что при составлении рейтинга РСПП его авторы рассматривают более широкое количество компаний, кроме того, этот рейтинг более

диверсифицирован. В то же время рейтинги WWF (в области экологической ответственности) и АМР (в области КСО) являются более новыми и глубже прорабатывают соответствующие области.

С этой целью оценки влияния корпоративных рейтингов на показатели развития регионов РФ была построена выборка 85 регионов РФ за 2018 г., для которых было определено место в рейтингах социально-экономического положения регионов и рейтинге устойчивого развития городов (регионов). Кроме того, была составлена матрица «регион — компания», с помощью которой определялось наличие в каждом регионе РФ филиалов и производственных площадок каждой из 130 крупнейших российских публичных компаний, включенных в выборку. Полученная матрица позволила получить оценку степени «присутствия» компаний выборки в каждом из регионов, а также выявить количество компаний (филиалов), входящих в рейтинги WWF Russia и РСПП, в каждом из регионов. Полученная мат-

Таблица 3

Описательная статистика выборки российских компаний реального сектора

Table 3

Descriptive statistics for the sample of Russian non-financial companies

Переменная	Кол-во наблюдений	Среднее	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
ROA	640	0,0387	0,108	-0,7	0,5
Market Cap/Assets	640	5,3780	18,6252	0	135,29
EBITDA/Sales	640	0,2008	0,169	-0,69	0,76
CAPEX/Sales	640	-0,1648	0,122	-0,48	0,4
Net CAPEX/Sales	640	0,0798	0,138	-0,7	0,32
Leverage	640	0,006	0,097	-1,11	0,73
R&D Exp./Sales	640	0,0027	0,021	0	0,22
Size	640	10,9745	1,839	5,8	15,92
RUIE(D)	640	0,3531	0,4783	0	1
RUIE	640	0,2115	0,346	0	1,358
WWF(D)	640	0,1625	0,3619	0	1
WWF	640	0,1600	0,4120	0	1,8558
AMR(D)	640	0,0797	0,271	0	1
AMR	640	0,0503	0,191	0	1

Таблица 4

Участие компаний выборки в рейтингах по годам

Table 4

Participation of the sample companies in the ratings by years

Год	Рейтинги РСПП	Рейтинги WWF Russia	Рейтинг AMP	Наблюдений в году
2014	28	2	0	124
2015	49	25	9	128
2016	49	25	14	129
2017	50	26	15	129
2018	50	27	13	130

рица показала, что в рейтинге РСПП участвует компаний больше, чем в рейтинге WWF в силу того, что ответственное отношение к окружающей среде в России менее распространено, чем в развитых странах мира. Если в среднем в каждом из 85 рассматриваемых регионов находится около 2–3 филиалов и подразделений компаний, участвующих в рейтинге WWF Russia, то для рейтинга РСПП эта цифра составляет 9 филиалов.

Так как разные рейтинги регионов обладают разными системами присуждения баллов, для приведения их к единому виду сделано преобразование. Регионам, в зависимости от занимаемого ими места в рейтинге, присуждаются баллы от 1, 18 до 100 (1,18 для 85-го места, 100 — для 1-го места) с шагом 1,18.

Результаты эконометрического анализа

Для выявления влияния участия компаний в рейтингах РСПП и WWF на положение регионов их присутствия в рейтинге социально-экономического положения регионов РФ были оценены 3 спецификации модели (*Region 1*),

(*Region 2*) и (*Region 3*). Эти модели отражают влияние участия компаний в рейтингах РСПП и WWF Russia на результаты регионов их присутствия в рейтингах социально-экономического развития (место в рейтинге и первичный балл) и устойчивого развития соответственно. Подробнее результаты построения регрессий представлены в таблице 5.

Согласно представленным в таблице 5 результатам, участие компаний, присутствующих в регионе, в рейтингах WWF Russia и РСПП положительно влияет на положение региона в рейтинге социально-экономического развития. При этом влияние участия компаний в рейтинге WWF Russia несколько выше по модулю, чем влияние участия в рейтинге РСПП. Это можно объяснить тем, что при составлении рейтинга WWF Russia учитывается широкий спектр факторов, связанных с влиянием компании не только на природу, но и на социальную среду. В то же время, регрессии, отражающие влияние рейтинга РСПП на рейтинги регионов, обладают более высокой объясняющей силой. Это можно объяснить тем, что при составлении

Таблица 5

Результаты тестирования регрессий для рейтинга социально-экономического развития регионов РФ

Table 5

Regression testing of the rating of socio-economic development of Russian

	Socio Economic (1)	SocioEconomic_Rating (2)	SocioEconomic_Rating (3)	Sustainable Development (5)	Sustainable Development (6)
<i>Units_WWF</i>	—	5,0175***	—	—	5,9474***
<i>Units_RUIE</i>	5,0425***	—	3,3552***	4,1172***	—
<i>CONST</i>	2,7139	28,6617***	9,3808***	11,4988	35,6848***
<i>R-squared, %</i>	41,91	42,34	53,73	27,94	20,54
Гетероскед-ть	Да (***)	Нет	Да (**)	Нет	Нет

Таблица 6

Результаты тестирования панельных регрессий ROA и Market Cap/Assets (спецификация (7))

Table 6

ROA and Market Cap/Assets panel regression results, specification (7)

Переменные	Объясняемые	
	ROA	Market Cap/Assets
<i>RUIE(D)</i>	-0,0516**	-1,4551
<i>WWF(D)</i>	0,0216	6,8974***
<i>AMR(D)</i>	-0,0031	-0,5044
<i>RUIE(D)×RUIE</i>	0,0343*	3,4154*
<i>WWF(D)×WWF</i>	0,0109	0,5396
<i>AMR(D)×AMR</i>	0,0186	10,4408**
<i>EBITDA/Sales</i>	0,5091***	14,0564***
<i>Leverage</i>	0,0140	-2,3236
<i>Net CAPEX/Sales</i>	0,1156**	7,2343*
<i>R&D Exp./Sales</i>	0,1429**	-2,6456
<i>Size</i>	0,0091*	-3,2742***
<i>CONST</i>	-0,1487**	37,1036***
<i>R-squared, %</i>	32,44	43,60
Мультикол-линейность	Нет	Нет
Гетероскедастичность	Нет	Нет
Автокорреляция	Нет	Нет

этого рейтинга учитывается широкий спектр факторов, которые также учитываются при составлении рейтингов регионов. К этим факторам относятся производительность труда, отношения с персоналом (включая оплату труда и социальную защиту), инвестиции в регионах присутствия и т. д. Объясняющая сила регрессий варьируется от 41,91 % до 53,73 %, что является приемлемым, хотя и невысоким результатом. Однако у части этих регрессий выявлена проблема гетероскедастичности. Кроме того, слабым местом приведенных регрессий является включение только одной объясняющей переменной. Регрессии, построенные для рейтинга устойчивого развития городов (регионов), также свидетельствуют о положительном влиянии участия компаний в рейтингах РСПП и WWF Russia на показатели устойчивого развития регионов присутствия. Однако объясняющая сила этих регрессий очень низ-

кая, что свидетельствует о том, что этот фактор в малой степени объясняет результаты регионов по устойчивому развитию.

Для выявления влияния корпоративных рейтингов на эффективность компании были оценены модели типа *Rating*. Спецификация (*Rating 1*) включает как дамми-переменные участия, так и числовые переменные результатов компаний в рейтингах. Результаты построения наиболее значимых регрессий, которые при этом избавлены от проблем мультиколлинейности и гетероскедастичности, представлены в таблице 6.

Полученные результаты представляют интерес с точки зрения интерпретации. Во-первых, коэффициенты при регрессорах свидетельствуют о значимом нелинейном влиянии рейтинга РСПП на показатель ROA. Если участие в рейтинге при прочих равных снижает показатель ROA компании на 5,16 п. п.,

Таблица 7
Результаты тестирования панельных регрессий ROA и Market Cap/Assets (спецификации (8) и (9))

Table 7

ROA and Market Cap/Assets panel regression results, specifications (8) and (9)

Переменные	Объясняемые			
	ROA (+ лаг) (2)	ROA (+ лаг) (3)	Market Cap/Assets + лаг (2)	Market Cap/Assets (Rating 3)
<i>RUIE(D)</i>	-0,0124 (-1 year)	—	6,6660*	—
<i>WWF(D)</i>	0,0390 (-1 year)**	—	11,9599***	—
<i>AMR(D)</i>	-0,0102 (-1 year)	—	2,1004	—
<i>RUIE(D)×RUIE</i>	—	0,0176 (-1 year)	—	6,0327***
<i>WWF(D)×WWF</i>	—	-0,0028 (-1 year)	—	1,9848*
<i>AMR(D)×AMR</i>	—	0,0028 (-1 year)	—	10,9530***
<i>EBITDA/Sales</i>	0,5133***	0,5129***	12,4895***	15,0170***
<i>Leverage</i>	0,0458 (-1 year)	0,0451 (-1 year)	-4,0058 (-1 year)	-2,3896
<i>Net CAPEX/Sales</i>	0,1693 (-1 year)***	0,1707 (-1 year)***	4,0155 (-1 year)	6,6095*
<i>R&D Exp./Sales</i>	0,1996 (-1 year)*	0,2073 (-1 year)*	10,3365 (-1 year)	-3,5244
<i>Size</i>	0,0041	0,0024	-3,7070***	-3,4911***
<i>CONST</i>	-0,0909	-0,0743	39,1550***	38,9955***
<i>R-squared, %</i>	55,25	53,29	44,74	43,08
Мультиколлинеарность	Нет	Нет	Нет	Нет
Гетероскедастичность	Нет	Нет	Нет	Нет
Автокорреляция	Нет	Нет	Нет	Да()

то повышение рейтинга на 1 балл ведет к повышению ROA на 3,43 п. п. Учитывая, что стандартный шаг в рейтинге РСПП значительно ниже единицы, положительное влияние повышения позиций в рейтинге больше по модулю, чем отрицательное влияние участия.

Во-вторых, для рыночной капитализации характерно наличие положительного влияния участия компании в рейтинге WWF Russia, а также достижения ею высоких результатов в рейтингах РСПП и AMP, при этом влияние рейтинга AMP наиболее высоко по модулю.

В-третьих, модели свидетельствуют о значимом положительном влиянии на показатели ROA и рыночной капитализации переменных *EBITDA/Sales* и *Net CAPEX/Sales*.

Следующим важным шагом анализа стало построение панельных регрессий в спецификациях (*Rating 2*) и (*Rating 3*), наиболее значимые результаты представлены в таблице 7. Модели в этой спецификации также строились с добавлением временного лага. Это связано с предположением, что эффекты рейтингов либо контрольных переменных могут быть отложены во времени.

Полученные модели в таблице 7 обладают достаточной (хотя и не очень высокой) объясняющей силой. Эти модели позволяют сделать несколько выводов. Так, для показателя ROA характерно более значимое влияние участия компаний в рейтинге WWF Russia, с добавле-

нием временного лага лишь этот фактор значим. Как и в регрессиях спецификации (*Rating 1*), влияние участия в рейтинге РСПП было отрицательным, а WWF — положительным. При этом модели с временным лагом обладают более высокой объясняющей силой.

Для моделей с *Market Cap/Assets* значимо влияние всех репутационных рейтингов, включенных в исследование. Кроме того, в отличие от моделей ROA, здесь значимы как переменные участия в рейтингах, так и числовые переменные результатов.

Интерпретация результатов эмпирического исследования

Новым результатом для российских исследований по региональному развитию является полученный вывод о положительном влиянии на социально-экономическое развитие региона участия осуществляющих свою деятельность в регионе компаний в репутационных рейтингах. Выдвинутая гипотеза нашла свое подтверждение. Это позволяет сделать три важных вывода. Во-первых, вложение компаний в репутацию в широком смысле действительно приводит к росту благосостояния широкого круга стейкхолдеров, проживающих на территории, где оперирует компания. Лидеры корпоративных рейтингов в регионе являются также локомотивами социально-экономического развития территорий и могут быть вы-

браны как основные партнеры региональных властей для реализации стратегии развития. Во-вторых, исследование выявило слабый интерес бизнеса к вопросам инвестиций в охрану окружающей среды. Результаты оценивания показали, что даже простое участие компании в экологических программах положительно сказывается на инвестиционном рейтинге региона. Региональным органам управления следует наладить диалог с компаниями, реализующими экологические программы для повышения инвестиционного развития региона. В-третьих, представляется, что меры, предпринимаемые компаниями для повышения своих позиций в рейтингах РСПП и WWF Russia, позитивно сказываются как на сотрудниках компании (инвестиции в развитие сотрудников), так и на социальной среде (участие в социальных программах, финансирование возведения объектов социальной инфраструктуры, сохранения и восстановления окружающей среды) в регионах присутствия.

В отношении обоснования эффективности вложений в репутацию для компаний также удалось обнаружить важные и новые результаты.

Во-первых, выявлено наличие положительного и статистически значимого влияния рейтингов РСПП («Ответственность и открытость» и «Вектор устойчивого развития») и рейтинга открытости в сфере экологической ответственности WWF Russia на показатель *ROA* российских компаний реального сектора. При этом влияние рейтинга РСПП было нелинейным и носило J-образный характер. В случае участия компании в РСПП при низких результатах это участие негативно сказывалось на показателях финансовой эффективности компании, как на *ROA*, так и на рыночной капитализации. Но в случае, если компания занимает высокие позиции в рейтинге, его влияние на показатели финансовой эффективности становится положительным. Это может быть связано с тем, что в рейтинге РСПП участвует большое количество компаний, и для положительной оценки компании со стороны стейкхолдеров недостаточно одного лишь участия. При этом существуют различные издержки, связанные с участием компании в данном рейтинге, поэтому оно становится оправданным только при достижении высоких результатов. В отличие от рейтинга РСПП, для рейтинга WWF Russia характерно более значительное и значимое влияние участия, нежели высоких результатов, на *ROA* российских компаний. Это повышает цен-

ность усилий компании в глазах инвесторов и стейкхолдеров в целом.

Во-вторых, выявлено положительное и статистически значимое влияние участия в рейтингах на рыночную капитализацию российских компаний реального сектора. Более высокие позиции в рейтингах оказывают более значительное по модулю влияние на рыночную капитализацию, чем простое участие в рейтингах. Однако это справедливо для рейтингов РСПП и AMP, для рейтинга WWF Russia, как и в регрессиях *ROA*, характерно более значимое влияние участия в рейтинге.

В-третьих, в ходе исследования были выявлены особенности, связанные с возможным временным лагом влияния рейтингов на финансовую эффективность российских компаний. Этот эффект наблюдался для рыночной капитализации. Однако более высоким качеством и объясняющей силой обладали те регрессии, в которых рейтинги учитывались без временного лага, а ряд контрольных переменных (*Net CAPEX/Sales, Leverage, R&D Exp./Sales*) — с лагом.

Таким образом, гипотезы 1, 2, 3 подтверждены; гипотеза 4 подтверждена частично (для рейтинга РСПП); гипотеза 5 не подтвердилась: рейтинги РСПП, охватывающие наибольший спектр сфер деятельности компании, оказывают меньшее по модулю влияние на показатели их эффективности, чем рейтинг WWF (в случае с *ROA*) и рейтинг AMP (в случае с *Market Cap/Assets*). Это свидетельствует о том, что выявлено наличие положительного влияния репутационных рейтингов на ряд показателей финансовой эффективности российских компаний реального сектора.

В ходе исследования также было получено несколько интересных результатов при работе с контрольными переменными, требующих интерпретации. Наиболее значимой оказалась переменная *EBITDA/Sales*, отражающая операционную эффективность компаний, ее влияние практически всегда было самым высоким по модулю. Этот результат может свидетельствовать о синергетическом эффекте репутации и операционной эффективности. Важной контрольной переменной также является *NetCAPEX/Sales*. Это объясняется преобладанием в выборке компаний из капиталоемких отраслей (металлургия, нефтегазовая отрасль, отрасль энергетики и т. д.), для которых особенно важны инвестиции в приобретение и обновление основных средств. Кроме того, результаты показывают склонность инвесторов рассматривать активное инвестиро-

вание компанией как хороший сигнал, демонстрирующий наличие потенциала для роста и развития.

Для моделей, в которых зависимой переменной является рыночная капитализация, характерно негативное влияние показателя финансового рычага. Это может быть связано с тем, что инвесторы воспринимают высокую долю долга как негативный сигнал. Повышение долга ведет к повышению финансовых рисков для компаний [25] и к снижению денежного потока, который может быть направлен на выплату дивидендов [26]. Однако для большинства регрессий влияние показателя финансового рычага было статистически не значимо, что может быть связано с несовершенством долгового рынка и склонностью российских компаний к концепции *pecking-order*, то есть дополнения долгом внутренних источников финансирования.

Важно отметить разнонаправленное влияние размера компании на ее финансовые показатели. Для ROA положительное влияние может быть объяснено положительным эффектом от масштаба, ведущим к повышению эффективности операционной деятельности. При этом для регрессий рыночной капитализации характерно отрицательное влияние этого показателя. Это может быть связано с особенностями выборки. Значительную долю в выборке составляют компании из нефтегазовой отрасли (около 60 % выручки), для капитализации которых характерна зависимость от таких факторов, как цены на нефть, новости об инвестициях в новые проекты, изменениях в условиях экспортных поставок и налогообложения, что оказывало большое влияние на ожидания инвесторов относительно будущих денежных потоков.

Заключение

Исследование выявило положительное влияние участия и позиции в репутационных рейтингах российских публичных компаний реального сектора на социально-экономическое развитие регионов присутствия компаний и на финансовые показатели эффективности. Полученные результаты позволили обнаружить новый источник роста инвестиционной привлекательности регионов России, в которых одновременно заинтересованы как местные сообщества и органы власти, так и сами компании. Таким образом, во взаимосвязи социально-экономического развития регионов и усилий компаний в области социальной корпоративной ответственности есть встроенный

механизм: компании не нуждаются во внешнем стимулировании к участию в корпоративных рейтингах, поскольку получают значимый положительный эффект для показателей эффективности.

Удалось достичь ряда результатов, определяющих новизну представленной работы. Во-первых, впервые было проведено исследование взаимосвязи корпоративных рейтингов и рейтингов развития регионов. Во-вторых, впервые использованы данные российских публичных компаний реального сектора, для которых исследования влияния корпоративной репутации на эффективность практически не проводились. В-третьих, немногие из существовавших прошлых исследований для российских компаний проводились на узких выборках и фокусировались на соблюдении компанией стандартов КСО, а не на рейтингах. В то же время, именно рейтинги являются оценкой деятельности компании со стороны внешних экспертов, которой пользуется ряд стейкхолдеров. Таким образом, представленное исследование становится важным шагом к пониманию влияния восприятия российских компаний и их репутации на результаты их деятельности и территории их операций.

Наконец, в ходе работы проводились исследования влияния нескольких рейтингов на различные показатели эффективности компаний и регионов. Полученные результаты позволяют сделать вывод о существенных различиях в этом влиянии, в первую очередь, в силу различий между рейтингами, их областями исследования и методологиями.

Важным результатом проведенного исследования представляется и то, что в данной работе в качестве фактора повышения социально-экономического развития регионов рассматривается стремление компаний, присутствующих в регионе, к повышению своей репутации. Представляется также, что повышение позиций компаний и регионов в соответствующих рейтингах представляет собой «самоподдерживающийся» процесс: улучшение репутации компании через инвестирование в КСО приводит к улучшению социально-экономической ситуации и развитию региона, повышая его привлекательность для ведения бизнеса. Это открывает новые возможности для исследований в области взаимоотношений менеджмента компаний, принимающего решения об участии в корпоративных рейтингах и инвестициях в КСО, и региональными органами власти.

В ходе работы были даны ответы на все исследовательские вопросы, сформулированные в начале исследования, а также проверены все гипотезы. Несмотря на это, представленное исследование имеет несколько ограничений. Во-первых, несмотря на то, что в выборку были включены все крупнейшие российские компании реального сектора, количество компаний, участвующих в ней, меньше, чем в аналогичных исследованиях для развитых стран (в первую очередь США). Во-вторых, отраслевая принадлежность компаний. В-третьих, в исследовании представлены только компании реального сектора, без включения банков и финансовых организаций. Наконец, результаты исследования оставляют вопросы в части изучения влияния конкретных инвестицион-

ных проектов в области устойчивого развития и КСО на показатели социально-экономического развития регионов, включая ВРП, качество инфраструктуры, окружающей среды, городской среды и т. д. Все эти ограничения обуславливают возможность дальнейших исследований по выбранной теме.

Представленное исследование влияния репутационных рейтингов на эффективность российских компаний реального сектора и показатели развития регионов их присутствия не только подтверждает наличие положительного влияния повышения репутации как на компании, так и на регионы, но и открывает возможности для дальнейших исследований по данной теме. Это делает данную работу важной как с теоретической, так и с практической точки зрения.

Список источников

1. Карминский А. М., Трофимова Е. В. Роль рейтингов в развитии бизнес-процессов российских банков. // Вестник МГИМО Университета. 2011. № 4. С. 12–26.
2. Савалей В. В. Валовой региональный продукт как индикатор эффективности и уровня развития территориальной экономики // Территория новых возможностей. Вестник Владивостокского государственного университета экономики и сервиса. 2017. № 2. С. 31–43.
3. Смирнова Н. А. Региональная асимметрия субъектов РФ. Статистический аспект // Вестник Санкт-Петербургского университета. 2005. № 2. С. 118–125.
4. Дертишеникова Е. Н. Комплексная оценка социально-экономического развития региона // Проблемы развития территории. 2011. Вып. № 1 (53). С. 25–35.
5. Куклин А. А., Коробков И. В. Выбор эффективной траектории социально-экономического развития региона // Экономика региона. 2018. Т. 14, вып. 4. С. 1145–1155.
6. Fombrun C. J., Rindova V. P. Who's tops and who decides? The social construction of corporate reputations // Working Paper. New York University, Stern School of Business. 1996.
7. Flatt S. J., Kowalczyk S. J. Do corporate reputations partly reflect external perceptions of organizational culture? // Corporate Reputation Review. 2003. Vol. 3, iss. 4. P. 351–358. doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540125.
8. Min M., Desmoulin-Lebeault F., Esposito M. Should pharmaceutical companies engage in corporate social responsibility? // Journal of Management Development. 2017. Vol. 36, iss. 1. P. 58–70. doi.org/10.1108/JMD-09-2014-0103.
9. Chernev A., Blair S. Doing well by doing good: the benevolent halo of corporate social responsibility // Journal of Consumer Research. 2015. Vol. 41, iss. 6. P. 1412–1425. doi.org/10.1086/680089.
10. Sen S., Bhattacharya C., Korschun D. The role of corporate social responsibility in strengthening multiple stakeholder relationships: A field experiment // Journal of the Academy of Marketing Science. 2006. Vol. 34, iss. 2. P. 158–166. doi.org/10.1177/0092070305284978.
11. Cao Y., Myers L. A., Omer T. C. Does company reputation matter for financial reporting quality: Evidence from restatements // Contemporary Accounting Research. 2011. Vol. 29, iss. 3. P. 956–990. doi.org/10.2139/ssrn.1317343.
12. Huynh Q. L. Earnings quality with reputation and performance // Asian Economic and Financial Review. 2018. Vol. 8, iss. 2. P. 269–278. doi.org/10.18488/journal.aefr.2018.8.2.269.278.
13. Luchs C., Stuebs M., Sun L. Corporate reputation and earnings quality // Journal of Applied Business Research. 2009. Vol. 25, iss. 4. P. 47–54. doi.org/10.19030/jabr.v25i4.1016.
14. Tan H. S. Does the reputation matter: Corporate reputation and earnings quality // Journal of Modern Accounting & Auditing. 2008. Vol. 4, iss. 8. P. 53–70. doi.org/10.2139/ssrn.1013127.
15. Bénabou R., Tirole J. Individual and corporate social responsibility // *Economica*. 2010. Vol. 77, iss. 305. P. 1–19. doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x.
16. Krueger P. Corporate Goodness and Shareholder Wealth // Journal of Financial Economics. 2015. Vol. 115, iss. 2. P. 304–329. doi.org/10.2139/ssrn.2287089.
17. Wang Y.-S., Chen Y.-J. Corporate social responsibility and financial performance: Event study cases // Journal of Economic Interaction and Coordination. 2017. Vol. 12, iss. 2. P. 193–219. doi.org/10.1007/s11403-015-0161-9.
18. Анкудинов А. Б., Борисов Д. М. Корпоративная социальная ответственность как фактор долгосрочного роста // Известия Уральского государственного экономического университета. 2013. Т. 45, № 1. С. 109–114.

19. Sackley H. W., Vashakmadze T. T. The enhancement of equity valuations in developed and emerging markets through the use of sustainable investment indicators // *Journal of Corporate Finance Research*. 2014. Vol. 8, iss. 2. P. 54–58. doi.org/10.17323/j.jcfr.2073–0438.8.2.2014.54–58.
20. 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.
21. Measure the performance with the Market Value Added: Evidence from CSR companies / Carini C., Comincioli N., Poddi L., Vergalli S. // *MDPI Journal*. 2017. Vol. 9, iss. 12. P. 1–19. doi.org/10.3390/su9122171.
22. Гизатуллин А. В. Корпоративное управление, социальная ответственность и финансовая эффективность компании // *Российский журнал менеджмента*. 2007. Т. 5, № 1. С. 35–66.
23. Smith N. C. Corporate social responsibility: whether or how? // *California Management Review*. 2003. Vol. 45, iss. 4. P. 52–76.
24. Bowman E. H., Mason H. A strategic posture toward corporate social responsibility // *California Management Review*. 1975. Vol. 18. P. 49–58. doi.org/10.2307/41164638.
25. Altman E. I., Hotchkiss E. S. *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt*. 3rd edit. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2006. 368 p.
26. Delcours N. The determinants of capital structure in transitional economies // *International Review of Economics and Finance*. 2007. Vol. 16, iss. 3. P. 400–415. doi.org/10.1016/j.iref.2005.03.005.

References

1. Karminskiy, A. M. & Trofimova, E. A. (2011). The role of ratings in the development of business processes of russian banks. *Vestnik MGIMO Universiteta [MGIMO Review of International Relations]*, 4, 12–26. (In Russ.)
2. Savaley, V. V. (2017). Gross regional product as an indicator of territorial economy efficiency and development level. *Territoriya novykh vozmozhnostey. Vestnik Vladivostokskogo gosudarstvennogo universiteta ekonomiki i servisa [The Territory of New Opportunities. The Herald of Vladivostok State University of Economics and Service]*, 2, 31–43. (In Russ.)
3. Smirnova, N. A. (2005). Regional asymmetry in the Russian Federation: a statistical aspect. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo Universiteta [St Petersburg University Journal of Economic Studies]*, 2, 118–125. (In Russ.)
4. Dertishnikova, E. N. (2011). Integrative evaluation of socio-economic development of Russia's regions. *Problemy razvitiya territorii [Problems of territory's development]*, 1(53), 25–35. (In Russ.)
5. Kuklin, A. A. & Korobkov, I. V. (2018). Selection of an Effective Trajectory of Regional Socio-Economic Development. *Ekonomika regiona [Economy of region]*, 14(4), 1145–1155. (In Russ.)
6. Fombrun, C. J. & Rindova, V. P. (1996). *Who's tops and who decides? The social construction of corporate reputations*. Working Paper. New York University, Stern School of Business.
7. Flatt, S. J., & Kowalczyk, S. J. (2000). Do corporate reputations partly reflect external perceptions of organizational culture? *Corporate Reputation Review*, 3(4), 351–358. DOI: doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540125.
8. Min, M., Desmoulin-Lebeault, F. & Esposito, M. (2017). Should pharmaceutical companies engage in corporate social responsibility? *Journal of Management Development*, 36(1), 58–70. DOI: doi.org/10.1108/JMD-09-2014-0103.
9. Chernev, A. & Blair, S. (2015). Doing well by doing good: the benevolent halo of corporate social responsibility. *Journal of Consumer Research*, 41(6), 1412–1425. DOI: doi.org/10.1086/680089.
10. Sen, S., Bhattacharya, C. & Korschun, D. (2006). The role of corporate social responsibility in strengthening multiple stakeholder relationships: A field experiment. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(2), 158–166. DOI: doi.org/10.1177/0092070305284978.
11. Cao, Y., Myers, L. A. & Omer, T. C. (2011). Does company reputation matter for financial reporting quality: Evidence from restatements. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 956–990. DOI: doi.org/10.2139/ssrn.1317343.
12. Huynh, Q. L. (2018). Earnings quality with reputation and performance. *Asian Economic and Financial Review*, 8(2), 269–278. DOI: doi.org/10.18488/journal.aefr.2018.82.269.278.
13. Luchs, C., Stuebs, M. & Sun, L. (2009) Corporate reputation and earnings quality. *Journal of Applied Business Research*, 25(4), 47–54. DOI: doi.org/10.19030/jabr.v25i4.1016.
14. Tan, H. S. (2008). Does the reputation matter: Corporate reputation and earnings quality. *Journal of Modern Accounting & Auditing*, 4(8), 53–70. DOI: doi.org/10.2139/ssrn.1013127.
15. Bénabou, R. & Tirole, J. (2010). Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77(305), 1–19. DOI: doi.org/10.1111/j.1468–0335.2009.00843.x.
16. Krueger, P. (2015). Corporate Goodness and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304–329. DOI: doi.org/10.2139/ssrn.2287089.
17. Wang, Y.-S. & Chen, Y.-J. (2017) Corporate social responsibility and financial performance: Event study cases. *Journal of Economic Interaction and Coordination*, 12(2), 193–219. DOI: doi.org/10.1007/s11403–015–0161–9.
18. Ankudinov, A. B. & Borisov, D. M. (2013). Corporate Social Responsibility as a Factor for Long-Term Growth. *Isvestiya Uralskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta [Journal of the Ural State University of Economics]*, 1(45), 109–114. (In Russ.)
19. Sackley, H. W. & Vashakmadze, T. T. (2014). The enhancement of equity valuations in developed and emerging markets through the use of sustainable investment indicators. *Korporativnye finansy [Journal of Corporate Finance Research]*, 2(30), 53–57. DOI: doi.org/10.17323/j.jcfr.2073–0438.8.2.2014.54–58/

20. 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. (In Russ.)
21. Carini, C., Comincioli, N., Poddi, L. & Vergalli, S. (2017). Measure the performance with the Market Value Added: Evidence from CSR companies. *Sustainability*, 9(12), 1–19. DOI: doi.org/10.3390/su9122171.
22. Gizatullin, A. V. (2007). Corporate Governance, Social Responsibility and Financial Performance. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta [Russian management journal]*, 5(1), 35–66. (In Russ.)
23. Smith, N. C. (2003). Corporate social responsibility: whether or how? *California Management Review*, 45(4), 52–76.
24. Bowman, E. H. & Mason, H. (1975). A strategic posture toward corporate social responsibility. *California Management Review*, 18, 49–58. DOI: doi.org/10.2307/41164638.
25. Altman, E. I. & Hotchkiss, E. S. (2006). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt. 3rd edition.* Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 368.
26. Delcours N. (2007). The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of Economics and Finance*, 16(3), 400–415. DOI: doi.org/10.1016/j.iref.2005.03.005.

Информация об авторах

Макеева Елена Юрьевна — кандидат экономических наук, доцент, зам. руководителя Школы финансов факультета экономических наук Национальный исследовательский университет - Высшая школа экономики; Scopus Author ID: 2005442401; <https://orcid.org/0000-0002-5821-4496> (Российская Федерация, 101000, г. Москва, Покровский бульвар, 11, S623; e-mail: emakeeva@hse.ru).

Ивашковская Ирина Васильевна — доктор экономических наук, ординарный профессор, руководитель Школы финансов факультета экономических наук, заведующий исследовательской лаборатории корпоративных финансов, Национальный исследовательский университет - Высшая школа экономики; Scopus Author ID: 35603441700; <https://orcid.org/0000-0003-1409-5250> (Российская Федерация, 101000, г. Москва, Покровский бульвар, 11, S629; e-mail: (iivashkovskaya@hse.ru).

Ружанская Людмила Станиславовна — доктор экономических наук, доцент, заведующий кафедрой международной экономики и менеджмента, Институт экономики и управления, Уральский федеральный университет; Scopus Author ID: 56646526700; <https://orcid.org/0000-0003-1490-779X> (Российская Федерация, 620000, г. Екатеринбург, ул. Мира 19, И320; e-mail: l.s.ruzhanskaya@urfu.ru).

Попов Константин Александрович — аспирант Аспирантской школы по экономике, Национальный исследовательский университет - Высшая школа экономики; <https://orcid.org/0000-0002-0328-6230>; (Российская Федерация, 101000, г. Москва, Покровский бульвар, 11; kpopov@hse.ru).

About the authors

Elena Yu. Makeeva — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, Deputy Head of the School of Finance, Faculty of Economic Sciences, National Research University “Higher School of Economics”; Scopus Author ID: 2005442401; <https://orcid.org/0000-0002-5821-4496> (11, Pokrovsky Boul., Moscow, 101000, Russian Federation; e-mail: emakeeva@hse.ru).

Irina V. Ivashkovskaya — Dr. Sci. (Econ.), Tenured Professor, Head of the School of Finance, Faculty of Economic Sciences, Head of Corporate Finance Center, National Research University “Higher School of Economics”; Scopus Author ID: 35603441700; <https://orcid.org/0000-0003-1409-5250> (11, Pokrovsky Boul., Moscow, 101000, Russian Federation; e-mail: iivashkovskaya@hse.ru).

Liudmila S. Ruzhanskaya — Dr. Sci. (Econ.), Associate Professor, Head of the Academic Department of International Economics and Management, Graduate School of Economics and Management, Ural Federal University; Scopus Author ID: 56646526700; <https://orcid.org/0000-0003-1490-779X> (19, Mira St., Ekaterinburg, 620000, Russian Federation, e-mail: l.s.ruzhanskaya@urfu.ru).

Konstantin A. Popov — PhD Student of Doctoral School of Economics, National Research University “Higher School of Economics”; <https://orcid.org/0000-0002-0328-6230> (11, Pokrovsky Boul., Moscow, 101000, Russian Federation; e-mail: kpopov@hse.ru).

Дата поступления рукописи: 07.08.2020.

Прошла рецензирование: 14.10.2020.

Принято решение о публикации: 18.12.2020.

Received: 07 Aug 2020

Reviewed: 14 Nov 2020

Accepted: 18 Dec 2020