

ВЕЛИЧКО ОЛЕНА¹
ПРИЛИПКО СЕРГІЙ²
ПРИЛИПКО КАТЕРИНА³

Вплив корпоративної соціальної відповідальності на фінансові показники компаній

АНОТАЦІЯ. Досліджено, як корпоративна соціальна відповідальність — екологічна, соціальна, корпоративне управління, впливає на фінансові показники американських компаній за період 2009–2013 рр. Проаналізовано позиції зарубіжних і вітчизняних авторів щодо сутності корпоративної соціальної відповідальності та її значення в розвитку інвестиційної діяльності компаній. Вивчено мотиваційні аспекти компаній стосовно стимулювання діяльності з корпоративної соціальної відповідальності, які мають як деякий негативний, так і позитивний вплив на фінансові показники. Зокрема, серед таких мотивацій: потенційний позитивний вплив на імідж компанії, потенційне підвищення лояльності працівників, покупців і партнерів у ланцюзі постачання, вища довіра з боку державних органів і регуляторів. Зроблено огляд результатів емпіричних досліджень впливу корпоративної соціальної відповідальності на діяльність компаній. Запропоновано систему показників оцінки впливу корпоративної соціальної відповідальності на фінансовий стан компанії, а саме: відношення ринкової вартості компанії до загального обсягу активів; відношення чистого прибутку до загального обсягу активів; відношення чистого прибутку до середнього розміру власного капіталу; відношення ЕВІТ до загального обсягу продажів; сума загальних переваг за мінусом суми загальних проблем у семи категоріях бази даних KLD; кількість сильних сторін за мінусом загальної кількості проблем у категорії навколишнього середовища; кількість сильних сторін за мінусом кількості проблем, пов'язаних із соціальними питаннями (охорона праці, права працівників, відносинами з працівниками та ін.); кількість сильних сторін за мінусом загальної кількості проблем у системі корпоративного управління; обсяг активів; коефіцієнт ризику; витрати на науково-дослідні роботи, розділені на обсяг активів. На цій основі побудовано кореляційну матрицю спостережень, розраховано регресії показників фінансової ефективності щодо змінних як корпоративної соціальної відповідальності, так і окремих її складових. Наголошено, що розвиток корпоративної соціальної відповідальності особливо важливий для інвесторів, оскільки це має пряму вплив на операційні показники діяльності і враховуватися у визначенні корпоративної стратегії. Крім того, багато компаній на сьогодні включають інформацію з цього питання до щорічних звітів та оприлюднюють на веб-сайтах. Це формує відповідні бази даних консалтингових, маркетингових, інвестиційних та інших агенцій.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: корпоративна соціальна відповідальність, корпоративна фінансова результативність, кореляційно-регресійний аналіз впливу, регресії показників фінансової ефективності, показники соціальної ефективності, екологічні та соціальні аспекти діяльності, корпоративне управління.

¹ **Величко Олена Георгіївна** — доцент кафедри міжнародних фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», заслужений економіст, аудитор, член Спілки аудиторів України. Сфера наукових інтересів: вдосконалення бухгалтерського обліку та аудиту на ринку цінних паперів, міжнародна конкурентоспроможність. Електронна адреса: evelichko@ukr.net

² **Прилипко Сергій Іванович** — доцент кафедри міжнародних фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», заслужений економіст, аудитор, член Спілки аудиторів України. Сфера наукових інтересів: організація обліку, аудиту, інвестиційне проектування, корпоративне управління. Електронна адреса: serg-sp@ukr.net

³ **Прилипко Катерина Вячеславівна** — MSc University of Amsterdam. Сфера наукових інтересів: корпоративна соціальна відповідальність, фінансова результативність корпоративної діяльності, корпоративне управління.

Вступ

Починаючи з середини ХХ ст. з'являється таке поняття, як соціально відповідальні інвестиції, які набули, особливо в останні тридцять років, найбільшого поширення в Америці, Європі та Азії. На думку В. Лауфера⁴, наразі один з восьми доларів інвестується саме в цю сферу діяльності. Розуміючи роль компаній, яку вони сьогодні відіграють у суспільстві стосовно навколишнього середовища та добробуту людей, можна говорити про корпоративну соціальну відповідальність. Тому актуальною проблемою економічного розвитку у зв'язку зі зростанням масштабів економіки розвинених країн стало питання взаємозалежності економічного зростання корпорацій та впливу на цей процес таких суспільних вимог, як соціальні стандарти, екологія, системи корпоративного управління та ін. Дослідження авторів у цій сфері не дійшли консенсусу і результати неоднозначні. Деякі вчені стверджують, що це відношення є позитивним⁵, інші стверджують, що це відношення є негативним⁶ або просто несуттєвим⁷. Відповідно, метою даної роботи стало дослідження зв'язку між корпоративною соціальною ефективністю (Corporate Social Performance, CSR) і корпоративною фінансовою результативністю (Corporate Financial Performance, CFP). Іншими словами, як корпоративна соціальна відповідальність, а саме — екологічні, соціальні аспекти діяльності компаній, система її корпоративного управління впливає на фінансові показники.

Починаючи з другої половини ХХ ст. у зв'язку зі зростанням у США, Європі та Азії кількості та розміру корпорацій з'являється поняття корпоративної соціальної відповідальності (далі — КСВ). Питання і проблеми КСВ часто стають предметом гострих дискусій серед компаній і в суспільстві. Протягом тривалого часу багато вчених вважали, що соціально відповідальні інвестиції не є вигідними для компаній з фінансової позиції, оскільки можуть виникнути конфлікти з максимізацією вартості акціонерного капіталу^{8,9}. Однак ця думка не стала

⁴ Laufer, W. S. (2003). Social Accountability and Corporate Greenwashing. *Journal of Business Ethics*. 2003. № 43. pp. 253-261.

⁵ Waddock, S. A. & Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*. 1997. № 18. pp. 303-319.

⁶ Iwata, H. & Okada, K. (2011). How does environmental performance affect financial performance? Evidence from Japanese manufacturing firms. *Ecological Economics*. 2011. № 70(9). pp. 1691-1700.

⁷ Klassen, R.D. and Whybark, D.C. (1999). The Impact of Environmental Technologies on Manufacturing Performance. *Academy of Management Journal*. 1999. № 42. pp. 599-615.

⁸ Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*. 1970. № 32(3), 122-126.

⁹ Brummer, J. (1991). *Corporate responsibility and legitimacy: An interdisciplinary analysis*, Greenwood Press New York.

домінуючою серед економістів^{10, 11}. Марголіс, Ельфенбейн і Уолш¹² стверджують, провівши аналіз 252 наукових робіт, які досліджували взаємозв'язок між соціальними і фінансовими показниками та у більшості з них знайшли позитивний ефект, що інвестування в КСВ є вигідним для фірми та її зацікавлених сторін, називаючи такі потенційні вигоди, як конкурентна перевага, висока якість робочої сили, унікальна база клієнтів і навіть страхування від несподіваної кризи. Аналогічні висновки отримані й в інших дослідженнях¹³. До таких переваг відносять також збільшення довгострокових продажів та сталий дохід при виробництві продукції¹⁴. Тому як видно з зазначеного вище, досі не досягнуто єдиної думки щодо ефективності КСВ для корпорацій.

Сутність корпоративної соціальної відповідальності та її значення в інвестиційній діяльності

Протягом останніх двох десятиліть значно зросла увага до зв'язку між стійкістю розвитку економіки та фінансовими показниками фірм. Однією з причин є те, що внесок корпорацій у сталий розвиток став головною турботою зацікавлених сторін — інвесторів, кредиторів, уряду та інших екологічних інституцій тощо¹⁵. Той факт, що інвестори утримують 650 млрд дол. у фондах соціальних інвестицій, підтверджує це твердження¹⁶. Оскільки соціальні інвестиції в наш час становлять все більші та більші обсяги корпоративних інвестицій, менеджери приділяють не меншу увагу цій статті витрат, створюючи стратегію, яка б виправдовувала такі фінансові витрати. Крім того, участь у діяльності з КСВ збільшує цінність фірми та робить компанію привабливішою для інвесторів.

За словами Н. Богера, Р. Мюррея, К. Віллієрса¹⁷, не існує єдиного міжнародно визнаного визначення КСВ. М. Фрадман¹⁸ визначає КСВ як

¹⁰ Scholtens, B. (2008). A Note on the Interaction Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Ecological Economics*. 2008. № 68. pp. 46-55.

¹¹ Ameer, R. & Othman, R. (2011). Sustainability Practices and Corporate Financial Performance: A Study Based on the Top Global Corporations. *Journal of Business Ethics*. 2011. № 108.

¹² Margolis, J. D., Elfenbein, H.A., Walsh, J.P. (2009). Does it Pay to Be Good...And Does It Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance.

¹³ Orlitzky M., Schmidt F. L., Rynes S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studies*. 2003. № 24(3). pp. 403-441.

¹⁴ Flammer, C. (2013). Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors. *Academy of Management Journal*. 2013. № 56(3). pp. 758-781.

¹⁵ Scholtens, B. (2008). A Note on the Interaction Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Ecological Economics*. 2008. № 68. pp. 46-55.

¹⁶ Jensen, M. C. (2001). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *European Financial Management*. 2001. № 7(3). pp. 297-317.

¹⁷ Boeger, N., Murray, R., Villiers, C. (2008). Perspectives on corporate social responsibility. *Corporations. Globalisation and the Law series*. 2008. 264 c.

¹⁸ Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*. 1970. № 32(3). pp. 122-126.

«відповідальність компанії за збільшення своїх прибутків, дотримуючись правил гри», а А. МакВільямс і Д. Сігел¹⁹ описують КСВ як відповідальність «за досягнення певного соціального блага» за межами інтересів фірми і того, що вимагається законодавством». У своєму меморандумі Європейська Комісія²⁰ запропонувала визначення КСВ як «відповідальність підприємств за їхній вплив на суспільство» та підкреслила, що підприємство повинно зробити, щоб виконати цю відповідальність. Крім того, підприємства мають запровадити процес інтеграції соціальних, екологічних, етичних прав людини та інтересів споживачів у свої бізнес-операції та основну стратегію розвитку у тісній співпраці зі своїми зацікавленими сторонами.

А. Керрол²¹ визначає КСВ в іншому аспекті, кажучи, що головним питанням є створення міцних зв'язків між зацікавленими сторонами і фірмами шляхом використання інформаційної прозорості та внесення соціальних та екологічних внесків, отже, викликаючи інтерес для зацікавлених сторін. Українські автори визначають **корпоративну соціальну відповідальність як відповідальність підприємства за прямий та опосередкований вплив на економічну, екологічну та соціальні системи, в які воно вбудоване**. Про КСВ в Україні знають мало і ця проблематика ще не стала предметом суспільної дискусії. Це пояснюється тим, що історія розвитку українського бізнесу відрізняється від західної та має свої особливості. Достатньо комплексним та системним є таке визначення: «корпоративна соціальна відповідальність, також соціальна відповідальність бізнесу (СВБ) – відповідальне ставлення компанії до свого продукту або послуги, до споживачів, працівників, партнерів; активна соціальна позиція компанії, що полягає в гармонійному співіснуванні, взаємодії та постійному діалозі з суспільством, участі у вирішенні найгостріших соціальних проблем»²².

На думку деяких авторів²³, функціонування КСВ зазвичай передбачає вплив екологічних, соціальних та \ або управлінських аспектів на економічні показники діяльності. (Environmental performance, Social performance, and / or the Governance systems) (далі – ESG). На додачу, за іншими дослідженнями²⁴, такі оцінки соціальних показників є ефективними, оскільки інвестори враховують ефективність роботи ESG, коли вони приймають рішення про свої інвестиції. Більшість компаній впровадили корпоративний екологічний менеджмент (Corporate Environmental

¹⁹ McWilliams, A. & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*. 2000. № 21(5). pp. 603-609.

²⁰ European Commission/ Memo25 October 2011/ Corporate Social Responsibility: a new definition, a new agenda for action.

²¹ Carroll, A. B. (1999). A Corporate Social Responsibility: Evolution of A Definitional Construct. *Business and Society*. 1999. № 38(3). pp. 68-295.

²² <https://uk.wikipedia.org/wiki>

²³ Sila, I. & Cek, K. (2017). The Impact of Environmental, Social and Governance Dimensions of Corporate Social Responsibility on Economic Performance: Australian Evidence. *Procedia Computer Science*, 120, 797-804.

²⁴ Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: Towards methodological best practice. *Journal of management*, 35(3), 718-804.

Management, SEM) для контролю впливу, який вони мають на природне середовище. Екологічні показники фірми є результатом SEM і стосуються всієї діяльності та продуктів фірми, таких як споживання води та енергії або ряду екологічно чистих продуктів, пропонувані споживачам²⁵. У розвинених країнах екологічній діяльності приділяється особливо багато уваги, оскільки це може позитивно впливати на фінансові показники²⁶. Якщо фірма нехтуватиме екологічним регулюванням, вона втратить репутацію і навіть може дістати бойкот з боку екологічних громадських організацій, що потенційно може призвести до зниження прибутку. Навпаки, фірма може спробувати вирішити існуючі екологічні проблеми, такі як запобігання забрудненню, і не тільки покращити репутацію, а й заощадити на експлуатаційних витратах, зменшуючи відходи виробництва²⁷. Так, наприклад, публічна нідерландсько-британська компанія «Unilever», один зі світових лідерів на ринку харчових продуктів і засобів побутової хімії, розпочала «План сталого життя» (USPL) у 2010 р. з метою «розширення бізнесу, одночасно враховуючи екологічні наслідки від зростання та посилення позитивного соціального впливу». Результатом досягнень стало зниження на 47 % викидів CO₂ і 98 % загальних відходів на 1 т продукції, а також понад 490 млн євро збережено на витратах на енергоносії з 2008 р.

Корпоративна соціальна ефективність визначається²⁸ як «конфігурація у бізнес-організації принципів соціальної відповідальності, процесів соціальної відповідальності та політики, програм і спостережуваних результатів, оскільки вони стосуються суспільних відносин фірми». Соціальні показники визначається такими факторами, як:

- рівень участі фірм у соціальних заходах та ініціативах (таких як благодійна допомога, підтримка житла та освіти, волонтерські програми та ін.);
- участь у захисті прав людини;
- відносини з працівниками (здоров'я та безпека; пенсійні виплати);
- різноманітність (наприклад, зайнятість жінок і меншин);
- характеристики продукту (такі як якість та безпека).

Права працівників, навчання, питання, пов'язані з клієнтами, та інші соціальні практики набули великого значення для зацікавлених сторін, оскільки їх реалізація покращує репутацію фірми. Захист прав і переваг працівників, таких як розподіл грошових прибутків, залучає талановиту

²⁵ Klassen, R.D. and Whybark, D.C. (1999). The Impact of Environmental Technologies on Manufacturing Performance. *Academy of Management Journal*, 42, 599-615.

²⁶ Albertini, E. (2013). Does Environmental Management Improve Financial Performance? A Meta-Analytical Review. *Organization & Environment*, 26(4), 431-457.

²⁷ Tarmuji, I., Maelah, R., Tarmuji, N. (2016). The Impact of Environmental, Social and Governance Performance on Economic Performance: Evidence from ESG score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7, 67-74.

²⁸ Wood, D. J. (1991) Corporate Social Performance Revisited. *The Academy of Management Review*, 16, 691-718.

та продуктивну робочу силу²⁹. Крім того, соціальні практики можуть бути використані як маркетинговий інструмент для фірм на підвищення попиту на товари і послуги, які вони надають³⁰.

Системи корпоративного управління можна визначити як «систему правил, практик і процесів, за допомогою яких компанія керується і контролюється»³¹. Корпоративне управління, по суті, містить механізми збалансування інтересів багатьох зацікавлених сторін компанії, таких як акціонери, керівництво, клієнти, постачальники, фінансисти, уряд та громада».

Ефективне корпоративне управління підтримує чотири принципи: прозорість, підзвітність, відповідальність і справедливість³². Такі позитивні практики корпоративного управління можуть привернути увагу різних зацікавлених сторін та покращити їхнє ставлення до компанії, що позитивно позначиться на фінансових показниках.

Мотивація компаній у діяльності з корпоративної соціальної відповідальності

Деякі вчені стверджують, що фірми не повинні займатися діяльністю з КСВ, наприклад, М. Фрідман стверджував³³, що компанії повинні брати на себе лише мінімальні етичні зобов'язання для досягнення максимальної доходності акціонерів. С. Конар і М. Коен стверджують³⁴, що інвестиції у захист навколишнього середовища можуть обмежувати можливості фірми робити інші інвестиції. Підтримуючи цю думку, М. Чен, Дж. Вотсон і Д. Вудліф стверджують³⁵, що діяльність з КСВ негативно вплине на результати діяльності фірми, оскільки через необхідність додаткових ресурсів вони збільшують операційні витрати та знижують конкурентоспроможність фірми. Цю заяву підтримують й інші дослідники³⁶, які демонструють, що вищий рейтинг у компаніях з КСВ негативно впливає на дохідність акцій. Також інші дослідники стверджують, що фірми повинні брати участь у діяльності з КСВ. Їх аргументи зазвичай базуються на теорії зацікавлених сторін або теорії легітимності.

²⁹ Chen R. C. Y. & Lee C. H., (2017). The Influence of CSR on Firm Value: An Application of Panel Smooth Transition Regression on Taiwan. *Applied Economics*, 49(34), 3422-3434.

³⁰ Sila, I. & Cek, K. (2017). The Impact of Environmental, Social and Governance Dimensions of Corporate Social Responsibility on Economic Performance: Australian Evidence. *Procedia Computer Science*, 120, 797-804.

³¹ Ibid.

³² Aras, G. & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433-448.

³³ Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, 32(3), 122-126.

³⁴ Konar, S. & Cohen, M. A., (2001). Does the market value environmental performance? *The Review of Economics and Statistics*, 83(2), 281-289.

³⁵ Chan, M. C., Watson, J., Woodliff, D. (2014). Corporate Governance Quality and CSR Disclosures. *Journal of Business Ethics*, 125(1), 59-73.

³⁶ Statman, M., Fisher K. L., Anginer, D. (2008). Affect in a Behavioral Asset Pricing Model. *Financial Analysts Journal*, 64(2), 20-29.

Теорія зацікавлених сторін, або теорія стейкхолдерів (stakeholder theory), — це теорія організаційного управління та ділової етики, в якій враховуються групи інтересів багатьох зацікавлених сторін, на які здійснюють вплив суб'єкти господарювання. Іншими словами, однією з найважливіших цілей організації є задоволення потреб зацікавлених сторін, оскільки вони мають опосередкований вплив на фірму, надаючи їй ресурси, необхідні для досягнення своїх стратегічних цілей³⁷.

Отже, можна зробити висновок, що позитивні фінансові та економічні показники частково залежать від того, чи враховують компанії інтереси зацікавлених сторін³⁸.

З іншого боку, теорія законності (legitimacy theory) стверджує, що для продовження існування корпорації вона повинна діяти в узгодженні з цінностями та нормами суспільства. Іншими словами, зацікавленою стороною виступає вже суспільство загалом. Chan et al. стверджує³⁹, що «теорія законності (легітимності) покладається на припущення, що менеджери прийматимуть стратегії, щоб довести суспільству, що організація намагається відповідати очікуванням суспільства». Це значить, якщо організація бере участь у діяльності з КСВ, соціальні вимоги будуть дотримані, а отже, організація буде сприйнята суспільством.

Деякі дослідники, зокрема Г. Фаузі, припускають⁴⁰, що фірми повинні займатися діяльністю з КСВ через численні економічні переваги, такі як підвищення прибутковості та довгострокові продажі товару. Оскільки споживачі стають більш обізнаними з екологічними проблемами, вони прагнуть віддавати перевагу екологічно чистим продуктам. Більше того, клієнти з часом стали економічно дуже потужними. Вони можуть розглядатися як групи тиску, вплив яких не варто недооцінювати, особливо з фінансової точки зору. Через схвалення певної продукції, дії або відсутність таких, компанії можуть втратити величезні суми грошей, а також вартість компанії.

Отже, однією з головних переваг інвестування у КСВ є вплив на репутацію та імідж фірми, що потенційно може призвести до лояльності покупців і постачальників. Усі перераховані вище переваги КСВ можна використовувати як інструмент для отримання конкурентної переваги перед конкурентами та підвищення ринкової вартості⁴¹.

³⁷ Chan, M. C., Watson, J., Woodliff, D. (2014). Corporate Governance Quality and CSR Disclosures. *Journal of Business Ethics*, 125(1), 59-73.

³⁸ Tarmuji, I., Maelah, R., Tarmuji, N. (2016). The Impact of Environmental, Social and Governance Performance on Economic Performance: Evidence from ESG score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7, 67-74.

³⁹ Chan, M. C., Watson, J., Woodliff, D. (2014). Corporate Governance Quality and CSR Disclosures. *Journal of Business Ethics*, 125(1), 59-73.

⁴⁰ Fauzi, H. (2008). Corporate Social and Environmental Performance: A Comparative Study of Indonesian Companies and Multinational Companies (MNCs) Operating in Indonesia. *Journal of Knowledge Globalization*, 1, 1-26.

⁴¹ Fishman, R., Heal, G., Nair, V.B. (2006). A Model of Corporate Philanthropy. Working Paper, University of Pennsylvania.

Крім очевидних фінансових переваг, слід враховувати, що КСВ може підвищити продуктивність праці працівників, а також підвищити довіру та добробут громадськості, що може підвищити імідж брендів⁴².

Підсумовуючи оцінки авторів щодо КСВ, можна зазначити такі переваги підприємств, які застосовують принципи КСВ:

- працівники виконують свої обов'язки з більшою відданістю та відчують себе лояльнішими до роботодавця;
- постачальники та покупці зацікавлені у стабільній співпраці й асоціюють свою репутацію з репутацією відповідального партнера;
- місцеві органи влади, податкові органи, інвестори з більшою довірою ставляться до таких підприємств.

Що стосується стадій розвитку КСВ у західних компаніях, то основну увагу компанії приділяли усуненню екологічних криз та аварій, наприклад, забрудненню ртуттю у Затоці Мінамата (Японія), витоку діоксину в Севесо (Італія), розливу нафти корпорацією Амоко Кадіс (Франція), ядерній аварії в Гаррісбурзі (США). У відповідь на екологічні катастрофи з'явилися нові інституції з охорони навколишнього середовища, а також була створена нова законодавча база. Головним завданням на цьому етапі була потреба в ознайомленні з кількістю екологічних законів, що стрімко зростала, та мінімізація витрат на впровадження екологічних норм на підприємствах. Наступним етапом можна вважати активнішу КСВ, що вимагає дотримання нормативів я правил і повного використання бізнес-можливостей. Розроблено нормативно-правові акти, що дало більше свободи для компаній щодо внутрішньої екологічної політики. Закони і правила, які раніше були зосереджені на одному елементі довкілля, замінилися на більш комплексні. Стали впроваджуватися економічні інструменти, такі як схема торгівлі викидами.

Огляд результатів емпіричних досліджень впливу корпоративної соціальної відповідальності на діяльність компаній

Чи реально окуповуються інвестиції в КСВ? Щоб відповісти на це запитання, важливо враховувати результати попередніх досліджень. Література з корпоративної соціальної відповідальності та її впливу на фінансові результати компаній дає здебільшого дуже різні і непереконливі емпіричні результати. З одного боку, діяльність з КСВ збільшує витрати і слід зосередити увагу на максимізації вартості акцій. З другого боку, якби враховувались вимоги зацікавлених сторін, вигоди від КСВ були б більш значущими, на думку багатьох авторів. Тому авторами була висунута така гіпотеза — корпоративна соціальна відповідальність суттєво позитивно впливає на фінансові показники.

⁴² Chan, M. C., Watson, J., Woodliff, D. (2014). Corporate Governance Quality and CSR Disclosures. *Journal of Business Ethics*. 2014. 125(1). 59-73.

Для вимірювання КСВ компаній нами використовувалися рейтинги з бази даних MSCI KLD ESG. Об'єктом вибору дослідження є публічні компанії США, оскільки база даних MSCI (KLD) включає лише фірми США. Дані цієї роботи охоплюють період 2009–2013 рр. для аналізу релевантного зв'язку між КСВ та фінансовими показниками. Деякі автори стверджують⁴³, що для того, щоб зробити висновки про зв'язок між соціальними та фінансовими показниками, повинно існувати більше часу. Цей період часу вибрано з кількох причин. Перш за все однією з цілей роботи було уникнути ефекту фінансової кризи 2008 р., оскільки це відповідає попереднім дослідженням і впливає на результати аналізу⁴⁴. Зокрема після 2013 р. оцінка балів у цій базі даних змінилася, що впливає на результати дослідження.

У дослідженні використовувалися фінансові дані компаній бази Computstat. Для розрахунків системи показників входять обсяг активів, ринкова вартість компанії, чистий дохід, загальний капітал акціонерів, довгострокова заборгованість, витрати на науково-дослідні роботи, ЕВІТ, чисті продажі (табл. 1).

Таблиця 1

СИСТЕМА ПОКАЗНИКІВ ОЦІНКИ ВПЛИВУ КСВ

Показник	Визначення
Tobin's Q	Відношення ринкової вартості компанії до загального обсягу активів
ROA	Відношення чистого прибутку до загального обсягу активів
ROE	Відношення чистого прибутку до середнього розміру власного капіталу
ROS	Відношення ЕВІТ до загального обсягу продажів
CSR	Сума загальних переваг мінус сума загальних проблем у всіх семи категоріях бази даних KLD (MSCI ESG KLD STATS)
Environmental (E)	Кількість сильних сторін мінус загальна кількість проблем у категорії навколишнього середовища
Social (S)	Кількість сильних сторін мінус кількість проблем, пов'язаних з соціальними питаннями (охорона праці, права працівників, відносинами з працівниками тощо)
Governance (G)	Кількість сильних сторін мінус загальна кількість проблем у системі корпоративного управління
Firm Size	Обсяг активів
Risk	Коефіцієнт ризику – довгостроковий борг, поділений на обсяг активів
R&D	Витрати на науково-дослідні роботи, поділені на обсяг активів

⁴³ Margolis, J. D., Elfenbein, H.A., Walsh, J.P. (2009). Does it Pay to Be Good...And Does It Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance.

⁴⁴ Deng, X., Kang, J., Low, B. S. (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87-109.

У результаті отримано дані від 670 компаній за кожен з п'яти років, загальна кількість спостережень становить 3350. Оцінка зв'язку корпоративної соціальної відповідальності та фінансових показників компаній проводилась методом кореляційно-регресійного аналізу.

У табл. 2 подано кореляційну матрицю залежних і незалежних змінних показників. З таблиці видно, що соціальні показники ефективності E (Environmental), S (Social), G (Governance) здебільшого суттєво не співвідносяться (на рівні 5 %) з фінансовими показниками Tobins Q, ROA, ROE, ROS.

Таким чином, цей результат говорить про те, що корпоративна соціальна відповідальність або ефективність роботи ESG *не впливають* на фінансові показники.

Таблиця 2

КОРЕЛЯЦІЙНА МАТРИЦЯ СПОСТЕРЕЖЕНЬ*

Показники	TobinsQ	ROA	ROE	ROS	E	S	G	Size	Risk	R&D
TobinsQ	1,00									
ROA	0,09	1,00								
ROE	0,07	0,56	1,00							
ROS	-0,10	0,58	0,37	1,00						
E	-0,04	-0,03	0,03	-0,03	1,00					
S	-0,01	0,09	0,10	0,09	-0,30	1,00				
G	0,05	-0,01	0,03	-0,04	-0,09	0,18	1,00			
Size	-0,30	0,18	0,17	0,21	-0,02	0,40	-0,08	1,00		
Risk	-0,24	-0,03	-0,03	-0,01	0,01	0,05	-0,02	0,30	1,00	
R&D	0,00	-0,23	-0,07	-0,13	-0,03	-0,03	-0,05	0,03	0,06	1,00

Примітка: Напівжирним позначено значущість на рівні 5 %.

У разі здійснення лінійного регресійного аналізу використовуються чотири різні показники фінансової звітності компаній, щоб зрозуміти зв'язок між корпоративною соціальною відповідальністю (незалежною змінною) та фінансовою ефективністю, ризиком, розміром компанії, витрати на науково дослідні роботи. Результати представлено в табл. 3. Кожен із чотирьох стовпчиків представляє одну із залежних змінних — TobinsQ, ROA, ROE, ROS. Результати показують, що коефіцієнт КСВ є значущим лише в першій регресії з TobinsQ як залежною змінною. У трьох регресіях з вимірюванням ROA, ROE та ROS коефіцієнт КСВ не є значущим.

Отже, результати свідчать про відсутність зв'язку між КСВ і фінансовими показниками фірм (ROA, ROE, ROS), що суперечить як теорії легітимності, так і теорії зацікавлених сторін. Можна зробити висновок, що діяльність з КСВ не приносить користі зацікавленим особам, але для них є досить нейтральною.

З іншого боку, регресія з Tobin's Q говорить про те, що співвідношення між КСВ та цим показником є позитивним, а коефіцієнт дуже статистично значущим (0,1 %). Цей висновок підтримує теорію зацікавлених сторін і легітимності та підтримує висунуту нами гіпотезу.

Таблиця 3

**РЕГРЕСІЇ ПОКАЗНИКІВ ФІНАНСОВОЇ ЕФЕКТИВНОСТІ
ЩОДО ЗМІННИХ КСВ**

Змінна	Tobin's Q	ROA	ROE	ROS
КСВ	0,0433 *** (0,000)	-0,000797 (0,248)	0,00233 (0,316)	-0,00358 (0,082)
Size	-0,460 *** (0,000)	0,0437 *** (0,000)	0,0986 *** (0,000)	0,133 *** (0,000)
Risk	-0,129 ** (0,003)	-0,00827 (0,114)	-0,0746 * (0,025)	-0,0453 (0,114)
R&D	-0,738 (0,069)	-0,178 *** (0,000)	-0,0694 (0,524)	-0,210 (0,120)

Примітка: р – значення у дужках: *р <0,05; **р <0,01; ***р <0,001. Загальна кількість спостережень 3350.

Коефіцієнт показника Size є вагомим в 0,1 % у всіх чотирьох регресіях, що відповідає результатам досліджень⁴⁵. Цікаве спостереження полягає в тому, що в першій регресії коефіцієнт від'ємний, а в інших трьох показано, що він вагомий і позитивний. Показник Risk має негативні коефіцієнти у регресіях, що підтверджує нашу думку про те, що більший важіль приводить до фінансових обмежень і, отже, обмеженої можливості інвестувати в КСВ. Однак Risk є лише статистично значущим у першій і та третій регресіях. R&D також має негативні коефіцієнти у всіх чотирьох регресіях, як і очікувалося, але є вагомим лише у другій регресії.

У табл. 4 представлено результати чотирьох регресій. У цих регресіях показники E, S, G подано як окремі незалежні змінні, щоб побачити, який з ефектів КСВ домінує. У першій регресії з коефіцієнтом Tobin's Q всі три

⁴⁵ Waddock, S. A. & Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18, 303-319.

показники мають статистично значущі коефіцієнти. Однак S дещо вагомий порівняно з екологічними показниками. Цей висновок ілюструє, що значення коефіцієнта КСВ залежить головним чином від соціальних показників. Однак коефіцієнт S не є значущим в будь-якій іншій регресії, в той час як і G, і E мають статистично значущі коефіцієнти в регресії ROS, а G також у регресії ROE.

Таблиця 4

РЕГРЕСІЇ ФІНАНСОВИХ ПОКАЗНИКІВ ЩОДО ЗМІННИХ E, S, G

Змінна	TobinsQ	ROA	ROE	ROS
E	0,0249 * (0,018)	-0,00111 (0,552)	-0,00201 (0,793)	-0,00528 * (0,029)
S	0,240 *** (0,000)	-0,00339 (0,414)	-0,00143 (0,930)	-0,00609 (0,585)
G	0,0342 * (0,035)	-0,00130 (0,538)	0,0130 * (0,029)	-0,0123 * (0,049)
Size	-0,464 *** (0,000)	0,0434 *** (0,000)	0,103 *** (0,000)	0,129 *** (0,000)
Risk	-0,129 ** (0,003)	-0,00825 (0,115)	-0,0751 * (0,024)	-0,0449 (0,117)
R&D	-0,739 (0,068)	-0,178 *** (0,000)	-0,0675 (0,535)	-0,212 (0,117)

Примітка: P — значення у дужках: * p < 0,05; ** p < 0,01; *** p < 0,001. Загальна кількість спостережень 3350.

Висновки

Для аналізу регресії використовуються чотири різні фінансові показники: TobinsQ, ROA, ROE та ROS. Результати показують, що коефіцієнт КСВ є вагомим лише в першій регресії з Tobins Q, як залежної змінної. Результати чотирьох регресій із фіксованими ефектами підтверджують, що між КСВ та Tobins Q існує позитивний зв'язок. Розмір фірми і коефіцієнт ризику не мають суттєвого значення при регресії TobinsQ. З іншого боку, коефіцієнт R&D стає значущим.

Ми бачимо значні позитивні коефіцієнти для КСВ і також позитивний коефіцієнт для розміру компанії, оскільки, якщо фірма буде більшою, вона буде сильніше тиснути на очікування суспільства виконати КСВ. Ми бачимо негативні коефіцієнти для коефіцієнту ризику та R&D, оскільки вони додають фінансових обмежень компанії та обмежують її можливості інвестувати в КСВ. Існує також суттєве позитивне співвідношення між

КСВ і фінансовими показниками у регресії з Tobins Q, який є залежною змінною. Результати не підтверджують регресії з ROA, ROE та ROS як залежними змінними. Результати регресії з підрахунками КСВ показують, що всі три *E*, *S*, *G* мають значні коефіцієнти. Найсильніший ефект відбувається від соціальної ефективності. Однак ефект не є повністю зрозумілим, оскільки екологічна ефективність має значний коефіцієнт у четвертій регресії з ROS як залежною змінною.

Список літератури

1. *Albertini, E.* (2013). Does Environmental Management Improve Financial Performance? A Meta-Analytical Review. *Organization & Environment*, 26(4), 431-457.
2. *Ameer, R. & Othman, R.* (2011). Sustainability Practices and Corporate Financial Performance: A Study Based on the Top Global Corporations. *Journal of Business Ethics*, 108.
3. *Aras, G. & Crowther, D.* (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433-448.
4. *Boeger, N., Murray, R., Villiers, C.* (2008). Perspectives on corporate social responsibility. Corporations, Globalisation and the Law series. 264.
5. *Brummer, J.* (1991). Corporate responsibility and legitimacy: An interdisciplinary analysis, Greenwood Press New York.
6. *Carroll, A. B.* (1999). A Corporate Social Responsibility: Evolution of A Definitional Construct. *Business and Society*, 38(3), 68-295.
7. *Chan, M. C., Watson, J., Woodliff, D.* (2014). Corporate Governance Quality and CSR Disclosures. *Journal of Business Ethics*. 125(1). 59-73.
8. *Chen R. C. Y. & Lee C. H.* (2017). The Influence of CSR on Firm Value: An Application of Panel Smooth Transition Regression on Taiwan. *Applied Economics*. 49(34), 3422-3434.
9. *Deng, X., Kang, J., Low, B. S.* (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87-109.
10. *Fauzi, H.* (2008). Corporate Social and Environmental Performance: A Comparative Study of Indonesian Companies and Multinational Companies (MNCs) Operating in Indonesia. *Journal of Knowledge Globalization*, 1.1-26.
11. *Fishman, R., Heal, G., Nair, V.B.* (2006). A Model of Corporate Philanthropy. Working Paper, University of Pennsylvania.
12. *Flammer, C.* (2013). Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors. *Academy of Management Journal*, 56(3), 758-781.
13. *Friedman, M.* (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*. 32(3). 122-126.
14. *Iwata, H. & Okada, K.* (2011). How does environmental performance affect financial performance? Evidence from Japanese manufacturing firms. *Ecological Economics*. 70(9), 1691-1700.

15. Jensen, M. C. (2001). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *European Financial Management*, 7(3), 297-317.
16. Klassen, R.D. and Whybark, D.C. (1999). The Impact of Environmental Technologies on Manufacturing Performance. *Academy of Management Journal*, 42, 599-615.
17. Konar, S. & Cohen, M. A. (2001). Does the market value environmental performance? *The Review of Economics and Statistics*, 83(2), 281-289.
18. Laufer, W. S. (2003). Social Accountability and Corporate Greenwashing. *Journal of Business Ethics*, 43, 253-261.
19. Margolis, J. D., Elfenbein, H.A., Walsh, J.P. (2009). Does it Pay to Be Good. And Does It Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance.
20. McWilliams, A. & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603-609.
21. Orlitzky M., Schmidt F. L., Rynes S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3). 403-441.
22. Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: Towards methodological best practice. *Journal of management*, 35(3), 718-804.
23. Scholtens, B. (2008). A Note on the Interaction Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Ecological Economics*, 68, 46-55.
24. Sila, I. & Cek, K. (2017). The Impact of Environmental, Social and Governance Dimensions of Corporate Social Responsibility on Economic Performance: Australian Evidence. *Procedia Computer Science*, 120, 797-804.
25. Statman, M., Fisher K. L., Anginer, D. (2008). Affect in a Behavioral Asset Pricing Model. *Financial Analysts Journal*, 64(2), 20-29.
26. Tarmuji, I., Maelah, R., Tarmuji, N. (2016). The Impact of Environmental, Social and Governance Performance on Economic Performance: Evidence from ESG score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7, 67-74.
27. Waddock, S. A. & Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18. 303-319.
28. Wood, D. J. (1991) Corporate Social Performance Revisited. *The Academy of Management Review*. 16, 691-718.
29. European Commission. Memo25 October 2011. Corporate Social Responsibility: a new definition, a new agenda for action. URL: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_11_730

Стаття надійшла до редакції 03.09.2021