

ВОПРОСЫ УПРАВЛЕНИЯ

Е. А. Федорова¹

Финансовый университет при Правительстве РФ /
МГТУ им. Баумана (Москва, Россия)

УДК: 336.6

doi: 10.55959/MSU0130-0105-6-60-5-10

ПОМОГЛА ЛИ ПАНДЕМИЯ COVID-19 РУКОВОДСТВУ КРУПНЫХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ БОЛЬШЕ ДУМАТЬ О СОТРУДНИКАХ?

В России нефинансовой отчетности компании уделяется большое внимание, инвесторы обращают внимание на полноту раскрытия нефинансовой отчетности в годовых отчетах компаний. Целью нашего исследования является оценка влияния раскрытия социального аспекта нефинансовой корпоративной отчетности на стоимость акций компаний в периоды до и после пандемии коронавируса. Методология исследования включает панельную регрессию, текстовый анализ и анализ количественных показателей социальной наполняемости годовой отчетности компаний. По результатам машинного обучения, проведения LDA были составлены основные «топики» слов, они были выбраны в результате исследования российских особенностей и менталитета инвесторов: то, на что в первую очередь обращают внимание инвесторы, изучая социальную политику компании. Словарь состоит из 110 слов и словосочетаний, которые наиболее часто повторяются в тексте годовых отчетов и посвящены социальной политике, эти слова были разделены на отдельные тематики (здоровье работников, условия труда, социальная поддержка персонала, развитие сотрудников, социальная активность). Результаты нашего исследования показали, что в период 2021–2022 гг. социальные факторы стали играть более важную роль в процессе формирования инвестиционной привлекательности. Оценка показателей за два периода, именуемые «доковидным» и «постковидным», дала возможность доказать увеличение количества значимых социальных факторов на стоимость акций компании. Так, если в 2018–2019 гг. было выявлено всего три значимых показателя, то в 2020–2021 гг. количество значимых социальных переменных выросло до девяти, что подтверждает гипотезу 3. Было выявлено, что показатели социальной политики имеют как прямую зависимость (условия труда, среднее количество часов обучения), так и обратную (ССЧ, травматизм, социальные инвестиции). Мы подтверждаем теоретический вклад сигнальной теории, потому что действительно сигналы, связанные с социальной политикой, оказывают влияние на инвесторов и принимаемые ими решения.

¹ Федорова Елена Анатольевна — д.э.н, доцент, профессор кафедры корпоративных финансов и управления, Финансовый университет при Правительстве РФ; профессор кафедры бизнес-информатики МГТУ им. Баумана, e-mail: ecolena@mail.ru, ORCID: 0000-0002-3381-6116.

Ключевые слова: нефинансовая отчетность, пандемия, корпоративная социальная ответственность, стоимость акций, текстовый анализ.

Цитировать статью: Федорова, Е. А. (2025). Помогла ли пандемия COVID-19 руководству крупных российских компаний больше думать о сотрудниках? *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*, 60(5), 221–246. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-60-5-10>.

E. A. Fedorova

Financial University under the Government of the Russian Federation /
Bauman Moscow State Technical University (Moscow, Russia)

JEL: G32, G41

HAS THE COVID-19 PANDEMIC HELPED THE TOP MANAGEMENT OF BIG RUSSIAN COMPANIES THINK MORE ABOUT EMPLOYEES?

In Russia, a lot of attention is paid to non-financial reporting of a company, investors pay attention to a comprehensive disclosure of non-financial reporting in the annual reports of companies. The purpose of the study is to assess the impact of social aspect disclosure of non-financial corporate reporting on the value of company shares in the periods before and after the coronavirus pandemic. The research methodology includes panel regression, textual analysis, and quantitative analysis indicators of the social content of companies' annual reports. Drawing on the results of machine learning and LDA, the author compiled main "topics" of words, selected during the study of Russia's peculiarities and mentality of investors: what is the primary attention of investors while studying the social policy of a company. The glossary incorporates 110 words and phrases recurrent in the text of annual reports and devoted to social policy. These words are subdivided into separate topics (employee health, labor conditions, social network for personnel, employee development, social activity). The findings show that in the period of 2021-2022, social factors began to play a more important role in the process of shaping investment attractiveness. Evaluation of indicators for two periods, referred to as "pre-Covid" and "post-Covid", made it possible to prove an increase in the number of significant social factors on the value of company's shares. Thus, if in 2018-2019 only 3 significant indicators were identified, then in 2020-2021 the number of significant social variables increased to 9, which confirms hypothesis 3. It was found that social policy indicators have a direct relationship (working conditions, average number of training hours) and the reverse (ATS, injuries, social investments). We confirm the theoretical contribution of the signaling theory, since the signals associated with social policy influence investors and the decisions they make.

Keywords: pandemic, non-financial reporting, corporate social responsibility, share price, text analysis.

To cite this document: Fedorova, E. A. (2025). Has the COVID-19 pandemic helped the top management of big Russian companies think more about employees? *Lomonosov Economics Journal*, 60(5), 221–246. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-60-5-10>

Введение

Современные объемы информации настолько велики, что их просто невозможно изучить и за всю жизнь, при этом именно информация остается одним из важнейших ресурсов, благодаря которому человек, обладая интеллектом, принимает абсолютно любое свое решение. Инвесторы, прежде чем вкладывать свои средства, очень тщательно изучают отчеты компаний, и только после этого принимают положительное или отрицательное решение об инвестировании. При этом нефинансовая информация сейчас выходит на передний план, ESG становится некоторым популярным рычагом, на который обращают внимание практически все инвесторы. Целью данного исследования является определение изменения социальной политики компании в период пандемии.

Наша работа отличается от предыдущих тем, что мы исследовали отдельно социальные факторы и их влияние на стоимость акций, в отличие от других российских научных деятелей, изучающих политику ESG в целом (Захматов, Валитов, 2022, с. 183–192). Кроме того, исследования в отдельных областях политики ESG анализируются в целом за некоторый прошлый период (Смотрицкая, Фролова, 2021, с. 2–15), в то время как в процессе своего исследования мы разбиваем временной ряд на два, исследуя влияние социальной политики в «доковидный» период и период после начала пандемии. Применяемый анализ также сильно отличается. Экспертный анализ в таком исследовании объективно применить практически невозможно, поэтому в своем исследовании мы использовали технологию машинного обучения, чего не было в аналогичных прошлых работах (Khorin, Krikunov, 2021, р. 56–65). Подобные исследования распространены в иностранных научных сообществах (Jieying et al., 2022, р. 134; Bolognesia, Burchi, 2023, р. 1018; Albert et al., 2023, р. 1011), но анализ российских компаний в области социальной политики только начинает развиваться. Основным отличием является применение сигнальной теории в отношении инвесторов и принимаемых ими решений.

Данное исследование включает следующие разделы: введение в исследование, обзор литературы и постановка научных гипотез, методология исследования и анализ данных, основные результаты исследования, подтверждение или опровержение гипотез и заключение.

Обзор литературы

С теоретической стороны раскрытие компанией своих нефинансовых показателей, относящихся к корпоративной социальной ответственности, и их влияние на финансовые показатели имеет несколько точек зрения. Теория стейкхолдеров утверждает, что рыночная стоимость компании во многом зависит от способности удовлетворять требования заинтере-

сованных сторон. Инвесторы, являющиеся одной из заинтересованных сторон, обращают внимание на всестороннее раскрытие информации о деятельности компании, ее приверженность принципам устойчивого развития. Согласно данной концепции, раскрытие нефинансовой информации и публикация ESG-отчетов оказывают положительное влияние на финансовые результаты деятельности компании, что, следовательно, делает ее более привлекательной в глаза инвесторов. Компания, действуя в интересах стейкхолдеров, стремится к удовлетворению всех их потребностей, а значит, старается показать себя инвесторам с лучшей стороны, при этом увеличивая свои финансовые результаты (Ahmad et al., 2022, p. 1–5, Hörisc et al., 2014, p. 330–334).

Более современная теория репутации утверждает, что публикация нефинансовой отчетности способствует повышению лояльности стейкхолдеров и формированию положительной репутации (репутационного капитала) компании в глазах общества, что увеличивает к ней интерес и в будущем обеспечивает рост спроса на ее продукцию, сотрудничество с такими компаниями и инвестирование в них (Tahir et al., 2021, p. 127).

Сигнальная теория, которая в последние годы получает большую популярность, широко применяется при анализе нефинансовых показателей фирм (Xi et al., 2022, p. 350; Cong, Xu, 2022, p. 1353). Теория сигналов сообщает о том, что рынок — поток сигналов, отправляемых разными участниками рынка, а получатели их интерпретируют, посылая взамен некоторую обратную связь.

Рассмотрим ряд исследований по влиянию ESG на финансовые и рыночные показатели компаний. Авторы выявили отрицательную корреляцию между качеством раскрытия информации ESG (экология, социальная сфера и управление) и стоимостью долгового финансирования среди китайских листинговых компаний с 2011 по 2020 г. Более того, эта связь значима для компаний, добровольно публикующих отчеты о социальной ответственности. Раскрытие показателей ESG влияет на инновационные показатели компаний. В статье авторы выявили, что раскрытие ESG имеет значительную связь с корпоративными инновационными показателями. Исследователи анализировали влияние рейтингов ESG на цифровые технологии с использованием модели с панельными данными 18 741 листинговой компании на рынке акций А Китая с 2009 по 2021 г. Результаты показывают, что более высокие рейтинги ESG оказывают значительное положительное влияние на цифровые технологические инновации компаний. Рейтинги ESG способствуют цифровым технологическим инновациям, стимулируя увеличение инвестиций в НИОКР, расширяя возможности финансирования, смягчая неопределенности, связанные с показателями ESG и укрепляя корпоративную репутацию.

ESG также влияет на инвестиции в экологию. Исследование, основанное на анализе 2710 компаний, зарегистрированных на китайских рынках

акций категории А в Шанхае и Шэньчжэне, выявило значительную положительную корреляцию между показателями ESG и инвестициями в экологию. ESG повышает инвестиции в экологию за счет смягчения финансовых ограничений, усиления внутреннего надзора, сокращения расходов агентств и повышения качества раскрытия информации.

На теоретических концепциях строятся практические исследования. В одних работах подтверждается наличие положительной зависимости между публикацией нефинансовых отчетов и отдельных их составляющих и стоимостных показателей компании, другие работы приходят к отрицательным результатам или не находят связи между этими показателями (Fatma et al., 2022, p. 448). Среди таких исследований можно выделить работу, в которой было доказано наличие взаимосвязи между нефинансовыми и финансовыми показателями компаний, сильно загрязняющих окружающую среду (Rui et al., 2021, p. 124). Другие исследования доказывают, что внедрение корпоративной социальной ответственности положительно влияет на мотивацию сотрудников и их работоспособность (Halder et al., 2022, p. 1001).

В России нефинансовой отчетности компании также уделяется большое внимание, так, российские научные деятели (Федорова и др., 2021, с. 427) доказывают, что инвесторы обращают внимание на полноту раскрытия нефинансовой отчетности в годовых отчетах компаний, подтверждая тем самым важность составления организациями максимально подробных ESG-отчетов. Анализируя изученную литературу, мы пришли к выводу, что существующие исследования по теме наличия связи между КСО и финансовыми показателями не дали окончательных результатов. В своем исследовании мы сделаем акцент на анализе изменения предпочтений инвесторов в отношении социально-ориентированных компаний и на том, как это влияет на стоимость их акций. Рассмотрим основные гипотезы исследования.

Внутренние социальные инвестиции создают положительное мнение у работников, их мотивация возрастает, что в свою очередь повышает производительность труда. Раскрытие информации, касающейся социальной политики и социальной ответственности компании, вызывают лояльность не только сотрудников, но и других стейкхолдеров, изучающих отчетность. Научные деятели из Китая (Jieying et al., 2022, p. 1347) уже доказали, что чем лучше показатели по критериям ESG, тем меньше вероятность обвала цен акций, т.е. такие акции более стабильны в цене, а значит более привлекательны для инвесторов, что ведет к увеличению стоимости акций таких компаний. На примере компаний США (Bolognesia, Burchi, 2023, p. 1023), также было доказано, что раскрытие нефинансовой информации положительно влияет на стоимость акций и «является стратегическим инструментом по созданию стоимости». Социальная ответственность входит в компоненты ESG, задача данного исследования состоит

в отделении социальных показателей от других и анализ именно таких факторов на стоимость акций. На основании сигнальной теории и идеи о том, что социальная политика компании оказывает воздействие на инвесторов, мы выводим гипотезу 1.

Гипотеза 1. Факторы социальной политики оказывают влияние на котировки акций.

Социальных факторов, с которыми взаимодействует организация довольно много, некоторые из них очень важны для дальнейшего функционирования компании, а некоторые необходимы «для чистой совести» акционеров, так, на законодательном уровне закреплено условие, что работодатель обязан обеспечить работнику безопасные условия труда и рабочее место, поэтому показатель расходов на охрану труда не так сильно влияет на инвесторов, как, например, показатели, характеризующие количество часов обучения для сотрудника. Считается, что это инвестиции в будущее, поэтому эта статья расходов так важна. Кроме внутренних инвестиций, компания осуществляет внешние инвестиции в регионы присутствия, то, как влияет данный показатель на стоимость акций, описано в результатах исследования.

Российские ученые (Анкудинов и др., 2018, с. 74–83) провели исследование и доказали, что такой социальный фактор, как расходы на повышение квалификации никак не влияет на стоимость акций компании. Однако, опираясь на сигнальную теорию, новозеландские ученые доказывают, что социальные инвестиции в работников положительно влияют на кредитные рейтинги компаний (Syrus, Ahsan, 2022, p. 2002). В свою очередь высокие кредитные рейтинги положительно влияют на инвестиционный интерес, а значит стоимость акций с ростом инвестиций в рабочую силу будет расти. Кроме того, ученые склонны ранжировать социальные факторы по уровню влияния, так, в работе ученых (Juanjuan et al., 2022, p. 1028) авторы утверждают, что влияние на доходность акций таких факторов социальной политики как защита сотрудников (расходы на охрану здоровья и охрану труда работников, в частности в период пандемии) является более существенным, чем влияние факторов, связанных со взаимодействием с общественностью (благотворительные пожертвования). На основании эмпирических исследований и теории была сформулирована гипотеза 2.

Гипотеза 2. Отдельные аспекты корпоративной социальной ответственности оказывают большее влияние на цену акций, чем другие.

В период кризиса коронавируса произошла двойственная ситуация. С одной стороны, мировой кризис, когда вся мировая экономика сильно пострадала, ведет к приоритезации собственных доходов над социальными расходами, поэтому инвесторы должны были обращать внимание именно на финансовые результаты организаций. Об этом пишут в результатах своего исследования российские ученые (Анкудинов и др., 2018, с. 83). Заме-

тим, что их работа была написана как раз в 2018 г., когда проблема коронавируса еще не возникла. Авторы отмечают, что благотворное влияние социально ответственного поведения компаний развивается в период экономической стагнации. В это время на первый план выходят «традиционные факторы; расходы социального характера оказываются незначимыми», но в то же время наша гипотеза заключается в том, что коронавирус сильно изменил предпочтения инвесторов при принятии инвестиционных решений в пользу акций компаний, ориентированных не только на развитие самой компании, но и общества.

В период кризиса вся инвестиционная активность снижается, а последние два года экономика находится именно в таком состоянии, при этом новозеландские ученые (Sygus, Ahsan, 2022, p. 2002) делают выводы, что многие инвесторы, которые видят потенциал высокого социального воздействия, иногда жертвуя своей доходностью, инвестируют в компании. Оценка эффективности инвестиций в социально ответственные компании во время пандемии была также проведена польскими учеными (Ankiewicz et al., 2021, p. 4732). В результате этого исследования авторы доказали, что в периоды инвестиций с высоким риском, таких как пандемия COVID-19, портфель ценных бумаг, включающий бумаги компаний, которые занимаются социальной и благотворительной деятельностью, оказался более эффективным и прибыльным, чем классический. Ученые из Китая, проводившие исследование на данных компаний, зарегистрированных на бирже, также подтверждают гипотезу о том, что корпоративная социальная ответственность способствует повышению доходности акций во время пандемии COVID-19, что объясняется наличием большего капитала социального доверия у компаний, которые поддерживают высокий уровень корпоративной социальной ответственности (КСО) (Zhongfei, Guanxia, 2022, p. 1022). На основе изученной литературы сформирована гипотеза 3.

Гипотеза 3. Влияние социальных факторов на стоимость акций в период распространения коронавируса усилилось.

Для подтверждения или опровержения гипотез, рассмотренных ранее, проведем анализ количественных и качественных показателей нефинансовой отчетности компании в разрезе социальных факторов на базе данных, полученных из годовых отчетов, отчетов об устойчивом развитии, ESG-данных и данных официальных сайтов крупнейших российских компаний. Далее рассмотрим методологию нашего исследования.

Методы исследования

В процессе исследования мы применим количественный и текстовый анализ социальной деятельности компании. Так, для аналитики количественных социальных факторов были выбраны основные показатели,

раскрывающиеся в публичных отчетах компаний. В то время как для изучения тестовых показателей нами был составлен словарь, с помощью которого были проанализированы отрывки отчетностей компаний, связанные с социальной политикой. Все количественные переменные, не являющиеся коэффициентами, были прологарифмированы по натуральному логарифму. Схематично процесс исследования можно отобразить следующим образом.

Перед началом сбора информации встал вопрос об источнике данных и критериях поиска этих данных, отражающих уровень раскрытия социальной ответственности.

Для подтверждения ранее выведенных гипотез был сформирован массив данных, состоящий из данных 16 российских компаний за четыре года: 2018 и 2019 гг. рассматриваются как период до пандемии, а 2020 и 2021 гг. — как годы после пандемии. Такое деление позволит определить наличие изменения отношения инвесторов к нефинансовым социальным факторам до и во время пандемии COVID-19. Компании были выбраны с учетом соответствия их основным характеристикам, среди которых вхождение в топ-100 российских компаний по капитализации (РИА Рейтинг. Топ-100 крупнейших по капитализации компаний, 2021), листинг на бирже, постоянная публикация отчетов за последние четыре года. Все переменные были разделены на три группы: контрольные (финансовые показатели компаний за определенный период), социальные количественные (показатели социальной политики компании в числовом выражении), социальные качественные (показатели социальной политики в виде групп слов). Отметим, что изначально было выбрано 22 показателя социальной политики, предложенных UNCTAD, но в процессе поиска информации нами были оставлены только те переменные, которые раскрываются у всех компаний. В результате сбора и преобразования информации с официальных сайтов компаний, их годовых отчетов, отчетов об устойчивом развитии было получено 1088 значений, а для выравнивания ряда те показатели, которые не являлись коэффициентами, были преобразованы в логарифмы (рис. 1).

Компании, выбранные нами, осуществляют деятельность в разных отраслях экономики, что позволит получить более корректный результат исследования. В результате выбора переменных нами был сформирован список компаний, вошедших в итоговую выборку (см. приложение 2).

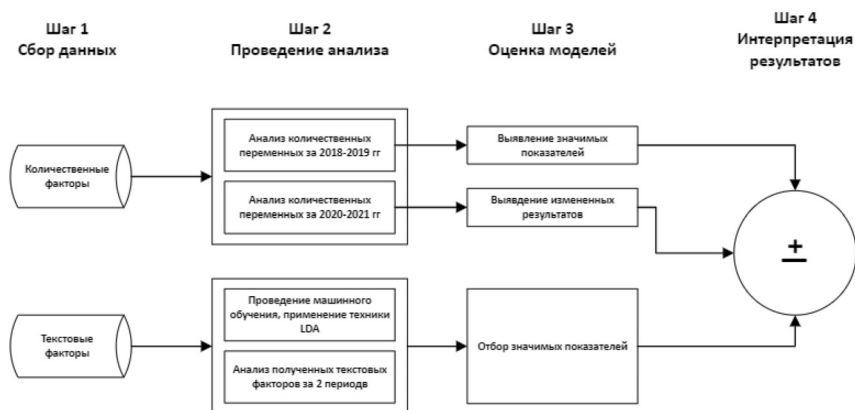


Рис. 1. Общая схема исследования
Источник: составлено авторами.

Наиболее популярными стандартами в вопросе раскрытия информации об устойчивом развитии в данный момент являются GRI-стандарты. При этом в процессе исследования был использован перечень факторов, отраженный в записках UNCTAD. В соответствии с его критериями, в основные показатели социальной сферы входят доля женщин на руководящих должностях, среднегодовое количество часов обучения одного сотрудника, годовые расходы на обучение, расходы на охрану труда и производственную безопасность, частотность и количество производственных травм, доля работников, охваченных коллективным соглашением. Большинство данных критериев раскрывается российскими компаниями, попавшими в выборку, поэтому именно данный стандарт нами был выбран.

Этот этап работы связан с оценкой количественных социальных показателей, перечисленных выше. В итоговую выборку попали семь количественных социальных факторов, описание которых представлено в табл. 1.

Описательная статистика представлена в приложении 1. Очень важным критерием является то, что показатель LTIFR, характеризующий уровень травм на предприятии, имеет очень высокий интервал: от 0,07 до 0,85. В среднем на выбранных предприятиях работает 87,68 тыс. человек, которые проходят обучение. В среднем на каждого работника приходится 62 часа обучения за год, при этом минимальное количество часов обучения на одного сотрудника составляет 15 часов.

Количественные социальные факторы

Краткое название	Описание
ССЧ	Среднесписочная численность работников за год, в тыс. человек
LTIFR	Количество травм с временной потерей трудоспособности, происходящих на рабочем месте, на 1 млн отработанных часов
Охрана труда	Сумма расходов на охрану труда работников, в млрд руб.
Часы обучения сотрудника	Среднее количество часов обучения на одного сотрудника в течение года
Внешние социальные инвестиции	Объем социальных инвестиций в виде благотворительности, реализации программ и других мер социальной поддержки общества, в млн руб.
Обучение персонала	Сумма расходов на обучение и развитие персонала в млн руб.
Социальные расходы на персонал	Объем инвестиций при реализации социальных программ в отношении работников, в млн руб.

Источник: составлено авторами.

Далее необходимо провести анализ текстового массива, состоящий из отчетов компаний, связанных с их социальной деятельностью, с использованием словаря, составленного на основании экспертного анализа после проведения исследования LDA (Latent Dirichlet Allocation). Латентное размещение Дирихле — один из разделов многомерного анализа. Это очень популярный, общепринятый метод, используемый довольно часто в современных работах (Efsthios et al., 2021). Он позволяет решать большое количество задач, но нам была интересна функция определения дискриминирующих признаков, т.е. тех признаков, которые дают возможность отнести наблюдение к одной из групп. В процессе проведения текстового анализа с помощью LDA были сформированы основные группы слов, связанные с социальными факторами. Основным преимуществом машинного обучения является составление точных результатов без субъективного мнения, что позволяет получить максимально точные результаты с минимальными искажениями. LDA — это статистический генеративный процесс, который анализирует слова документов для выявления тем документов, при этом данные темы могут быть представлены в разных пропорциях в каждом документе, более подробно алгоритм применения LDA представлен в работе (Федорова, Сальникова, 2024). Для определения оптимального количества тем для

модели были использованы следующие метрики: коэффициент согласованности тем и мера Жаккара.

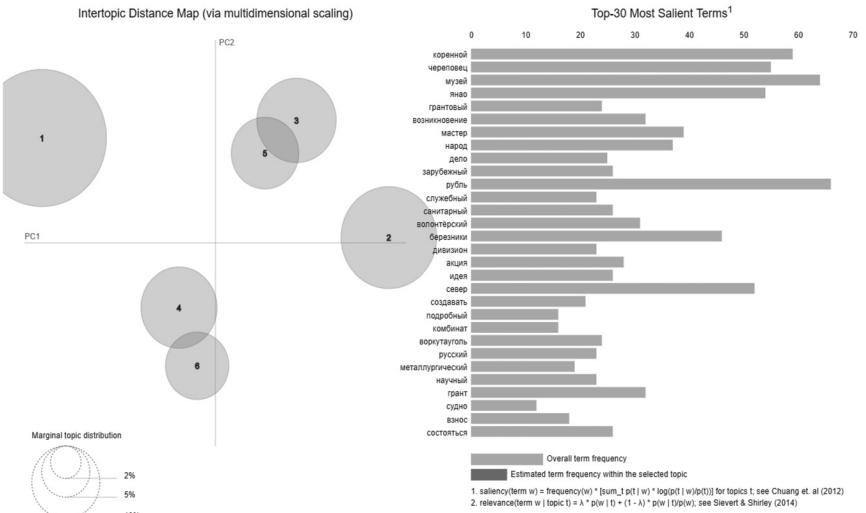


Рис. 2. Упоминания социальных факторов в годовых отчетах 2018–2019 гг.
Источник: составлено авторами.

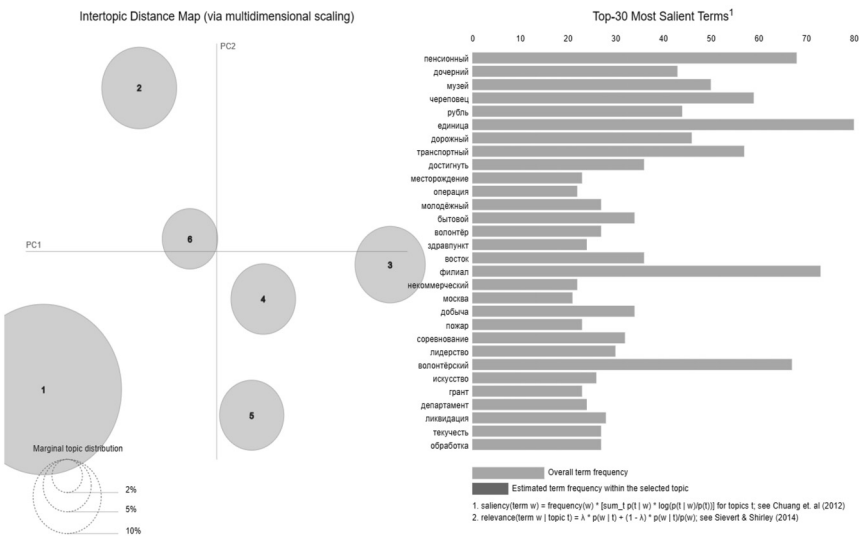


Рис. 3. Упоминания социальных факторов в годовых отчетах 2020–2021 гг.
Источник: составлено авторами.

Топики слов на рис. 2 и 3, которые выделил алгоритм LDA, включают не только слова, связанные с социальной политикой, но слова, связанные с практикой компании или с экономической политикой, например, слово «акции». На следующем этапе с помощью экспертной оценки были удалены подобные слова и оставлены только те, которые прямо или косвенно связаны с социальной политикой.

Словарь состоит из 110 слов и словосочетаний, которые наиболее часто повторяются в тексте годовых отчетов и посвящены социальной политике. Эти слова были разделены на отдельные тематики, освещающие ту или иную проблему. Далее приведем краткий список тех слов, которые вошли в наш словарь по различным тематикам (табл. 2).

На основании всего описанного выше, для подтверждения или опровержения наших предположений предложена данная спецификация модели множественной панельной регрессии:

$$price_{i,t+1} = \alpha + \sum_i^k \beta_i \cdot ControlVar_{i,t} + \sum_i^k \beta_i \cdot SocialVar_{i,t} + \sum_i^k \delta_i \cdot TextVar_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

где *price* — средние котировки акций компаний;

ControlVar — вектор контрольных переменных; *SocialVar* — вектор социальных переменных;

TextVar — вектор текстовых переменных.

Таблица 2

**Краткий словарь социальной ответственности компаний
с наиболее часто встречающимися словами**

Тема	Слова, входящие в тему
Здоровье работников	здоровье; медицинский страхование; травматизм; covid; пандемия; здоровье; профессиональный заболевание; медицинский страхование; травматизм; covid; пандемия
Условия труда	охрана труд; дистанционный; безаварийный; рабочий место; заработная плата; оборудование; женщина
Социальная поддержка персонала	жилье; гарантия; ветеран; транспорт; молодой специалист; материальный помощь; студент; пенсия
Развитие сотрудников	обучение; искусство; развитие; онлайн программа; спорт; повышение квалификация; конкурс; квалификация
Социальная активность	команда; спорт; культура; население; коренной; волонтерский; регион присутствие; социальный политика

Источник: составлено авторами.

На основе анализа табл. 2 можно отметить, что отечественные компании раскрывали информацию по социальной политике по следующим направлениям: здоровье работников, условия труда, социальная поддержка персонала, развитие сотрудников и социальная активность. В результатах исследования оценка социальной политики компаний будет проводиться по разработанной методологии.

Результаты исследования

В ходе проведения текстового анализа нефинансовой отчетности был сформирован тематический словарь. Среди слов и словосочетаний, наиболее встречающимися в выборке являются слова «работник», «программа» и другие (табл. 3).

Таблица 3

Наиболее популярные слова в нефинансовой отчетности, относящиеся к социальной сфере

Слова/словосочетания	Количество упоминаний
Работник	2175
Программа	1948
Сотрудник	1904
Труд	1507
Развитие	1500
Безопасность	1344
Работа	1331
Социальный	1232
Персонал	1104
Обучение	1061

Источник: составлено авторами.

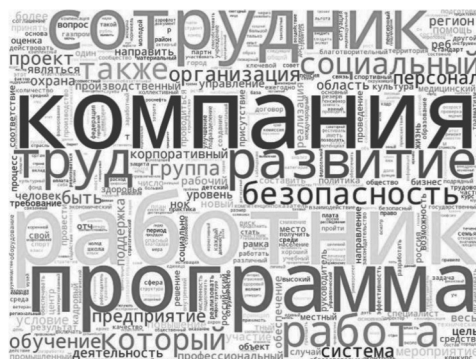


Рис. 4. Частотность упоминания слов 2018–2019 гг.
Источник: составлено авторами.

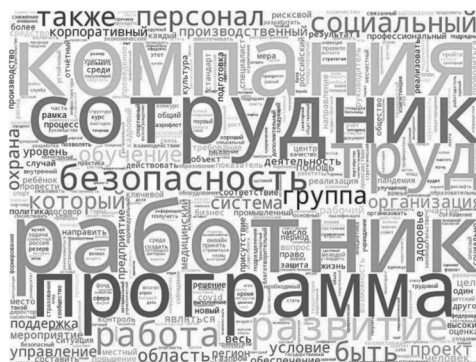


Рис. 5. Частотность упоминания слов 2020–2021 гг.
Источник: составлено авторами.

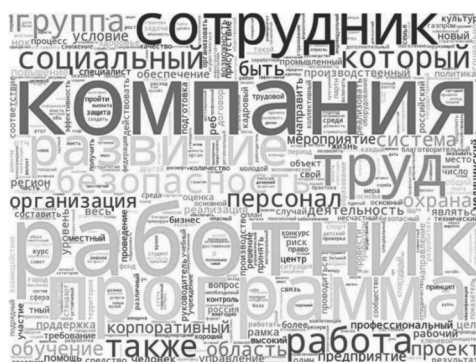


Рис. 6. Частотность упоминания слов 2018–2021 гг.
Источник: составлено авторами.



Рис. 7. Количество анализируемых слов по тематикам по годам
 Источник: составлено авторами.

Из рис. 7 видно, что наиболее многочисленными по упоминаниям в тексте годовых отчетов компаний являются слова, относящиеся к теме «условия труда» как до пандемии, так и после. При этом с распространением COVID-19 в 2020 г. количество слов, отражающих состояние здоровья работников, резко возросло по сравнению с предыдущими годами, что может свидетельствовать о возросшем внимании со стороны руководства компаний к этому вопросу. Однако на фоне обострившейся эпидемиологической ситуации в стране и мире компании стали меньше уделять внимания вопросам развития сотрудников и их профессиональным навыкам, что подтверждается снижением количества слов блока «развитие сотрудников» в 2020 г. Однозначная нисходящая тенденция определилась в отношении социальной активности компаний, что можно объяснить изменением приоритетов руководства с инвестиций вовне на внутренние, связанные со обеспечением безопасных условий труда и защитой здоровья работников в условиях распространения новой вирусной инфекции. Согласно текстовому анализу, меньше всего внимания внутри социального блока нефинансовых отчетов компаний уделяется аспекту социальной поддержки персонала.

Анализ проводился в сравнении двух периодов: 2018–2019 гг. (табл. 4–6) и 2020–2021 гг. (табл. 5–7). Данные периоды характеризуются сменой приоритетов, что наглядно отражается в указанных таблицах. Оценивание моделей с фиксированным и случайным эффектом было выполнено в пакете R с помощью функции `plm`, а модели сквозной регрессии — с помощью функции `lm`. Для проверки наличия в моделях случайного эффекта был выполнен тест множителей Лагранжа Бреуша — Пагана, который показал, что модель со случайным эффектом предпочтительнее модели сквозной регрессии.

Результаты исследования количественных факторов за 2018–2019 гг.

Количественные показатели	Модель ССЧ	Модель LTIFR	Модель охраны труда	Модель часы обучения	Модель внеш. инвест.	Модель затрат обучения	Модель внутр. инвест.	Общая модель
C	4,9570 (1,707)	4,4880 (0,704)	3,4248 (0,953)	4,1702 (1,652)	4,6771 (1,851)	5,5660 (2,439)	1,5538 (3,006)	2,6480 (5,895)
ROA	4,5552 (4,936)	12,2973 (4,484)	5,7421 (5,087)	4,3553 (5,146)	4,5997 (4,964)	4,5504 (4,937)	6,8098 (5,633)	19,1452 (6,084)
ROE	0,8786 (1,769)	-0,2412 (1,472)	0,7446 (1,786)	1,1490 (1,88)	0,9638 (1,774)	0,7789 (1,785)	0,4683 (1,887)	-2,6343 (2,076)
Финансовый леверидж	0,5497 (0,279)	0,6831 (0,244)	0,5701 (0,296)	0,5520 (0,304)	0,5567 (0,299)	0,5348 (0,299)	0,6488 (0,316)	0,8134 (0,308)
ССЧ, тыс. чел.	-0,2778 (0,359)							-1,5851** (0,674)
LTIFR, на 1 млн чел./час		-5,0490*** (1,321)						-4,8390*** (1,499)
Расходы на охрану труда, млрд руб.			0,2495 (0,301)					0,7297 (0,480)
Среднее количество часов обучения на одного сотрудника в течение года, час/чел.				0,0058 (0,023)				0,0026 (0,022)
Объем социальных инвестиций (внешние), млн руб.					-0,1084 (0,205)			0,2521 (0,274)
Затраты на обучение и развитие персонала, млн руб.						0,3033 (0,395)		0,0600 (0,459)
Социальные расходы на персонал, млн руб.							0,2392 (0,307)	0,5024 (0,517)
Fixed effect по годам	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Fixed effect по компаниям	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
R ²	0,47	0,58	0,47	0,46	0,47	0,47	0,47	0,71

Примечание: * **, *** — уровень значимости 10%, 5% и 1%.

Источник: составлено авторами.

Аналогичным образом тестирование на предмет наличия в модели детерминированного индивидуального эффекта (F-тест) показало ее предпочтительность по сравнению с моделью сквозной регрессии. Для того чтобы выбрать, какая из спецификаций предпочтительнее: с детерминированным индивидуальным или со случайным эффектом — был применен тест Хаусмана. Тест выявил, что модель с детерминированным индивидуальным эффектом (FE-модель) можно считать предпочтительнее. Тест Бреуша — Пагана не выявил гетероскедастичность в поведении случайных остатков модели регрессии.

Была проведена *панельная регрессия с fixed effect*, позволяющая оценить результаты за несколько исследуемых периодов, а также провести сравнительный анализ.

Таблица 5

Результаты исследования текстовых факторов за 2018–2019 гг.

Текстовые показатели	Модель здоровье	Модель условия труда	Модель социальн. поддержка	Модель развитие	Модель активн.	Общая модель
c	2,7402 (1,239)	2,6011 (1,086)	3,7066 (1,112)	3,1609 (1,202)	2,6874 (1,137)	2,2787 (1,352)
ROA	6,2827 (5,062)	6,2230 (4,842)	4,7792 (5,030)	5,9515 (5,218)	6,6200 (5,003)	7,5516 (5,435)
ROE	0,2435 (1,858)	0,2972 (1,75)	0,9538 (1,805)	0,4853 (1,891)	0,3417 (1,781)	−0,1403 (2,008)
Финансовый леверидж	0,5815 (0,293)	0,5298 (0,287)	0,5647 (0,3)	0,5392 (0,299)	0,5509 (0,29)	0,6028 (0,312)
Здоровье работников	−0,2778 (47,455)					89,1302 (110,677)
Условия труда		35,5846* (21,528)				5,3276 (39,357)
Социальная поддержка персонала			5,9804 (43,581)			−67,5175 (82,186)
Развитие сотрудников				30,3717 (40,649)		−38,8707 (73,142)
Социальная активность					48,6449 (34,46)	67,6410 (59,648)
Fixed effect по годам	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Fixed effect по компаниям	Да	Да	Да	Да	Да	Да
R ²	0,48	0,41	0,46	0,47	0,4	0,46

Примечание: *, **, *** — уровень значимости 10%, 5% и 1%.

Источник: составлено авторами.

Согласно полученным результатам, за данный период среди количественных переменных становится значимым только показатель LTIFR, характеризующий количество травм с временной потерей трудоспособности. Заметим, что данный показатель имеет отрицательный коэффициент, что говорит об обратной зависимости между исследуемым показателем стоимости акций и показателем травматизма.

Результаты исследования количественных факторов за 2020–2021 гг.

Количественные показатели	Модель ССЧ	Модель LTIFR	Модель охрана труда	Модель часы обучения	Модель внешн. инвест.	Модель затрат обучения	Модель внутр. инвест.	Общая модель
C	-10,8424 (13,116)	3,7978 (10,396)	10,4986 (11,789)	0,9707 (9,673)	0,2661 (10,085)	-2,2823 (9,96)	5,4764 (10,597)	-15,0132 (9,424)
Логарифм активов, тыс. руб.	1,1186 (0,732)	0,1081 (0,465)	-0,2567 (0,560)	0,0182 (0,423)	0,5255 (0,504)	0,6570 (0,496)	0,0036 (0,543)	1,5476 (0,519)
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	-0,0011 (0,221)	0,1367 (0,26)	0,0521 (0,232)	0,2901 (0,241)	0,0037 (0,22)	0,1868 (0,222)	0,0320 (0,235)	0,5939 (0,196)
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	0,0149 (0,034)	-0,0071 (0,038)	0,0004 (0,036)	-0,0416 (0,038)	0,0146 (0,034)	-0,0088 (0,033)	0,0056 (0,036)	-0,0805 (0,03)
Коэффициент быстрой ликвидности	-0,0942 (0,410)	0,2077 (0,482)	0,0539 (0,429)	0,5078 (0,45)	-0,0620 (0,406)	0,2234 (0,402)	0,0095 (0,433)	0,9596 (0,363)
ССЧ, тыс. чел.	-1,598* (0,865)							-2,8328*** (0,957)
LTIFR, на 1 млн чел./час		-2,5157 (2,837)						-1,5805 (2,523)
Расходы на охрану труда, млрд руб.			0,5010 (0,557)					2,1714*** (0,58)
Среднее количество часов обучения на одного сотрудника в течение года, час/чел.				0,0517** (0,022)				0,0578*** (0,018)
Объем социальных инвестиций (внешние), млн руб.					-0,6436* (0,034)			0,2420 (0,353)
Затраты на обучение и развитие персонала, млн руб.						-1,2212** (0,514)		-1,3641*** (0,416)
Социальные расходы на персонал, млн руб.							0,0513 (0,478)	-0,5255 (0,419)
Fixed effect по годам	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Fixed effect по компаниям	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
R ²	0,25	0,16	0,16	0,2	0,16	0,21	0,04	0,704

Примечание: *, **, *** — уровень значимости 10%, 5% и 1%.

Источник: составлено авторами.

Кроме того, значимым становится и показатель ССЧ. При этом коэффициент при данной переменной также отрицательный, что говорит об обратной зависимости между показателями. Из всех выбранных количественных переменных значимы только две. Остальные переменные остаются незначимыми. Анализируя результаты текстовых переменных, значимость можно увидеть только у блока слов с тематикой «Условия труда» в табл. 3 можно увидеть примеры слов, входящих в этот блок. Данная переменная имеет положительный коэффициент, а значит раскрытие информации по условиям труда сотрудников положительно влияет на инвестиционный интерес инвесторов, а значит и на стоимость акций компании. Остальные факторы не оказывают значимого влияния на стоимость акций. За период 2018–2019 гг. было выявлено только три значимых показателя, оказывающих влияние на исследуемую переменную. Это говорит о том, что далеко не все социальные факторы оказывали влияние на инвестиционную привлекательность компании в данный период.

Такой же анализ проведем для периода 2020–2021 гг. и сравним полученные результаты.

Таблица 7

Результаты исследования текстовых факторов за 2020–2021 гг.

Текстовые показатели	Модель здоровье	Модель условия труда	Модель социальн. поддержка	Модель развитие	Модель активн.	Общая модель
с	0,1758 (0,445)	–0,0259 (0,47)	–0,0043 (0,446)	0,1058 (0,44)	0,0428 (0,463)	0,1630 (0,437)
Логарифм активов, тыс. руб.	0,1286 (0,228)	–0,0029 (0,238)	0,0251 (0,224)	0,1595 (0,232)	0,0292 (0,233)	0,1926 (0,233)
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	–0,0062 (0,034)	0,0081 (0,035)	0,0022 (0,0034)	–0,0148 (0,035)	0,0066 (0,035)	–0,0216 (0,034)
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	0,1874 (0,42)	–0,0290 (0,432)	0,0188 (0,414)	0,2415 (0,428)	0,0052 (0,431)	0,3468 (0,421)
Здоровье работников	–0,2778* (59,096)					–87,8641 (71,064)
Условия труда		18,2672 (27,836)				21,0125 (27,429)
Социальная поддержка персонала			–138,9597* (90,902)			–109,9657* (97,087)
Развитие сотрудников				–115,8130* (64,205)		–114,1876* (72,581)
Социальная активность					23,1456 (54,023)	101,0007* (56,05)
Fixed effect по годам	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Fixed effect по компаниям	Да	Да	Да	Да	Да	Да
R ²	0,15	0,06	0,12	0,15	0,05	0,44

Примечание: *, **, *** — уровень значимости 10%, 5% и 1%.

Источник: составлено авторами.

За период 2020–2021 гг. значимость многих показателей значительно выросла. Так, например, значимый в предыдущий период показатель ССЧ также сохраняет значимость и в данном периоде, при этом коэффициент остается отрицательным, т.е. сохраняется обратная зависимость между показателем и стоимостью акций. Кроме того, значимыми переменными становятся расходы на охрану труда, которые имеют прямую зависимость со стоимостью акций компании, среднее количество часов обучения на одного сотрудника также является значимым с положительным влиянием. Объем социальных внешних инвестиций также значим в период 2020–2021 гг, что подтверждается и текстовым анализом: показатель «социальная активность» также значим и имеет прямую зависимость. В то же время значимый показатель затрат на обучение и развитие персонала отрицательно влияет на инвестиционную привлекательность, он имеет обратную зависимость со стоимостью акций компании. Это подтверждает и текстовый анализ, показывающий, что между переменной «развитие сотрудников» и стоимостью акций наблюдается отрицательная связь.

Обсуждение

В табл. 8 представлены итоговые результаты исследования в части оценки гипотез.

Таблица 8

Подтверждение гипотез

Номер гипотезы	Результат оценки гипотез
Гипотеза 1	Подтвердилась в полной мере
Гипотеза 2	Подтвердилась в полной мере
Гипотеза 3	Подтвердилась частично: <i>было выявлено, что некоторые факторы начали влиять с отрицательным коэффициентом</i>

Источник: составлено авторами.

Проведенное исследование полностью или частично подтверждают выдвинутые нами ранее гипотезы. Так, оценка показателей за два периода и выявление значимых социальных переменных говорят о наличии зависимости между стоимостью акций и социальными факторами, тем самым подтверждая гипотезу 1.

Также было выявлено, что показатели социальной политики имеют как прямую зависимость (условия труда, среднее количество часов обучения), так и обратную (ССЧ, травматизм, социальные инвестиции). При этом далеко не все социальные факторы оказывают значимое влияние на исследуемую переменную и инвестиционную активность, что под-

тверждает гипотезу 2. В соответствии с сигнальной теорией инвесторы, когда получают сигнал о том, что компании тратит на социальную политику, должны принимать решение о покупке или продаже акций. Отрицательный знак при переменных социальной политики говорит о том, что инвесторы в России ориентируются только на экономические показатели компании. При увеличении трат на социальную политику, прибыль компании снижается и соответственно, падают и дивидендные выплаты.

Оценка показателей за два периода, именуемые «доковидным» и «постковидным», дала возможность доказать увеличение количества значимых социальных факторов на стоимость акций компании. Так, если в 2018–2019 гг. было выявлено всего три значимых показателя, то в 2020–2021 гг. количество значимых социальных переменных выросло до 9, что подтверждает гипотезу 3.

Мы подтверждаем теоретический вклад сигнальной теории, потому что действительно сигналы, связанные с социальной политикой оказывают влияние на инвесторов и принимаемые ими решения. В данном случае мы соглашались с зарубежными авторами (Zdeff, 2022; Ronsh, 2021), которые также доказывают влияние сигналов, связанных с социальной политикой. В то же время особенности нашей страны отображаются в некотором различии нашей работы и работы китайских коллег (Li, 2022; Chan, 2020), в результатах которых было выявлено наличие прямой связи между расходами на персонал, их социальной поддержкой и инвестиционной привлекательностью, в наших же результатах было выявлено, что подобные расходы уменьшают инвестиционную привлекательность. Российские ученые также в некоторой степени проводили свой анализ, но большинство таких исследований заключалось в анализе единого блока времени без разделения на составные части (Захматов, Валитов, 2022), с чем мы не согласны, так как в таком случае получается усредненный результат по периодам, что не подтверждает динамику изменения значимости социальных показателей на финансовое положение компаний.

Практическая значимость работы заключается в том, что ее результаты могут применять как менеджеры компании, обращая свое внимание на реальную значимость тех или иных социальных показателей, которые были представлены в нашей работе, тем самым повышая эффективность своей работы и увеличивая интерес инвесторов. Кроме того, результаты исследования интересны и для инвесторов, которые могут концентрировать свое внимание на значимых социальных показателях и делать выводы по результатам оценки отчетности компании и изменению котировок акций, таким образом они получают возможность оценивать ситуацию на рынке, делать выводы о покупке или продаже акций компании.

Дальнейшее исследование в этой области может проводиться с добавлением третьего периода: периода 2022–2023 гг., когда российская экономика столкнулась с трудными внешнеэкономическими и внешнеполи-

тическими отношениями, в результате чего снова произошло изменение приоритетов инвесторов. Кроме того, следует данный вопрос рассмотреть еще и с точки зрения позитивности или негативности в процессе текстового анализа.

Заключение

Целью исследования было выявление изменения мировоззрения общества после пандемии COVID-19. Было поставлено три вопроса — три гипотезы, на которые мы ответили в предыдущем пункте. Так, нами первыми была составлена панельная регрессия, позволяющая оценить изменение значимости социальных факторов на котировки акций. Мы доказали, что после пандемии инвесторы стали больше обращать внимание на политику компании в области социальной ответственности. Кроме того, мы дополнили сигнальную теорию выводами о том, что после пандемии инвесторы стали больше обращать внимание на такие сигналы, связанные с социальной политикой компании.

Для начала нами был проведен анализ количественных переменных, связанных с конкретными показателями социальной политики. Было выявлено, что во второй анализируемый период количество значимых переменных увеличилось, при этом сместился акцент с безопасных условий труда на повышение квалификации работников. Вторым шагом мы исследовали текстовые массивы, применив технологию машинного обучения LDA, позволившую оценить значимость текстовых показателей на котировки акций. Результаты таковы, что некоторые показатели, которые, по нашему мнению, должны иметь положительную зависимость к стоимости акций, имеют отрицательный коэффициент. Среди таких показателей «Затраты на обучение и развитие персонала», при этом показатель «Среднее количество часов обучения на одного сотрудника» является значимым и положительным.

Основное ограничение исследования касается выборки, в которой присутствует всего 16 компаний. Данное ограничение связано с тем, что в исследовании оценивалась социальная политика на основе качественных и количественных показателей (например, затрат на обучение и развитие персонала, млн руб.). Если качественные показатели можно сформировать на основе анализа годовой отчетности, то количественные показатели в полном объеме раскрываются только в крупных отечественных компаниях. При принятии закона о полном обязательном раскрытии информации о ESG в России можно повторить данное исследование для более полной выборки.

Можно отметить, что бизнесом не всегда поддерживается социальная политика, так как это дополнительные расходы, получение долгосрочного эффекта (при том, что бизнес может быть ориентирован только на кратко-

срочные цели), риск репутационных потерь и нехваткой ресурсов при работе компании в условиях нестабильной экономики. Однако поддерживая социальную ответственность, компания улучшает свою репутацию, повышает лояльность сотрудников и укрепляет конкурентные позиции на рынке, что может привести к повышению экономической эффективности. Улучшение условий труда, поддержка образования и здоровья сотрудников могут снизить текучесть кадров и повысить эффективность работы компании. Практические рекомендации включают ряд мероприятий, которые следует внедрять постепенно: проведение тренингов и семинаров для топ-менеджеров и специалистов по персоналу, привлечение экспертов для разработки оптимальной программы с учетом специфики конкретной отрасли и размера компании, создание внутренних комитетов по социальной политике, повышение прозрачности и вовлечения сотрудников. Внедрение ключевых показателей эффективности (КПИ) для оценки результативности социальных программ позволит отслеживать их влияние на бизнес-показатели и корректировать стратегию в зависимости от полученных результатов. Социальная политика компании важна не только для благополучия сотрудников, но и для устойчивого роста бизнеса. Развитие этой сферы требует осознания долгосрочного эффекта, планирования и систематического подхода.

Список литературы

Анкудинов, А. Б., Бадыкова, И. Р., & Марханова, Е. С. (2018). Эмпирический анализ взаимосвязи расходов на повышение квалификации работников и финансовой эффективности российских компаний. *Управленец*, 4, 74–83.

Захматов, Д. Ю., & Валитов, Г. Ш. (2022). Влияние ESG-факторов на рыночную капитализацию российских компаний. *Сибирская финансовая школа*, 3(147), 183–192. <https://doi.org/10.34020/1993-4386-2022-3-183-192>.

РИА Рейтинг. (2021). Топ-100 крупнейших по капитализации компаний. <https://giarating.ru/infografika/20210204/630194238.html> (дата обращения: 13.01.2023).

Смотрицкая, И. И., & Фролова, Н. Д. (2021). Качество корпоративного управления и рыночная капитализация российских компаний: эмпирический анализ. *Управленец*, 12(4), 2–15. <https://doi.org/10.29141/2218-5003-2021-12-4-1>.

Федорова, Е. А., & Сальникова, П. А. (2024). Влияние раскрытия информации об экологических инициативах на цены акций публичных компаний России. *Экономический журнал Высшей школы экономики*, 28(2), 223–247.

Федорова, Е. А., Степнов, И. М., Дроговоз, П. А., Рашупкина, А. А., & Ремесник, А. А. (2021). Влияние уровня раскрытия корпоративной социальной ответственности на цену акций: количественный и текстовый анализ. *Экономический журнал Высшей школы экономики*, 25(3), 423–451. <https://doi.org/10.17323/1813-8691-2021-25-3-423-451>.

Ahmad, N., Mobarek, A., & Roni, N. (2022). Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis. *Cogent Business & Management*, 8, 1–18. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1900500>.

Ahsan, H., & Dinithi, R. (2022). Labor investment efficiency and credit ratings. *Finance Research Letters*, 48, 102924. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102924>.

Albert, T., Tracie, F., & Huijuan, C. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure: A literature review. *The British Accounting Review*, 55, 101149. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4270942>.

Ankiewicz, M. et al. (2021). Effectiveness of investing in socially responsible companies during the COVID-19 pandemic. *Procedia Computer Science*, 192, 4732–4740. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2021.09.251>.

Bolognesi, E., & Burchi, A. (2023). The impact of the ESG disclosure on sell-side analysts' target prices: The new era post Paris agreements. *Research in International Business and Finance*, 64, 101827. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101827>.

Cong, C. & Xu, Qianwen. (2022). A new perspective on extra consumer costs for green parcel packaging — An exploration of signal theory and green values. *Journal of Cleaner Production*, 382, 135361. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.135361>.

Fatma, H. Er. K., Emrah, K., & Bodo, B. S. (2022). Corporate social responsibility news and stock performance: A systematic literature review. *Borsa İstanbul Review*, 23(2), 443–463. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.017> p.443-446.

Halder, Ya., Luna, S-R., & Beatriz, P-F. (2022). Relationship CSR and employee commitment: Mediating effects of internal motivation and trust. *European research on management and business economics*, 28, 100185. <https://doi.org/10.1016/j.iedeen.2021.100185>.

Hörisch, J., Freeman, R. E., & Schaltegger, S. (2014). Applying Stakeholder Theory in Sustainability Management: Links, Similarities, Dissimilarities, and a Conceptual Framework. *Organization & Environment*, 27(4), 328–346. <https://doi.org/10.1177/1086026614535786>.

Jieying, G., Dongxiao, Ch., Jun, Zh., & Tao, Ye. (2022). Environmental, social and governance performance: Can it be a stock price stabilizer? *Journal of Cleaner Production*, 379, 134705. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134705>.

Juanjuan, Zh., Yuming, Zh., & Yongkun, S. (2022). Restart economy in a resilient way: The value of corporate social responsibility to firms in COVID-19. *Finance Research Letters*, 247, 102683. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102683>.

Khorin, A., & Krikunov, A. (2021). ESG-risk factors and value multiplier of telecommunications companies. *Journal of Corporate Finance Research*, 15(4), 56–65. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.15.4.2021>.

Rui, A., Zhen, Sh., Chen, L., Changhui, Ya., & Qingru, Zh. (2022) The relationship between CSR and financial performance and the moderating effect of ownership structure: Evidence from Chinese heavily polluting listed enterprises. *Sustainable Production and Consumption*, 30, 117–129. <https://doi.org/10.1016/j.spc.2021.11.030>.

Syrus, M. Is., & Ahsan, H. (2022). How impact investing firms are responding to sustain and grow social economy enterprises in light of the COVID-19 pandemic. *Journal of Business Venturing Insights*, 18, 00347. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2022.e00347>.

Tahir, Is., Rauf, Is., Abdul, H. P., Liang, X., Mahmood, R., Muhammad, Ir., & Muhammad, Sh. M. (2021). The impact of corporate social responsibility on customer loyalty: The mediating role of corporate reputation, customer satisfaction, and trust. *Sustainable Production and Consumption*, 25, 123–135. <https://doi.org/10.1016/j.spc.2020.07.019>,

Xi, Zh., Weihong, Ch., & Ge, R. (2022). The impact of corporate social irresponsibility on emerging-economy firms, long-term performance: An explanation based on signal theory. *Journal of Business Research*, 144, 345–357. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.02.005>.

Zhongfei, Ch., & Guanxia, X. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>.

References

Ankudinov, A. B., Badykova, I. R., & Markhanova, E. S. (2018). Empirical analysis of the relationship between the costs of professional development of employees and the financial efficiency of Russian companies. *Manager*, 9(4), 74–83. <https://doi.org/10.29141/2218-5003-2018-9-4-8>.

Smotritskaya, I. I., & Frolova, N. D. (2021). The quality of corporate governance and market capitalization of Russian companies: empirical analysis. *Upravlenets*, 12(4), 2–15. <https://doi.org/10.29141/2218-5003-2021-12-4-1>,

Fedorova, E. A., Stepnov, I. M., Drogozov, P. A., Rashchupkina, A. A., & Remesnik, A. A. (2021). Influence of the level of disclosure of corporate social responsibility on the price of shares: quantitative and textual analysis. *Economic Journal of the Higher School of Economics*, 25(3), 423–451. <https://doi.org/10.17323/1813-8691-2021-25-3-423-451>,

Zakhmatov, D. Yu., & Valitov, G. Sh. (2022). Influence of ESG Factors on the Market Capitalization of Russian Companies. *Siberian Financial School*, 3(147), 183–192. <https://doi.org/10.34020/1993-4386-2022-3-183-192>.

Приложение 1

Описательная статистика количественных факторов

Показатель	Среднее	Стандартное отклонение	Интервал	Минимум	Максимум
ССЧ, тыс. чел.	87,67988	129,2293267	468,09	11,11	479,2
LTIFR, на 1 млн чел./час	0,361208	0,240671803	0,78	0,07	0,85
Расходы на охрану труда, млрд руб.	8,331183	11,64432373	47,81533	0,484667	48,3
Среднее количество часов обучения на одного сотрудника в течение года, час/чел.	61,88438	23,46307538	88	15	103
Объем социальных инвестиций (внешние), млн руб.	8740,097	14 238,53934	44 935,8	64,2	45 000
Затраты на обучение и развитие персонала, млн руб.	308,0582	305,1549086	1324,3	25,7	1350
Социальные расходы на персонал, млн руб.	6821,01	9170,157735	38 267,36	232,64	38 500

Компании, участвовавшие в исследовании

Название компании	Отрасль экономики РФ
НК «Роснефть»	Нефтедобыча и нефтепереработка
ПАО «Акрон»	Химия и нефтехимия
ПАО «Алроса»	Добыча полезных ископаемых
ПАО «Аэрофлот»	Транспорт
ПАО «Газпром»	Нефтедобыча и нефтепереработка
ПАО «ГМК «Норникель»	Металлургия
ПАО «Лукойл»	Нефтедобыча и нефтепереработка
ПАО «ММК»	Металлургия
ПАО «НОВАТЭК»	Нефтедобыча и нефтепереработка
ПАО «Полус»	Добыча полезных ископаемых
ПАО «Русгидро»	Электроэнергетика
ПАО «Северсталь»	Металлургия
ПАО «СИБУР Холдинг»	Добыча полезных ископаемых
ПАО «Татнефть»	Нефтедобыча и нефтепереработка
ПАО «Уралкалий»	Металлургия
ПАО «ФосАГРО»	Химия и нефтехимия