

DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-6-18-31
УДК 64.066(045)
JEL G32

Влияние раскрытия социальных аспектов ESG-показателей на стоимость акций китайских компаний

Е.А. Федорова, М.А. Федотова, Т.А. Слепнева, И.С. Демин

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

АННОТАЦИЯ

Целью 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 тематического моделирования LDA составлены основные «топики» слов. Они выбраны в результате исследования российских особенностей и менталитета инвесторов с учетом того, на что они обращают внимание в первую очередь, изучая социальную политику компании. Результаты исследования показали, что в период 2021–2022 гг. социальные факторы стали занимать 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 3 значимых показателя, то в 2020–2021 гг. их количество выросло до 9, что подтверждает гипотезу. Было выявлено, что показатели социальной политики имеют как прямую зависимость (условия труда, среднее количество часов обучения), так и обратную (обучение сотрудников компании технике безопасности на рабочем месте, травматизм, социальные инвестиции). **Выводы:** подтверждается теоретический вклад сигнальной теории, так как именно сигналы, связанные с социальной политикой, оказывают влияние на инвесторов и принимаемые ими решения.

Ключевые слова: ESG-показатели; социальная политика; корпорация; бизнес; денежные потоки; инвестиционная стоимость; китайские компании; бетта-показатели; акции

Для цитирования: Федорова Е.А., Федотова М.А., Слепнева Т.А., Демин И.С. Влияние раскрытия социальных аспектов ESG-показателей на стоимость акций китайских компаний. *Финансы: теория и практика*. 2025;29(6):18-31. DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-6-18-31

The Impact of ESG Social Aspects Disclosure on the Stock Prices of Chinese Companies

E.A. Fedorova, M.A. Fedotova, T.A. Slepneva, I.S. Demin

Financial University under the Government of the Russian Federation,
Moscow, Russian Federation

ABSTRACT

The **purpose** of this study is to assess the impact of social disclosure in non-financial corporate reporting on company stock prices in the periods before and after the coronavirus pandemic. The study **methodology** includes panel regression, text analysis, and quantitative analysis of social content indicators in companies' annual reports. Machine learning and LDA were used to generate key word "topics". These were selected based on research into Russian investor characteristics and mentality: these were the primary factors investors pay attention to when examining a company's social policy. Results: The study revealed that social factors assumed a more significant role in shaping investment attractiveness in 2021–2022. Assessing indicators for two periods, referred to as "pre-COVID" and "post-COVID", demonstrated an increase in the number of significant social factors influencing company stock prices. Thus, in 2018–2019, we identified only three significant indicators, but in 2020–2021, we identified nine significant social variables, thereby confirming Hypothesis 3. Social policy indicators were found to have both a direct relationship (working conditions, average number of hours of training) and an

inverse relationship (average salary, injury rate, social investment). **Conclusions:** the theoretical contribution of signaling theory is confirmed, as it is signals related to social policy that influence investors and their decisions.

Keywords: ESG indicators; social policy; corporation; business; cash flows; investment value; Chinese companies; beta indicators; shares

For citation: Fedorova E.A., Fedotova M.A., Slepneva T.A., Demin I.S. The impact of ESG social aspects disclosure on the stock prices of Chinese companies. *Finance: Theory and Practice*. 2025;29(6):18-31. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2025-29-6-18-31

ВВЕДЕНИЕ

Организация должна ориентироваться на общество, интегрируя экономические, социальные и экологические аспекты для развития и создания равновесия между потребностями сегодняшнего поколения и сохранением ресурсов для будущих [1]. Что касается социальной политики, она стала важным аспектом в управлении бизнесом и является неотъемлемой частью организации, призвана уменьшить текучесть кадров, повысить уровень работоспособности и имидж организации, повысить конкурентоспособность за счет создания безопасных и комфортных условий для сотрудников, а также их поддержки.

Исследования показывают, что средние расходы на обеспечение корпоративной социальной ответственности для компаний из списка S&P500 составляют около 80 млн долл. США [2], что может повлиять на возможность выплаты дивидендов и, следовательно, снизить инвестиционную привлекательность. Однако, с другой стороны, эффективная социальная политика обеспечивает улучшение имиджа руководства и организации, повышает социальное доверие и корпоративную репутацию [3], что помогает компаниям пережить кризисы [4]. Кроме того, компании стремятся сохранить производственный потенциал для будущих поколений [5].

Исследования подтверждают, что потребители положительно реагируют на создание хорошего имиджа предприятия, включая его социальную ответственность. Установлена положительная связь между развитием социальной политики и удержанием клиентов, а также их восприятием ценности продукции или услуг компании [6, 7]. Таким образом, тема исследования является актуальной, но при этом отсутствует единая точка зрения на результативность социальной политики для организации, в том числе в кризисный период.

Целью исследования является оценка влияния раскрытия социального аспекта нефинансовой корпоративной отчетности на стоимость акций китайских компаний в периоды до и после начала пандемии коронавируса.

Выбор китайского рынка обусловлен: во-первых, относительно высоким уровнем раскрытия информации, в Китае выпущен ряд законодательных актов, регулирующих степень раскрытия информа-

ции о ESG¹. Министерство экологии и окружающей среды опубликовало Программу реформы правовой системы раскрытия экологической информации в 2021 г. Во-вторых, данный выбор обоснован существенным влиянием пандемии именно в Китае, где она началась и предпринимались наиболее серьезные ограничительные меры. В-третьих, Китай является страной с развивающейся экономикой и финансовым рынком, но сталкивается с различными проблемами, в том числе и в области социальной политики.

Сигнальная теория, которая в последние годы набирает большую популярность, широко используется в анализе нефинансовых показателей деятельности компаний. Согласно этой теории, рынок — это поток сигналов, которые посылают его участники. Получатели интерпретируют их и отправляют обратную связь. Основываясь на сигнальной теории дивидендов [8] и теории свободных денежных потоков [9], можно утверждать, что компании с активной социальной политикой демонстрируют более высокую прибыльность. Таким образом они сигнализируют о том, что могут оправдать ожидания заинтересованных сторон. Волатильность доходов таких компаний ниже, поскольку соблюдение принципов ESG ведет к более эффективному управлению, лучшему распределению активов, снижению транзакционных издержек и повышению конкурентоспособности. При этом во время негативных событий денежные потоки страдают меньше [4].

Помимо теоретических исследований существуют эмпирические, которые оценивают влияние социальной политики на финансовые показатели компаний, например исследование М.И. Столбова и М.А. Шерелева [10]. Исследование К. Masayasu [11], проведенное на выборке японских компаний, также показывает, что показатели ESG позволяют прогнозировать риск дефолта.

Исследование [12] рассматривает влияние corporate social performance (CSP) в условиях Европы, анализируя систематические и общие риски, охватывая более 8700 годовых наблюдений фирм за 2002–2014 гг. Кроме того, в научных работах показано, что более высокий уровень ESG связан с большей величиной

¹ Guidelines on Social Responsibility of Listed Companies issued by the Shenzhen Stock Exchange in 2006, Guidelines on Disclosure of Environmental Information of Listed Companies.

банковских кредитов при меньшей вероятности требования залогов и более низкой их стоимости в Китае. При этом факторы окружающей среды играют меньшую роль, чем социальные и управленческие [13].

Что касается китайских компаний, то авторы работы [14] доказали, что в последнее время роль ESG становится все более очевидной. На примере airline industry было доказано влияние международной и отраслевой конкуренции, национальной политики на содержание годовой отчетности китайских компаний по ESG. Таким образом, на основе анализа литературы выдвигаются следующие гипотезы.

Гипотеза 1. Социальная политика компании оказывает положительное влияние на ее инвестиционную привлекательность.

Исследование [15] демонстрирует, что на основе анализа деятельности китайских компаний за десятилетний период (2010–2020 гг.) наблюдается устойчивое снижение корпоративных рисков, что положительно влияет на их инвестиционную привлекательность. В свою очередь, работа [16] на примере корейских фирм подтверждает, что споры в области экологического, социального и корпоративного управления (ESG) стимулируют торговую активность инвесторов, независимо от направления этих споров.

Согласно общепринятым стандартам в области ESG (например, версия UNCTAD), социальные показатели включают такие аспекты, как участие женщин в управлении компанией, обучение сотрудников, охрана труда, производственная безопасность, частота и количество производственных травм и другие факторы.

Гипотеза 2. Отдельные аспекты социальной политики по-разному влияют на ее инвестиционную привлекательность.

Как уже упоминалось ранее, ESG относится к экологическим, социальным и управленческим факторам, которые компании учитывают при принятии решений, в контексте глобального кризиса, вызванного COVID-19, инвестиции в ESG стали еще более актуальными, так как компании осознали, что устойчивость и ответственность перед окружающей средой и обществом являются ключевыми факторами для долгосрочного успеха. Глобальный кризис, вызванный COVID-19, привлек внимание к проблемам устойчивого развития и позволяет оценить инвестиции в ESG в кризисной ситуации [17]. После пандемии COVID-19 все большее распространение набирает концепция green recovery [18], в соответствии с которой экологические и социальные аспекты должны преобладать над экономическими целями получения прибыли компании, чтобы бороться с текущими мировыми проблемами.

Многочисленные эмпирические исследования частично подтверждают вышеописанные теорети-

ческие концепции. Исследования китайского рынка до и во время пандемии COVID-19 показывают, что высокие показатели ESG уменьшают финансовые риски в кризисные периоды. Однако в обычное время их роль снижается [19].

Исследование японских компаний в 2016–2021 гг. также подтверждает значимое положительное влияние корпоративных показателей ESG на укрепление фондового рынка, повышение его стабильности и ликвидности во время пандемии.

ESG зачастую рассматривается в контексте их влияния на стоимость акций компании. Исследователи обнаруживают положительную взаимосвязь показателей ESG и цены акций как во время пандемии COVID-19, так и после нее. Во время кризисов компании с более низкими показателями ESG испытывают более высокое падение цен акций, связь соблюдения принципов ESG (особенно в социальном и управленческом аспекте) и ликвидности акций четко просматривается [20, 21].

Таким образом, вопрос влияния трат на социальную политику компании на котировки акций является дискуссионным.

Гипотеза 3. Влияние социальной политики усиливается в период коронавируса.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

На первом этапе собираются данные о финансовом состоянии крупнейших китайских компаний и их отчетах ESG (рис. 1). На следующем этапе применяется текстовый анализ, в том числе тематическое моделирование LDA и экспертный метод для выделения тем по социальной политике китайских компаний, для бенчмарка используется словарь Руена и др. (Rouen et al., 2022). Далее применяется эконометрический анализ, используя методы панельной регрессии. Кроме того, важно выделить ключевые темы ESG-отчетов: здоровье сотрудников, условия труда, социальная поддержка персонала, развитие сотрудников, социальная активность, социальная политика.

Создание словаря для оценки уровня раскрытия социальной информации

При анализе компаний важным источником информации является их отчетность, особенно та, которая отражает критерии ESG (Environmental, Social and Corporate Governance). Один из ключевых элементов ESG — это социальные критерии, которые показывают, как компания относится к своим сотрудникам, поставщикам, клиентам и партнерам. При помощи этих отчетов инвесторы, кредиторы и клиенты составляют свое впечатление о компании. Таким образом отчеты влияют на принимаемые решения [22].

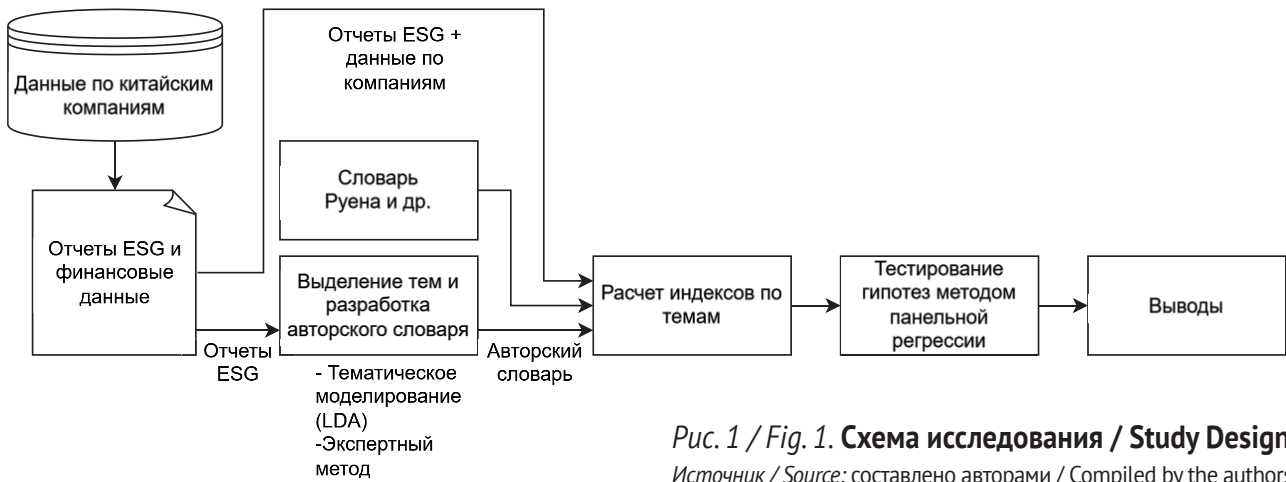


Рис. 1 / Fig. 1. Схема исследования / Study Design
 Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Для анализа отчетности и получения индекса может быть использован метод «мешка слов», подразумевающий подсчет ключевых тематических слов, соответствующих словарю. Для автоматизации процесса можно применять подсчет частоты слов и метод тематического моделирования LDA (Latent Dirichlet allocation). Он позволяет выявить в корпусе текстов неявные тематические группы и выделить заданное число тем, выделив ключевые слова этих тематик, выходя за рамки простого статистическо-

го анализа [23]. Такой подход часто используется в научных исследованиях, основанных на анализе текстовой информации [24]. Таким образом нами был получен разделенный на четыре блока словарь, представленный в табл. 1.

На основе анализа корпуса текстов и LDA выделены ключевые термины, наиболее значимые слова и словосочетания, ассоциирующиеся с каждым из топиков, определенных на основе тематического анализа.

Таблица 1 / Table 1

Разработанный словарь тем социальной политики / Developed Dictionary of Social Policy Topics

Предмет / Subject	Слово / Word
Банковские услуги для сотрудников компании (BSCE) / Banking services for company employees (BSCE)	Банковское обслуживание, услуга, доступный, кредит, труд, банк, недостаточно охваченный банковским обслуживанием, развитие, предоставлять, коммерческий банк, заработная плата / Bank serving, service, affordable, loan, labour, bank, underbanked, development, provide, commercial bank, wage income
Социальная поддержка сотрудников компании (SSCE) / Social support for the company's employees (SSCE)	Работник, страхование, страхование по безработице, борьба с бедностью, низкий доход, доступное жилье, равный доступ, сообщество с низким доходом, сельская местность, доступная аренда, сельское сообщество, социальное обеспечение / Employee, insurance, unemployment insurances, poverty alleviation, low income, access affordable, equitable access, low income community, rural, affordable rental, rural community, social security
Обучение сотрудников компании технике безопасности на рабочем месте (OSTCE) / Occupational safety training for the company's employees (OSTCE)	Обучение сотрудников, безопасность сотрудников, обучение, система, развитие, компетенции, безопасное и доступное, безопасность в деревне, обучение технике безопасности, обучение технике безопасности, обучающие сессии / Employee training, safety of employees, training, system, development, competencies, safety, safe affordable, village safety, safety knowledge training, safety training, training sessions
Управление охраной труда в компании (OSMC) / Occupational safety management in the company (OSMC)	Управление безопасностью, компания, стандарт, здоровье, производство, травмы, здравоохранение, уход, предоставлять, медицинский, улучшать, компания, антибиотик, противомикробный, лекарство, препарат, удовлетворение потребностей здравоохранения, безопасность пищевых продуктов, безопасность пациентов, надзор за безопасностью / Safety management, company, standard, health, production, injuries, health, care, provide, medical, improve, company, antibiotic, antimicrobial, medicine, drug, address health need, food safety, patient safety, safety supervision

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

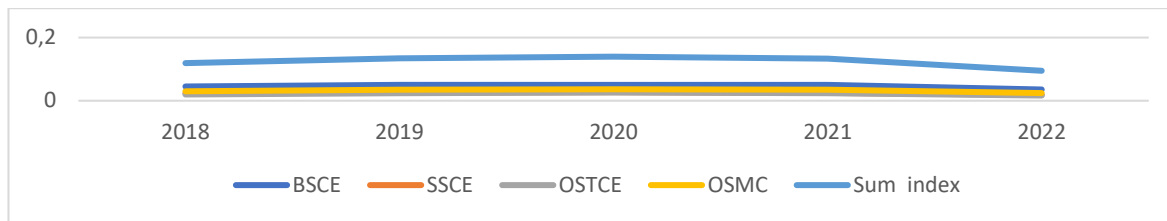


Рис. 2 / Fig. 2. Динамика среднегодовых социальных индексов / Dynamics of Average Annual Social Indices
Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.

Помимо этого, был использован словарь Руена и др. (Rouen et al., 2022), который исследует ключевые термины различных блоков отчетов ESG. Он выделяет девять основных компонентов: конфиденциальность данных клиентов, безопасность данных, доступность и ценовая приемлемость, качество и безопасность продукции, благополучие клиентов, методы продаж и маркировка продукции. На рис. 2 представлена динамика полученных нами индексов за исследуемый период.

Отдельные элементы индекса демонстрируют схожую динамику на всем периоде, причем во время начала пандемии в 2019 г. (началась в Китае) наблюдается резкий скачок освещения социальных аспектов в отчетах крупнейших компаний. Когда пандемия достигла пика в 2021 г. индекс достигает пика, после чего начинает идти на спад.

На рис. 3 видно, что динамика индексов имеет схожий характер, хотя колебания хуже видны из-за масштаба графика. Employee Engagement в течение всего периода имеет в среднем втрое больший средний индекс, тем не менее сохраняется тенденция его повышения в 2019–2020 гг., начало падения в 2021 г. и резкое снижение в 2022 г., когда пандемия COVID-19 завершилась.

Модель исследования

Для анализа использована панельная регрессия.

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

где $price$ — средние котировки акций компаний; $ControlVar$ — вектор управляющих переменных; $SocialVar_{i,t}$ — вектор социальных переменных, $TextVar_{i,t}$ — вектор текстовых переменных. В качестве контрольных переменных предлагается использовать: ROA (%), ROE (%), финансовый леверидж (FL, %), CL — текущая ликвидность (коэффициент), NPM — маржа чистой прибыли (%), GAR — валовой средний доход (юани), CAPEX — капитальные затраты (юани), социальные переменные — расходы на медицинское страхование сотрудников (EMI, юани), на обеспечение условий труда (EWC, юани), расходы на обучение и социальную активность (расходы на обучение и социальную активность — ETSA, юани). Количественная оценка качественной ESG, т.е. измерение интенсивности раскрытия информации, будет

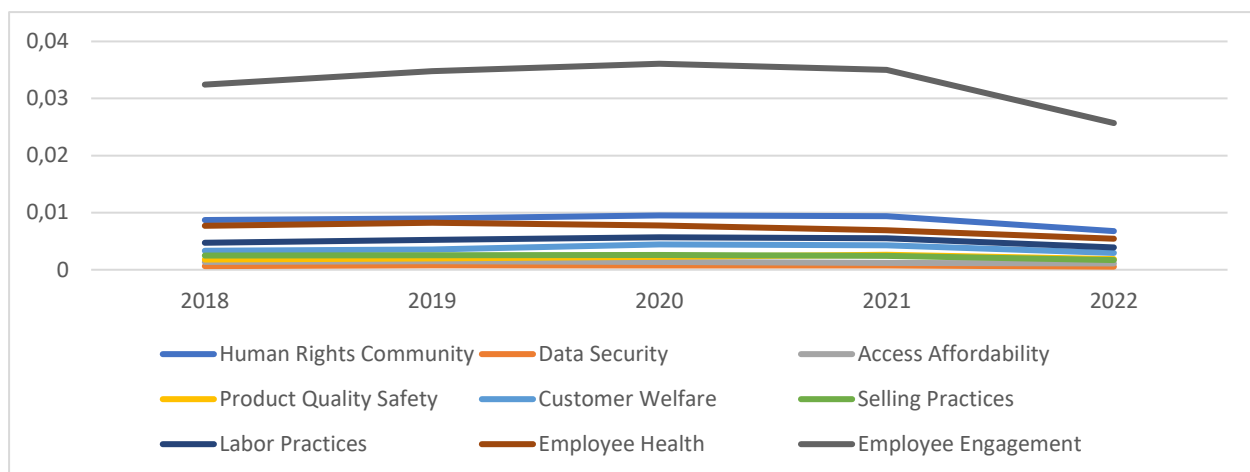


Рис. 3 / Fig. 3. Динамика среднегодовых социальных индексов по словарю Rouen / Dynamics of Average Annual Social Indices According to the Rouen Dictionary

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

проводиться посредством качественного контент-анализа. Для измерения инвестиционной привлекательности компаний в качестве зависимой переменной применяют такие показатели, как цена акций, рыночная капитализация или коэффициент Тобина Q. В данном исследовании в качестве зависимой переменной используется цена акций. Эмпирическая база исследования: формирование

базы данных китайских компаний; классификация компаний по интенсивности раскрытия информации ESG до и после пандемии коронавируса.

ДАННЫЕ И ИХ АНАЛИЗ

Для проверки выдвинутых гипотез была сформирована выборка из 100 китайских компаний, входящих в топ-300 по рыночной капитализации,

Таблица 2 / Table 2

Сводка использованных переменных / Summary of Variables Used

Переменная / Variable	Mean	Std	Min	Max
Контрольные переменные				
ROA	4,745034	1,603614	2,302585	8,517193
ROE	2,531915	1,683777	0	10
FL	5,038366	1,730158	0	10,08289
EMI	13,53734	3,663449	5,771441	19,489
EWC	2,707467	0,73269	1,154288	3,897801
ETSA	0,929092	0,834285	0,039465	2,646624
CL	1,660182	0,21898	1	2
NPM	18,10334	4,681465	10	30
GAR	185 135	170 320,7	25 000	954 870
CAPEX	139 388,8	127 632,9	20 000	687 950
Price BP	21 194,05	20 056,13	8	61 410,7
Tobin Q	2,678116	1,816894	0	11
Наш словарь				
BSCE	0,046066	0,034061	0	0,108719
SSCE	0,024054	0,019571	0	0,08775
OSTCE	0,022063	0,019464	0	0,070519
OSMC	0,032005	0,025599	0	0,100148
Sum index	0.124188	0.092584	0	0.322074
Словарь (Rouen et al., 2022)				
Human Rights Community	0,008669	0,006792	0	0,023121
Data Security	0,000686	0,002236	0	0,021254
Access Affordability	0,001305	0,002074	0	0,009478
Product Quality Safety	0,002104	0,002484	0	0,016349
Customer Welfare	0,003707	0,005075	0	0,031263
Selling Practices	0,001776	0,001947	0	0,014286
Labor Practices	0,002349	0,002452	0	0,012199
Employee Health	0,005014	0,005066	0	0,019259
Employee Engagement	0,007205	0,008387	0	0,045569
Rouen sum	0,032814	0,025151	0	0,100825

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

включающая показатели за 2018–2022 гг. В выборку вошли компании из четырех секторов (переработка и добыча нефти и газа, промышленность, торговля, авиация). При наличии отчета ESG или отчета об устойчивом развитии они включались в выборку, в противном случае использовался общий годовой отчет. Чтобы проверить гипотезу исследования,

был собран массив, включающий 329 экземпляров данных.

Описательная статистика представлена в табл. 2.

Как видно, разброс зависимой переменной Price BP очень высок. Учитывая, что исследуемые временные периоды для панельной регрессии составляют по 2 года (2018–2019 и 2020–2021 гг.), разумно ис-

Таблица 3 / Table 3

Результаты для целевой модели (Price BP) до COVID-19 (2018–2019 гг.) с нашим словарем / Results for the Target Model (Price BP) Before COVID-19 (2018–2019) with our Dictionary

Переменная / Variable	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP
ROA	-0,217561 (0,17228)	-0,2152464 (0,17230)	-0,2095255 (0,171874)	-0,222238 (0,173101)	-0,21717 (0,17269)
ROE	0,36582*** (0,15001)	0,36709*** (0,15001)	0,37299*** (0,150169)	0,3615*** (0,150722)	0,3655*** (0,150396)
FL	0,012183 (0,101607)	0,0113728 (0,102209)	0,0037839 (0,102469)	0,015431 (0,102263)	0,012575 (0,102190)
EMI	-0,046670 (0,082310)	-0,0463840 (0,082331)	-0,0431265 (0,08251)	-0,048024 (0,082391)	-0,046916 (0,082402)
ETSA	-0,212653 (0,170547)	-0,2106319 (0,17070)	-0,2017084 (0,170865)	-0,220054 (0,172579)	-0,213124 (0,171532)
CL	0,053444 (0,086957)	0,0546283 (0,08680)	0,0574705 (0,086862)	0,052152 (0,087031)	0,053803 (0,087002)
NP	-0,059318 (0,089729)	-0,0567010 (0,08892)	-0,0487754 (0,090240)	-0,061579 (0,089947)	-0,05848 (0,08986)
GAR	0,240612 (0,234247)	0,2475182 (0,239352)	0,2780663 (0,237144)	0,231051 (0,236531)	0,24211 (0,23721)
CAPEX	-0,314441 (0,236537)	-0,3231239 (0,240372)	-0,3588156 (0,240654)	-0,302512 (0,240281)	-0,31635 (0,24035)
Digitalization disclosure index					
BSCE	0,030661 (0,143769)				
SSCE		0,0069801 (0,145639)			
OSTCE			-0,061927 (0,139734)		
OSMC				0,047959 (0,142079)	
Sum index					0,02018 (0,14053)
Model parameters					
R-квадрат	0,236	0,235	0,238	0,237	0,235

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

Примечание / Note: *** p < 0,01.

пользовать модель с фиксированными эффектами within, анализируя данные по разным компаниям. Также заметим, что текстовые переменные имеют видимый разброс в величине показателей, например, BSCE почти вдвое больше SSCE и OSTCE по среднему значению, хотя по максимальному показателю разброс значительно меньше.

Показатели индекса словаря Rouen имеют еще больший разброс. Например, заметно, что вопросы Data Security освещаются довольно слабо, т.е. об этом в отчете говорят меньше всего, хотя другой наименьший средний показатель, а также наименьший максимальный — это доступность по цене (Access Affordability). С другой стороны, сообщество

Таблица 4 / Table 4

Результаты для целевой модели (Price BP) после COVID-19 (2020–2021 гг.) с авторским словарем / Results for the Target Model (Price BP) After COVID-19 (2020–2021) with the Author's Dictionary

Переменная / Variable	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP
ROA	-0,157841 (0,129447)	-0,153763 (0,129287)	-0,157534 (0,127443)	-0,159629 (0,127416)	-0,159950 (0,128303)
ROE	0,015015 (0,064730)	0,012836 (0,064471)	0,018344 (0,063565)	0,017607 (0,063516)	0,017201 (0,064002)
FL	-0,025677 (0,075364)	-0,028989 (0,075242)	-0,016429 (0,074394)	-0,016928 (0,074345)	-0,020057 (0,074817)
EMI	0,020750 (0,061882)	0,030545 (0,062518)	0,041595 (0,061661)	0,034443 (0,061217)	0,030496 (0,061556)
ETSA	-0,226131* (0,135501)	-0,225993* (0,135418)	-0,230717* (0,133427)	-0,234510* (0,133454)	-0,232398* (0,134379)
CL	0,067272 (0,063018)	0,073317 (0,062900)	0,069882 (0,061952)	0,070318 (0,061928)	0,069072 (0,062357)
NP	-0,083780 (0,065170)	-0,081720 (0,065117)	-0,082536 (0,064179)	-0,080460 (0,064160)	-0,082669 (0,064590)
GAR	0,254580 (0,199932)	0,255880 (0,199822)	0,286523 (0,196996)	0,291132 (0,197186)	0,279216 (0,198526)
CAPEX	-0,175224 (0,196555)	-0,173774 (0,196005)	-0,203332 (0,193152)	-0,213383 (0,193722)	-0,199941 (0,194984)
Digitalization disclosure index					
BSCE	-0,06895 (0,07665)				
SSCE		-0,08625 (0,0902)			
OSTCE			-0,16191** (0,07609)		
OSMC				-0,168159** (0,078241)	
Sum index					-0,134737* (0,078798)
Model parameters					
R-квадрат	0,067	0,068	0,095	0,095	0,083

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

Примечание / Note: ** p < 0,05, * p < 0,1.

Таблица 5 / Table 5

Результаты для целевой модели (Price VP) до COVID-19 (2018–2019 гг.) с использованием словаря Руана /
Results for the Target Model (Price VP) Before COVID-19 (2018–2019) Using the Ruan Dictionary

Переменная / Variable	Price VP	Price VP	Price VP	Price VP	Price VP	Price VP	Price VP	Price VP	Price VP	Price VP	Price VP	Price VP
ROA	-0,19085 (0,11712)	-0,2194616 (0,171606)	-0,242435 (0,167345)	-0,223943 (0,171278)	-0,1801677 (0,169556)	-0,205627 (0,174036)	-0,214587 (0,172545)	-0,224236 (0,171466)	-0,2327744 (0,17324)	-0,20925 (0,17359)		
ROE	0,3705*** (0,14824)	0,36798*** (0,149522)	0,3609*** (0,145458)	0,36829*** (0,149081)	0,37226*** (0,146707)	0,36799*** (0,149781)	0,36737*** (0,150269)	0,36481*** (0,149208)	0,36232*** (0,14947)	0,36868*** (0,14997)		
FL	0,00569 (0,10039)	0,0036918 (0,102058)	0,013274 (0,098407)	0,024059 (0,103321)	0,00040587 (0,099470)	0,006918 (0,102087)	0,01074365 (0,102678)	0,020883 (0,101881)	0,0058035 (0,10129)	0,00989 (0,10147)		
EMI	-0,04395 (0,08143)	-0,0494523 (0,082327)	-0,030745 (0,080320)	-0,037389 (0,082697)	-0,0351386 (0,080888)	-0,045390 (0,082320)	-0,0463692 (0,082642)	-0,056251 (0,083036)	-0,0463214 (0,08199)	-0,04520 (0,08248)		
ETSA	-0,18219 (0,1700)	-0,2148274 (0,169966)	-0,216176 (0,165096)	-0,208952 (0,169221)	-0,1568451 (0,169965)	-0,198467 (0,173935)	-0,209930 (0,17203)	-0,229311 (0,171377)	-0,2276323 (0,17150)	-0,20309 (0,17316)		
CL	0,05275 (0,08583)	0,0566306 (0,086648)	0,045745 (0,084337)	0,063578 (0,087072)	0,055346 (0,084923)	0,056928 (0,087008)	0,0547016 (0,08680)	0,047910 (0,086867)	0,0531171 (0,08647)	0,05558 (0,08668)		
NP	-0,03081 (0,09071)	-0,0442479 (0,091466)	-0,044343 (0,086330)	-0,046524 (0,089166)	-0,034556 (0,087955)	-0,047727 (0,092916)	-0,056404 (0,089631)	-0,067381 (0,089565)	-0,059118 (0,088465)	-0,05260 (0,09051)		
GAR	0,30703 (0,23243)	0,2903408 (0,240807)	0,287921 (0,223480)	0,248221 (0,228191)	0,311542 (0,227879)	0,267320 (0,235243)	0,250923 (0,24440)	0,220444 (0,232055)	0,2497577 (0,22849)	0,25995 (0,23340)		
CAPEX	-0,39646* (0,23574)	-0,367690* (0,242100)	-0,357361* (0,233519)	-0,325269* (0,228503)	-0,384718* (0,227915)	-0,345187 (0,237200)	-0,326654 (0,246752)	-0,286709 (0,235040)	-0,3235281 (0,22886)	-0,33746 (0,23543)		
Social index												
Human Rights Community	-0,145749 (0,13115)											
Data Security		-0,3045199 (0,5771208)										
Access Affordability			0,256942* (0,139689)									
Product Quality Safety				-0,099489 (0,128367)								
Customer Welfare					-0,2490567 (0,1605288)							
Selling Practices						-0,061027 (0,195151)						
Labor Practices							-0,0002314 (0,1431507)					
Employee Health								0,127482 (0,17450)				
Employee Engagement									0,11563 (0,17323)			
Rouen sum										-0,0325711 (0,1540381)		
Model parameters												
R-квадрат	0,252	0,239	0,280	0,244	0,268	0,237	0,235	0,243	0,241	0,236		

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.
Примечание / Note: *** p < 0,01, * p < 0,1.

Таблица 6 / Table 6

Результаты для целевой модели (Price BP) после COVID-19 (2020 – 2021 гг.) с использованием словаря Руана / Results for the Target Model (Price BP) Before COVID-19 (2018 – 2019) Using the Ruan Dictionary

Переменная / Variable	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP	Price BP
ROA	-0.159285 (0.12982)	-0.174404 (0.134964)	-0.084516 (0.12574)	-0.1727942 (0.12740)	-0.16561 (0.12876)	-0.148176 (0.129052)	-0.148886 (0.12695)	-0.16485 (0.12784)	-0.14968 (0.13034)	-0.1671 (0.12964)		
ROE	0.013636 (0.06485)	0.011574 (0.064669)	-0.019645 (0.06232)	0.0220720 (0.063518)	0.009173 (0.06595)	0.0080068 (0.064187)	0.014930 (0.06522)	0.01638 (0.06366)	0.008595 (0.06455)	0.01431 (0.0644)		
FL	-0.027080 (0.0754)	-0.025654 (0.075656)	0.0094709 (0.07311)	-0.0039468 (0.074792)	-0.032342 (0.07482)	-0.0209792 (0.075557)	-0.001666 (0.074795)	-0.01592 (0.07461)	-0.02807 (0.07557)	-0.02558 (0.07518)		
EMI	0.023792 (0.0620)	0.016980 (0.062579)	0.0376941 (0.05954)	0.0146351 (0.060885)	0.037884 (0.06235)	0.0325463 (0.062331)	0.032008 (0.06088)	0.040764 (0.06183)	0.02271 (0.06214)	0.0259 (0.0618)		
ETSA	-0.22842* (0.1360)	-0.247724* (0.141372)	-0.130405* (0.13254)	-0.234159* (0.133145)	-0.237134* (0.134698)	-0.21132* (0.13516)	-0.21286* (0.132868)	-0.23580* (0.13386)	-0.21462* (0.13725)	-0.23760* (0.1359)		
CL	0.07166 (0.0629)	0.069470 (0.063066)	0.0757567 (0.06034)	0.0596597 (0.061997)	0.079253 (0.062706)	0.072055 (0.062715)	0.076264 (0.061756)	0.074984 (0.06212)	0.07134 (0.0630)	0.0718 (0.06275)		
NP	-0.083848 (0.0652)	-0.079987 (0.065380)	-0.074126 (0.06254)	-0.0791390 (0.064032)	-0.081824 (0.064728)	-0.090171 (0.065304)	-0.088625 (0.06399)	-0.08204 (0.06432)	-0.08262 (0.06536)	-0.0829 (0.06501)		
GAR	0.251309 (0.2006)	0.240696 (0.199345)	0.1992297 (0.19038)	0.298013 (0.196997)	0.275700 (0.199045)	0.26105 (0.1991978)	0.326355* (0.19874)	0.32579* (0.20142)	0.22632 (0.19947)	0.27457 (0.2014)		
CAPEX	-0.167654 (0.19655)	-0.159525 (0.195662)	-0.116476 (0.18666)	-0.225814 (0.193957)	-0.19241 (0.19513)	-0.17204 (0.19473)	-0.22792 (0.19369)	-0.24044 (0.19734)	-0.14765 (0.1960)	-0.1922 (0.19759)		
Social index												
Human Rights Community	-0.051962 (0.0756)											
Data Security		-0.087870 (0.155594)										
Access Affordability			0.25442*** (0.07532)									
Product Quality Safety				-0.14185** (0.06245)								
Customer Welfare					-0.13291* (0.08595)							
Selling Practices												
Labor Practices												
Employee Health												
Employee Engagement												
Rouen sum												-0.087796 (0.0764)
Model parameters												
R-квадрат	0.065	0.063	0.141	0.099	0.079	0.072	0.101	0.091	0.062	0.071		

Источник / Source: составлено авторами / Compiled by the authors.
Примечание / Note: *** p < 0,01, ** p < 0,05, * p < 0,1.

по защите прав человека, здоровье сотрудников и вовлеченность персонала (Human Rights Community, Employee Health and Employee Engagement) имеют максимальный средний вес. В несколько меньшей степени выделяется благополучие клиентов (Customer Welfare). Эти разделы логически являются наиболее важными для компании.

РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Чтобы оценить влияние раскрытия в ESG информации о социальной составляющей работы компании, выстроено множество моделей. Зависимой переменной во всех случаях является средняя цена акций китайских компаний (average share price of Chinese companies). Мы проверяем влияние социальной составляющей до начала пандемии COVID-19 (2018–2019 гг.) и после ее начала (2020–2021 гг.), чтобы оценить, как меняется значимость социального фактора в Китае. Для начала проверим социальные индексы, полученные на основе словаря, результаты представлены в табл. 3 и 4.

Из контрольных переменных значимой оказалась только ROE. Социальные переменные EMI и ETSA, а также наши индексы в период до пандемии значимости не имеют. Таким образом, на данном этапе исследования можно сделать вывод, что до пандемии коронавируса раскрытие социальных факторов не влияло на цену акций компаний.

Как видно, в данном случае два из четырех компонентов индекса, а также суммарный индекс являются значимыми. Таким образом, можно считать, что с начала пандемии изменились приоритеты как компании, так и клиентов, и инвесторов.

С целью проверки результатов анализа при помощи словаря применяется один из словарей Rouen et al. (2022). Таблицы 5 и 6 представляют результаты девяти предложенных в исследовании компонент.

В табл. 5 и 6 прослеживается аналогичная тенденция: до пандемии социальные переменные почти все не значимы. Только доступность по цене (Access Affordability) имеет значимость в модели, она содержит термины, связанные с доступностью, равноправным доступом, равноправием и социальной поддержкой.

Таким образом, гипотеза 1 в работе не подтверждается. В обычное время устойчивая прямая связь между стоимостью акций компании и социальной политикой не обнаруживается. Единственный фактор социальной политики, оказавшийся важным, — доступность по цене. Это можно объяснить тем, что на стоимость акций влияет множество факторов и данная экономическая модель слишком сложна для линейной модели.

Гипотеза 2 в основном подтверждается. Можно отметить, что в моделях, затрагивающих период после начала пандемии, различные факторы социальной политики имеют больше влияния, тогда как другие [например, банковские услуги для сотрудников компании (BSCE) и социальная поддержка сотрудников компании (SSCE), методы продаж или защита данных] не имеют влияния ни на одном рассматриваемом периоде. Также для китайского рынка в период пандемии оказались значимы такие факторы, как доступность по цене, качество продукции, безопасность, благополучие клиентов, трудовая практика, здоровье сотрудников, из которых только первый фактор был значим до пандемии COVID-19.

Гипотеза 3 подтверждается, наблюдается резкое повышение значимости социальных факторов, включающих поддержку безопасности труда и охрану здоровья сотрудников. Китай подвергся наиболее сильному влиянию пандемии COVID-19, и из результатов можно заключить, что пандемия кардинально изменила важность социальных показателей в глазах инвесторов. Результаты исследования подтвердили концепцию green recovery [19], в соответствии с которой увеличивается роль социальных аспектов компании, чтобы бороться с текущими мировыми проблемами: стихийными и экологическими бедствиями и инфекционными заболеваниями.

ВЫВОДЫ

Исследование подтверждает влияние раскрытия информации о социальных факторах в отчетах компании на стоимость ее акций в условиях китайского рынка. Однако это влияние прослеживается только после начала пандемии COVID-19. Пандемия изменила взгляды клиентов и инвесторов компании на важность обеспечения компанией различных социальных факторов, связанных с социальной безопасностью, охраной здоровья и безопасности труда. Важность прослеживается не только в текстовых индексах, но и в фактических показателях затрат компаний на своих работников в плане проведения тренингов и социальных активностей. Аналогичный вывод получен и на отечественных компаниях [25, 26].

К ограничениям исследования можно отнести ограниченный рассматриваемый период и перечень компаний. Также необходимо отметить, что Китай — одна из наиболее пострадавших от пандемии стран. Он вводил наиболее серьезные ограничительные меры, связанные с пандемией, в связи с чем значимость раскрытия социальных факторов в отчетах для других стран может быть

значительно ниже и в период после начала пандемии. С другой стороны, исследование именно китайского рынка позволяет обнаружить данную взаимосвязь.

В целом можно считать, что безопасность и создание комфортных условий труда для работников в последние годы становятся важной частью кор-

поративной культуры и менеджмента. Пандемия подтолкнула множество процессов преобразования компаний к современным моделям. В данном случае особенно значимыми факторами становятся медицинская поддержка и обеспечение безопасности как сотрудников, так и клиентов от вирусов, а также общее обеспечение безопасности для персонала.

БЛАГОДАРНОСТИ

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансовому университету при Правительстве Российской Федерации на 2025 год. Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация.

ACKNOWLEDGEMENTS

This article was prepared based on the results of research conducted with budgetary funds under a state assignment for the Financial University under the Government of the Russian Federation for 2025. Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Borges M.L., Anholon R., Cooper Ordoñez R.E., et al. Corporate Social Responsibility (CSR) practices developed by Brazilian companies: An exploratory study. *International Journal of Sustainable Development and World Ecology*. 2018;25(6):509–517. DOI: 10.1080/13504509.2017.1416700
2. Di Giuli A., Kostovetsky L. Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*. 2014;111(1):158–180. DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.10.002
3. Campbell L., Gulas C.S., Gruca T.S. Corporate giving behavior and decision-maker social consciousness. *Journal of Business Ethics*. 1999;19(4):375–383. DOI: 10.1023/A:1006080417909
4. Godfrey P.C., Merrill C.B., Hansen J.M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*. 2009;30(4):425–445. DOI: 10.1002/smj.750
5. Cazeri G.T., Anholon R., da Silva D., et al. An assessment of the integration between corporate social responsibility practices and management systems in Brazil aiming at sustainability in enterprises. *Journal of Cleaner Production*. 2018;182:746–754. DOI: 10.1016/j.jclepro.2018.02.023
6. Carvalho S.W., Sen S., de Oliveira Mota M., de Lima R.C. Consumer reactions to CSR: A Brazilian perspective. *Journal of Business Ethics*. 2010;91(S 2):291–310. DOI: 10.1007/s10551-010-0620-0
7. Hanaysha J.R. Customer retention and the mediating role of perceived value in retail industry. *World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*. 2018;14(1):2–24. DOI: 10.1108/WJEMSD-06-2017-0035
8. Bhattacharya S. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *The Bell Journal of Economics*. 1979;10(1):259–270. DOI: 10.2307/3003330
9. Jensen M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*. 1986;76(2):323–329.
10. Столбов М.И., Щепелева М.А. Влияние ESG-факторов на финансовую стабильность. *Вопросы экономики*. 2022;(11):136–148. DOI: 10.32609/0042-8736-2022-11-136-148
Stolbov M.I., Shchepelova M.A. The impact of ESG factors on financial stability. *Voprosy ekonomiki*. 2022;(11):136–148. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042-8736-2022-11-136-148
11. Kanno M. Does ESG performance improve firm creditworthiness? *Finance Research Letters*. 2023;55(PtA):103894. DOI: 10.1016/j.frl.2023.103894
12. Sassen R., Hinze A.-K., Hardeck I. Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of Business Economics*. 2016;86(8):867–904. DOI: 10.1007/s11573-016-0819-3
13. Qian K., Shi B., Song Y., Wu H. ESG performance and loan contracting in an emerging market. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2023;78:101973. DOI: 10.1016/j.pacfin.2023.101973
14. Li W., Cui J., Gao J., Xiong J. Corporate social responsibility in China’s airline industry: A longitudinal content analysis of related reports. *Journal of Air Transport Management*. 2023;111:102420. DOI: 10.1016/j.jairtraman.2023.102420

15. He F., Ding C., Yue W., Liu G. ESG performance and corporate risk-taking: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*. 2023;87:102550. DOI: 10.1016/j.irfa.2023.102550
16. Bang J., Ryu D., Yu J. ESG controversies and investor trading behavior in the Korean market. *Finance Research Letters*. 2023;54:103750. DOI: 10.1016/j.frl.2023.103750
17. Albuquerque R., Koskinen Y., Yang S., Zhang C. Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *The Review of Corporate Finance Studies*. 2020;9(3):593–621. DOI: 10.1093/rcfs/cfaa011
18. Gusheva E., de Gooyert V. Can we have our cake and eat it? A review of the debate on green recovery from the COVID-19 crisis. *Sustainability*. 2021;13(2):874. DOI: 10.3390/su13020874
19. Broadstock D.C., Chan K., Cheng L.T.W., Wang X. The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*. 2021;38:101716. DOI: 10.1016/j.frl.2020.101716
20. Ding W., Levine R., Lin C., Xie W. Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*. 2021;141(2):802–830. DOI: 10.1016/j.jfineco.2021.03.005
21. He F., Feng Y., Hao J. Corporate ESG rating and stock market liquidity: Evidence from China. *Economic Modelling*. 2023;129:106511. DOI: 10.1016/j.econmod.2023.106511
22. Lewis C., Young S. Fad or future? Automated analysis of financial text and its implications for corporate reporting. *Accounting and Business Research*. 2019;49(5):587–615. DOI: 10.1080/00014788.2019.1611730
23. Blei D.M., Ng A.Y., Jordan M.I. Latent dirichlet allocation. *The Journal of Machine Learning Research*. 2003;3:993–1022. URL: <https://www.jmlr.org/papers/volume3/blei03a/blei03a.pdf>
24. Moro S., Cortez P., Rita P. Business intelligence in banking: A literature analysis from 2002 to 2013 using text mining and latent Dirichlet allocation. *Expert Systems with Applications*. 2015;42(3):1314–1324. DOI: 10.1016/j.eswa.2014.09.024
25. Ефимова О.В., Волков М.А., Королёва Д.А. Анализ влияния принципов ESG на доходность активов: эмпирическое исследование. *Финансы: теория и практика*. 2021;25(4):82–97. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-4-82-97
Efimova O.V., Volkov M.A., Koroleva D.A. The impact of ESG factors on asset returns: Empirical research. *Finance: Theory and Practice*. 2021;25(4):82–97. DOI: 10.26794/2587-5671-2021-25-4-82-97
26. Белик И.С., Дуцинин А.С., Никулина Н.Л. Управленческий аспект учета ESG-факторов в оценке стоимости компании. *Финансы: теория и практика*. 2023;27(6):161–172. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-6-161-172
Belik I.S., Dutsinin A.S., Nikulina N.L. The managerial aspect of accounting ESG factors in assessing the value of a company. *Finance: Theory and Practice*. 2023;27(6):161–172. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-6-161-172

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ / ABOUT THE AUTHORS



Елена Анатольевна Федорова — доктор экономических наук, профессор кафедры корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

Elena A. Fedorova — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Corporate Finance and Corporate Management, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

<https://orcid.org/0000-0002-3381-6116>

Автор для корреспонденции / Corresponding author:

EAfedorova@fa.ru



Марина Алексеевна Федотова — доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

Marina A. Fedotova — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Corporate Finance and Corporate Management, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

<https://orcid.org/0000-0003-4862-5440>

MFedotova@fa.ru



Татьяна Александровна Слепнева — кандидат экономических наук, профессор кафедры корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

Tatyana A. Slepneva — Cand. Sci. (Econ.), Prof., Department of Corporate Finance and Corporate Management, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

<https://orcid.org/0000-0002-0065-9644>

TASlepneva@fa.ru



Игорь Святославович Демин — доктор экономических наук, профессор кафедры искусственного интеллекта факультета информационных технологий и анализа больших данных, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация

Igor S. Demin — Dr. Sci. (Econ.), Prof., Department of Artificial Intelligence, Faculty of Information Technology and Big Data Analysis, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation

<https://orcid.org/0000-0003-4070-3715>

ig.demin@gmail.com

Заявленный вклад авторов:

Е.А. Федорова — общая концепция, расчеты.

М.А. Федотова — выдвижение гипотез и обзор литературы.

И.С. Демин — сбор массива, расчет текстовых переменных.

Т.А. Слепнева — введение, заключение, список литературы.

Authors' declared contribution:

E.A. Fedorova — general concept, calculations.

M.A. Fedotova — hypothesizing and literature review.

I.S. Demin — collecting an array, calculating text variables.

T.A. Slepneva — introduction, conclusion, references.

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Conflicts of Interest Statement: The authors have no conflicts of interest to declare.

Статья поступила в редакцию 09.08.2025; после рецензирования 16.09.2025; принята к публикации 22.10.2025.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 09.08.2025; revised on 16.09.2025 and accepted for publication on 22.10.2025.

The authors read and approved the final version of the manuscript.