

ФИНАНСОВАЯ ЭКОНОМИКА

В. А. Черкасова¹

НИУ «Высшая школа экономики» (Москва, Россия)

А. В. Петров²

АО «Кэпт» (Москва, Россия)

УДК: 336.64, 338.314

doi: 10.55959/MSU0130-0105-6-58-5-9

ВЛИЯНИЕ ХАРАКТЕРИСТИК ГЕНЕРАЛЬНОГО ДИРЕКТОРА НА ESG-РЕЙТИНГ И ЭФФЕКТИВНОСТЬ ЗОЛОТОДОБЫВАЮЩИХ КОМПАНИЙ

Данное исследование посвящено роли генерального директора в реализации ESG-политики, результатом которой является рост ESG-рейтинга и повышение эффективности золотодобывающих компаний. Исследование концентрируется на анализе показателей власти генерального директора, таких как: размер вознаграждения генерального директора (CEO); доля принадлежащих ему акций компании; срок пребывания в должности. Выведен общий индекс властности генерального директора путем объединения отдельных характеристик. В качестве методологии используется эконометрический анализ панельных данных по 36 крупнейшим мировым публичным золотодобывающим компаниям за период с 2015 по 2020. Эффективность золотодобывающих компаний измеряется с помощью рыночного показателя — Tobins' Q, который позволяет принять решение об инвестировании в предприятие, нацеленного на устойчивое развитие. Золотодобывающие компании успешно реализуют ESG проекты и становятся полноценным объектом для инвестирования. Результаты исследования показали, что ESG-рейтинг и три его составляющие (экологическая, социальная и управленческая) оказывают положительное влияние на рыночную эффективность золотодобывающих компаний. Из рассмотренных характеристик CEO, две из них — размер вознаграждения CEO и процент владения акцией, оказывают положительное влияние на рыночную эффективность деятельности компаний. Срок пребывания в должности не оказал значимого влияния на эффективность компаний. Общий показатель властности способствовал росту эффективности за счет двух характеристик. Если рассматривать генерального директора как посредника между инвестированием в ESG-проекты и ростом эффективности компании, то выяснилось, что только влиятельный CEO, характеризующийся высоким размером вознаграждения,

¹ Черкасова Виктория Артуровна — к.э.н., доцент, Школа финансов факультета экономических наук, НИУ «Высшая школа экономики»; e-mail: vcherkasova@hse.ru, ORCID: 0000-0001-7756-7513.

² Петров Александр Вадимович — консультант, отдел инвестиций и рынков капитала, АО «Кэпт»; e-mail: alex010600@yandex.ru, ORCID: 0000-0002-8423-6699.

© Черкасова Виктория Артуровна, 2023



© Петров Александр Вадимович, 2023



граждения, может способствовать увеличению ESG-рейтинга и повышению рыночной эффективности компании. Полученные выводы иллюстрируют особенности влияния характеристик генерального директора на результаты деятельности золотодобывающих компаний с учетом принципов ESG. Использование результатов исследования позволит улучшить корпоративное управление золотодобывающих компаний для обеспечения роста показателей эффективности, учитывая специфичность отрасли и ее ориентацию на устойчивое развитие.

Ключевые слова: характеристики CEO, ESG-рейтинг, эффективность компании, золотодобывающие компании, устойчивое развитие.

Цитировать статью: Черкасова, В. А., & Петров, А. В. (2023). Влияние характеристик генерального директора на ESG-рейтинг и эффективность золотодобывающих компаний. *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*, 58(5), 184–208. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-58-5-9>.

V. A. Cherkasova

HSE State University (Moscow, Russia)

A. V. Petrov

JSC “Kept” (Moscow, Russia)

JEL: D22, G32, G34, G41

THE INFLUENCE OF CEO'S CHARACTERISTICS ON ESG RATING AND EFFICIENCY OF GOLD MINING COMPANIES

This study examines the role of the CEO in implementing ESG policy, which results in the growth of ESG rating and improving the efficiency of gold mining companies. The research analyses the indicators of CEO power, such as: the amount of CEO remuneration; the share of company stocks owned by him; the term of office. The general index of CEO authority is derived by combining individual characteristics. The methodology used is an econometric analysis of panel data on 36 of the world's largest public gold mining companies for the period from 2015 to 2020. The efficiency of gold mining companies is measured using a market indicator — Tobins'Q, which allows you to make a decision about investing in an enterprise aimed at sustainable development. Gold mining companies successfully implement ESG projects and become a full-fledged object for investment. The results of the study show that ESG rating and its three components (environmental, social and managerial) have a positive impact on the market efficiency of gold mining companies. Of the considered characteristics of CEOs, two of them — the amount of CEO remuneration and the percentage of shares ownership, have a positive impact on the market efficiency of companies. The term of office does not have a significant impact on the effectiveness of companies. The overall indicator of authority contributed to the increase in efficiency due to two characteristics. If we consider the CEO as an intermediary between investing in ESG projects and increasing the company's efficiency, it turned out that only an influential CEO, characterized by a high amount of remuneration,

can contribute to increasing the ESG rating and improving the company's market efficiency. The findings illustrate the peculiarities of the influence of the CEO's characteristics on the performance of gold mining companies, taking into account the principles of ESG. The results of the study will improve corporate governance of gold mining companies to ensure the growth of performance indicators, taking into account the specificity of the industry and its focus on sustainable development.

Keywords: CEO characteristics, ESG-rating, company efficiency, gold mining companies, sustainable development.

To cite this document: Cherkasova, V. A., & Petrov, A. V. (2023). The influence of CEO's characteristics on ESG rating and efficiency of gold mining companies. *Lomonosov Economics Journal*, 58(5), 184–208. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-58-5-9>.

Введение

Начало XXI в. ознаменовалось появлением значительного интереса в академических и деловых кругах к ESG (экологической, социальной и управленческой) деятельности. Такая ситуация вызвана более жесткими требованиями в области прозрачности финансовой и социальной отчетности. Поэтому руководители компании начали активно заниматься поиском новых стратегических драйверов развития компании и рассматривали политику ESG как потенциальный инструмент получения долгосрочных экономических выгод. Сегодня практика внедрения ESG претерпела определенные изменения. Если в начале политика корпоративной социальной ответственности применялась только в некоторых глобальных корпорациях, то сегодня ESG-практики используются значительной частью компаний с различными формами управления, размером и возрастом. Широкое внедрение практик ESG стало в определенной степени стандартом ведения бизнеса, так как у всех компаний обострились такие глобальные проблемы, как загрязнение окружающей среды, глобальное потепление, социальное неравенство и другие проблемы. В частности, производство золотодобывающих компаний сопровождается существенными выбросами парниковых газов, повышенным потреблением водных ресурсов, несчастными случаями и другими проблемами для общества. Для борьбы с ними компании активно внедряют практику ESG в свою деятельность. Компании сообщают данные по трем аспектам ESG: экологический (потребление воды, выбросы вредных газов в атмосферу), социальный (условия труда, несчастные случаи, социальные проекты), корпоративное управление (раскрытие информации, вознаграждение менеджмента, гендерное разнообразие совета директоров).

Большинство заинтересованных сторон при оценке деятельности компании руководствуются как финансовыми, так и нефинансовыми показателями, подчеркивая необходимость деятельности компании в инте-

ресех общества в целом, а не отдельных лиц. Нынешняя экологическая и социальная ситуация требует от компаний большего внимания к проблемам, имеющим неэкономическую основу. В связи с этим деятельность в области ESG стала одним из показателей эффективности компании наравне с экономическими показателями, на которые обращают внимание инвесторы и другие заинтересованные стороны. Успехи компаний в области ESG зависят от деятельности совета директоров и от генерального директора (CEO), его способности убеждать акционеров и совет директоров в необходимости инвестиций в устойчивое развитие и в рейтинг ESG (Garcia-Blandon et al., 2019). Присутствие CEO в совете директоров дает ему большую власть при принятии решений, в том числе в вопросах, касающихся финансирования ESG-проектов (Rossi et al., 2021). Компания благодаря развитию ESG-деятельности может привлекать более доступный капитал по сниженной процентной ставке, повышая доверие со стороны инвесторов, что приводит к росту ее эффективности (Shahbaz et al., 2020). На управленческие решения генерального директора в области ESG-деятельности, часто требующей значительных инвестиций, влияют различные характеристики: возраст, политические предпочтения, уровень доверия, добросовестность, качество знаний и опыт. В связи с этим важно понимать какие из них в большей степени влияют на вовлеченность в деятельность ESG (Behl et al., 2021; Zhao et al., 2018; Wang, Sarkis, 2017; Kim, Li, 2021).

Цель данной статьи — выявление тех характеристик генерального директора, которые оказывают влияние на результаты ESG-деятельности и при этом способствуют росту эффективности золотодобывающих компаний с учетом принципов ESG. Новизна исследования обусловлена концентрацией как на отдельных показателях власти генерального директора (размер вознаграждения, которое выплачивается генеральному директору, доля принадлежащих ему акций и срок пребывания в занимаемой должности), так и на общем показателе властности, полученном путем объединения отдельных характеристик. В качестве компонент ESG-рейтинга взяты все его элементы (экологический, социальный и управленческий) — как отдельно, так и в целом индекс ESG.

Тестирование проводится на выборке из крупнейших золотодобывающих компаний, акции которых торгуются на мировых биржах. Благодаря высоким достижениям в области ESG золотодобывающие компании становятся привлекательными для инвесторов в целях сбережения и увеличения доходности портфеля. Результаты исследования могут оказать помощь топ-менеджменту золотодобывающих компаний продолжить или начать развитие в области ESG для повышения репутации компании и эффективности их деятельности. Снижение информационной асимметрии и раскрытие информации об ESG-политике создадут стимулы для менеджеров компаний увеличивать инвестиции в такие проекты и получать экономи-

ческую выгоду. Полученные результаты могут быть полезны и для инвесторов, которые рассматривают ESG-результаты при принятии решения о покупке или продаже акций золотодобывающих компаний.

Анализ существующих подходов

После мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. началось активное проведение реформ, направленных на повышение роли корпоративного управления и ESG-деятельности в компаниях. Золотодобывающая отрасль относится к тяжелой промышленности, оказывает сильное негативное влияние на окружающую среду. В странах мира активно происходит регулирование добывающей отрасли для более устойчивой добычи полезных ископаемых, соответствия стандартам ESG. Компании золотодобывающей отрасли принимают такие меры, как например сокращение выбросов парниковых газов и повышение качества раскрываемости ESG-отчетности (Baur et al., 2023; Knizhnikov et al., 2021).

ESG-рейтинг представляет собой показатель результата деятельности организаций в области корпоративной социальной ответственности. Влияние каждой компоненты ESG-рейтинга изучается по отдельности (экологический аспект: E-score, социальный: S-score и управленческий: G-score).

ESG-рейтинг и эффективность компаний

Научные работы, посвященные влиянию ESG-рейтинга на эффективность компаний, содержат неоднозначные результаты. Большинство работ показывают положительную взаимосвязь, но некоторые результаты говорят об обратном или незначительном влиянии (Velte, 2020; Behl et al., 2021).

Теория стейкхолдеров подтверждает положительную связь между социальными и финансовыми результатами (Preston, O'Bannon, 1997). С другой стороны, соблюдение принципов ESG или выполнение ожиданий акционеров сопровождается дополнительными затратами, что оказывает негативное влияние на финансовую эффективность. Ранние научные работы преимущественно демонстрируют отрицательную взаимосвязь между компаниями, следующими принципам ESG, и их финансовыми результатами. В то время как исследования, проведенные в течение последних 20 лет, показывают преимущественно положительную взаимосвязь (Garcia-Blandon et al., 2019).

В исследовании П. Велте (Velte, 2020) и Д. Нгуена (Nguyen et al., 2022) показывается, что ESG-рейтинг компаний и каждая из трех его компонент оказывают положительное влияние на бухгалтерские (ROE, ROA) и рыночные показатели компаний (Q Тобина). В работе К. Чжао и др. (Zhao et al., 2018) на выборке из китайских энергетических компаний авторы показывают, что ESG-рейтинг оказывает положительное влияние на рентабельность задействованного капитала (ROCE). Авторы объясняют данное влияние высоким спросом на социально-устойчивое инвестирование.

Однако в исследовании З. Ванга и Д. Саркиса (Wang, Sarkis, 2017) на выборке из 500 лучших по экологическому аспекту американских компаний доказывается, что только отдельные элементы ESG-рейтинга, такие как E-score и S-score, увеличивают бухгалтерскую (ROA) и рыночную стоимость компаний (Tobins'Q), а G-score не влияет на финансовые показатели компаний. Положительное влияние только E-score на эффективность (ROA, ROE) подтверждается и в работе К.-Х. Ли и др. (Lee et al., 2016). Компании, осуществляя инвестиции в устойчивое экологическое развитие, снижают свои будущие расходы. В свою очередь, в исследовании С. Кима и З. Ли (Kim, Li, 2021) авторы приходят к выводу, что E-score и S-score не оказывают значимого влияния на рентабельность активов, но G-score и общий балл по ESG-деятельности положительно влияет на ROA. Авторы отмечают, что влияние ESG-рейтинга на финансовую эффективность более выражено для крупных фирм с большей величиной общих активов. В работе П. Велте (Velte, 2017) доказывается, что в целом ESG-рейтинг положительно влияет только на бухгалтерский показатель ROA, но не оказывает влияния на рыночный Tobins'Q. При этом G-score оказывает наиболее сильное влияние на финансовые результаты по сравнению с E-score и S-score.

В большинстве статей исследователи рассматривают односторонние взаимосвязи, не уделяя внимания обратно-причинным эффектам и временным лагам. В исследовании А. Бехла и др. (Behl et al., 2021) введена двухсторонняя связь между ESG-рейтингом и рыночной эффективностью (Tobins'Q). Авторы показывают, что ESG-рейтинг (в том числе три его компоненты) оказывает влияние на рыночную эффективность с запаздыванием в один год. Инвесторы получают результаты ESG-деятельности организаций за прошедший год уже в следующем году, поэтому имеет место временной лаг в один год.

Таким образом, ESG-практика является приоритетным направлением развития компаний, нацеленных на устойчивое развитие. Однако нет однозначного результата, доказывающего влияние целиком рейтинга ESG и его отдельных компонент на бухгалтерские и рыночные показатели деятельности компании. Составляющие рейтинга по-разному влияют на бухгалтерские и рыночные показатели компаний в зависимости от размера компаний, отрасли и других факторов.

Влияние характеристик CEO на эффективность компаний

Главный исполнительный директор отвечает за эффективное принятие решений в компании, которые влияют на стратегию ее развития, корпоративную структуру, инвестиционную и дивидендную политику (Javeed, Lefen, 2019). Роль CEO может быть оценена двумя способами: с помощью личных характеристик или с помощью оценки уровня власти генерального директора. Рассмотрим основные характеристики генерального директора, свидетельствующие о его власти: совмещение должностей, доля

выплаченной компенсации, срок пребывания в должности и доля в акционерном капитале компании. Эти характеристики соответствуют четырем измерениям власти генерального директора — структурной, престижной, праву собственности и экспертной.

Структурная власть демонстрирует, как распределяются официальные должности в компании. Если структурная власть высока, генеральный директор будет меньше зависеть от решений других топ-менеджеров. Такой характеристикой является совмещение CEO должности генерального директора и председателя совета директоров (двойственность). По мнению авторов, она не имеет однозначного влияния на эффективность компании. Б. У. Хастед и Д. М. Соузо-Фило (Husted, Sousa-Filho, 2019) характеризуют эту черту тем, что двойственность лишает акционеров одного голоса, и поэтому решения, принимаемые генеральным директором, который также является председателем правления, более выгодны для него самого, чем для акционеров. В работе Г. Винтила и др. (Vintilă et al., 2015) также не было найдено значимой взаимосвязи между двойственностью CEO и рыночной эффективностью, показателем Tobins'Q. При этом в работе Е. Пени (Peni, 2014) на выборке из компаний рейтинга S&P 500 была продемонстрирована положительная взаимосвязь между двойственностью CEO и показателями эффективности (ROA, Tobins'Q).

Престижная власть демонстрирует навыки менеджера по преодолению трудностей, связанных с институциональными условиями. Существует множество вариантов измерения этого типа власти: элитное образование, количество членов совета директоров других фирм, членом которых был генеральный директор, рейтинги S&P компаний, где менеджер был старшим исполнительным директором; доля компенсации или вознаграждения. Доля компенсации, выплаченная CEO по отношению к суммарной компенсации всех членов совета директоров, является одной из наиболее часто используемых исследователями характеристик при оценке уровня власти генерального директора (Javeed, Lefen, 2019). Считается, что чем больше доля компенсации CEO, тем чаще члены совета директоров поддерживают его мнение. При этом в исследовании Ф. Ли и др. (Li et al., 2016) авторы получили, что уровень компенсации CEO по сравнению с пятью топ-менеджерами компаний не оказывает значимого влияния на Tobins'Q.

Право собственности означает, что контроль над частью акционерного капитала компании уменьшает полномочия совета директоров. Показателем права собственности выступает пакет акций, принадлежащий генеральному директору, или когда генеральный директор является основателем компании. В исследовании Р. Каура и Б. Синга (Kaur, Singh, 2019) доказывалось, что увеличение доли CEO в акционерном капитале положительно влияет на эффективность компании. Генеральный директор, владеющий большей долей акций в капитале компании, так же как и ак-

ционеры, заинтересован в повышении эффективности компании, увеличении ее стоимости. Однако С. Шейх (Sheikh, 2018) показывает обратный результат — доля акций, принадлежащих CEO, оказывает негативное влияние на эффективность компаний. Влиятельный генеральный директор положительно воздействует на эффективность компаний, работающих на рынке высокой конкуренции, и не оказывает значимого влияния при работе на рынке с низкой конкуренцией, к которой относится золотодобывающая отрасль.

Опыт и знания генерального директора характеризуют четвертое измерение власти генерального директора — экспертное. Чем опытнее генеральный директор, тем более влиятельным является его мнение как эксперта. Показателем, отражающим экспертную составляющую, выступает срок пребывания генерального директора в должности. Увеличение срока полномочий CEO делает его более безнаказанным из-за укрепления отношений с членами совета директоров, что снижает эффективность компании. При этом CEO с длительным сроком пребывания в должности менее импульсивный и старается следовать стратегии развития компании, повышения ее эффективности. Авторы считают, что опыт пребывания в должности увеличивает влияние на финансовые показатели в отраслях, зависящих от человеческого капитала (Nguyen et al., 2018; Belenzon et al., 2019; Garcia-Blandon et al., 2019). Таким образом, с одной стороны, пребывание в должности способствует развитию человеческого капитала в процессе приобретения соответствующего опыта и знаний. С другой стороны, чем больше менеджер находится на своем посту, тем менее гибким он становится, ему не хватает «взгляда со стороны».

Изучив четыре измерения власти генерального директора, в данном исследовании будут проанализированы три из них — доля выплаченной компенсации, доля владения акциями и опыт работы генерального директора. В дополнение выведен общий индекс властности, объединяющий отдельные характеристики.

Взаимосвязь характеристик генерального директора, ESG-рейтингов и показателей эффективности компаний

В последнее десятилетие авторы начали исследовать характеристики CEO в качестве фактора, оказывающего влияние на инвестиции в ESG-проекты и, следовательно, на финансовые показатели компаний (Garcia-Blandon et al., 2019; Velte, 2020). Рассматривается перекрестный эффект, где власть генерального директора способна увеличить или уменьшить инвестиции в ESG-проекты, оказывая тем самым влияние на финансовые результаты компаний. Результаты исследований показывают неоднозначные результаты.

С. Джавид и Л. Лефен (Javeed, Lefen, 2019) доказали, что только социальный аспект (S-score) при наличии влиятельного CEO оказывает положительное влияние на эффективность компаний. Уровень влияния

СЕО исследователи рассчитывают как отношение компенсации, которая выплачивается генеральному директору, к компенсации всех членов совета директоров. В работе П. Велте (Velte, 2020) подтверждается гипотеза о том, что более властный генеральный директор оказывает положительное влияние на ESG-рейтинг и рыночную эффективность компании, усиливая ее. Создается индекс власти СЕО, основанный на трех показателях: доля вознаграждения СЕО по сравнению с четырьмя другими ведущими директорами, доля принадлежащих ему акций компании и срок пребывания в должности. Исследование К. Франкера и др. (Francoeur et al., 2021) демонстрирует, что более влиятельный СЕО увеличивает балл компаний в ESG-рейтинге. Показатель влияния СЕО измеряется как доля компенсации генерального директора в совокупном вознаграждении пяти ведущих руководителей.

Двойственность генерального директора вносит ограничения в независимость работы совета директоров. Если СЕО является и председателем совета директоров, то повышается риск преследованием СЕО своих собственных интересов. В результате это оказывает негативное влияние на ESG-рейтинг и финансовое состояние компании (Uyar et al., 2021). М. Шахбаз и др. (Shahbaz et al., 2020) приходят к выводу, что двойственность СЕО не оказывает значимого влияния на эффективность компаний через ESG-рейтинг. При этом авторы получают результаты, показывающие, что двойственность СЕО негативно влияет на результаты ESG-деятельности. Таким образом, генеральный директор, являющийся и председателем совета директоров и имеющий большее влияние при принятии решений об инвестициях и стратегии развития компании, не уделяет должного внимания ESG-повестке, предпочитая выполнять другие задачи. Отрицательное влияние двойственной роли СЕО подтверждается в исследовании М. Росси и др. (Rossi et al., 2021). Они создают переменную (произведение двойственности СЕО и балла по ESG-деятельности) и получают, что совмещение генеральным директором позиции председателя совета директоров уменьшает финансовую эффективность при увеличении балла по ESG-деятельности.

Срок пребывания генерального директора в должности в качестве фактора взаимосвязи между инвестициями в ESG-проекты и финансовыми результатами компаний рассмотрен в работе Д. Гарсии-Бландона и др. (Garcia-Blandon et al., 2019). В исследовании отмечается, что СЕО с более длительным сроком пребывания в должности улучшает финансовые результаты, но негативно влияет на результаты в области ESG.

Таким образом, только появляются работы, где авторы исследуют отдельные характеристики генерального директора в качестве связующего фактора между инвестициями в ESG-практику и финансовыми результатами компаний. Данная статья продолжит исследование, концентрируясь на конкретной отрасли — золотодобывающей. Компании в загрязняю-

щих отраслях, таких как добывающая промышленность, менее вовлечены в экологические инициативы, но если влиятельный генеральный директор возглавляет такую компанию, экологические показатели компании будут выше, что может привести к улучшению ее финансовых показателей.

Постановка гипотез исследования

На основе обзора литературы были выделены три группы гипотез для тестирования на компаниях золотодобывающей отрасли. Первая группа гипотез посвящена влиянию ESG-рейтинга и отдельных его компонент на показатели эффективности компаний. Вторая группа гипотез относится к анализу влияния характеристик CEO на показатели эффективности компаний. Третья группа гипотез затрагивает роль CEO в качестве связующего звена между ESG-рейтингом и эффективностью компаний.

Гипотезы H1. Влияние ESG-рейтинга на эффективность компаний

H1.1. *Существует положительная взаимосвязь между ESG-рейтингом и эффективностью золотодобывающих компаний.*

Высокие позиции компании в ESG-рейтинге являются результатом политики компании в экологических, социальных и корпоративных аспектах ее деятельности. В золотодобывающих компаниях это приводит к улучшению используемых технологий по добыче золота, способствует росту производительности, что влияет на ее эффективность. Золотодобывающие компании наряду с годовыми отчетами публикуют полноценные отчеты об ESG-деятельности и проводят встречи с инвесторами об ESG-результатах.

H1.2. *E-score оказывает положительное влияние на рыночную эффективность золотодобывающих компаний.*

Ответственный подход компаний к экологическим аспектам своей деятельности способствует формированию у потенциальных инвесторов убеждения, что риски внеплановых остановок и аварий сведены к минимуму.

H1.3. *S-score является значимым фактором для повышения эффективности золотодобывающих компаний.*

Социальный аспект в работе компании (ее социальные программы, благотворительная деятельность, программы по развитию персонала) важен для формирования как положительного имиджа компании на рынке, так и для создания основ с целью увеличения вовлеченности каждого сотрудника в повышение эффективности деятельности компании. Это улучшает производительность труда, способствует уменьшению текучести кадров.

H1.4. *G-score оказывает значимое влияние на повышение эффективности золотодобывающих компаний.*

Наличие эффективной команды топ-менеджмента создает основу для стабильной, эффективной работы компании. Поэтому качество кор-

поративного управления является важнейшим фактором для оценки эффективности компании и ее инвестиционной привлекательности.

Гипотезы Н2. Влияние характеристик CEO на эффективность золотодобывающих компаний

Н2.1. Степень вознаграждения CEO улучшает эффективность золотодобывающих компаний.

Чем больше доля компенсации выплачивается генеральному директору (по отношению к суммарной компенсации всех членов совета директоров), тем более он влиятелен при принятии решений об инвестициях, согласовании сделок и стратегии развития компании. В связи с этим степень участия членов совета директоров меньше при влиятельном CEO.

Н2.2. Эффективность золотодобывающих компаний увеличивается при владении генеральным директором значительной долей в акционерном капитале.

Увеличение доли CEO в акционерном капитале золотодобывающей компании способствует росту заинтересованности CEO в долгосрочных результатах работы компании, росте запасов и ресурсов, освоении новых участков месторождений.

Н2.3. Наблюдается положительная взаимосвязь между сроком пребывания CEO в должности и эффективностью золотодобывающих компаний.

Генеральный директор, работающий в компании в течение длительного времени, глубоко понимает ее бизнес-процессы, имеет опыт прохождения кризисных ситуаций, обладает стратегическим мышлением при принятии решений. Это неизбежно способствует росту эффективности компании.

Н2.4. Властный CEO оказывает более сильное влияние на эффективность золотодобывающих компаний.

Золотодобывающие компании являются крупными предприятиями со сложными технологическими цепочками и многоэтапными производственными процессами. Властный CEO, получающий как высокое вознаграждение, так и обладающий значительной долей в акционерном капитале и большим опытом работы, имеет непререкаемый авторитет в компании, поэтому располагает большими возможностями для обеспечения стабильной работы всех подразделений компании и повышения ее прибыльности.

Гипотезы Н3. Характеристики CEO, ESG-рейтинг и эффективность компаний

Н3.1. Чем выше степень вознаграждения генерального директора, тем более сильное влияние оказывает ESG-рейтинг на эффективность золотодобывающих компаний.

Совет директоров — это орган управления компанией, отвечающий за принятие решений по стратегическим направлениям развития компании. Наличие в составе совета директоров более влиятельного (более высокооплачиваемого, имеющего большую долю компенсации) CEO может

оказать прямое влияние на принятие решений об инвестировании в ESG-проекты, что приведет к росту ESG-рейтинга компании и повышению ее эффективности.

Н3.2. *Если доля выпущенных акций, принадлежащих CEO, превышает медианное значение, то ESG-рейтинг оказывает значимое влияние на эффективность золотодобытчиков.*

Чем больше акций компании принадлежит CEO, тем сильнее его желание увеличивать привлекательность компании, в том числе за счет повышения ESG-рейтинга. Осуществление мероприятий, определяющих рост рейтинга, способствует созданию предпосылок для увеличения эффективности компании.

Н3.3. *Срок пребывания в должности генерального директора оказывает значимое влияние на ESG-рейтинг и эффективность компании.*

CEO, уверенный в стабильной и долгой работе в компании, мыслит стратегическими целями, считая важным реализовывать мероприятия, способствующие росту ESG-рейтинга компании, и в конечном итоге — росту прибыльности и положительному отношению рынка к компании.

Н3.4. *Властный CEO оказывает наиболее сильное влияние на взаимосвязь ESG-рейтинга и эффективности золотодобывающих компаний.*

Властный CEO (объединяющий три характеристики власти: со значительным размером вознаграждения, с высоким процентом владения акций и длительным сроком пребывания в занимаемой должности) имеет больше возможностей для воплощения долгосрочных стратегических планов компании, роста значимости социальной, экологической, корпоративной культуры. Это приводит к повышению эффективности компании и ее инвестиционной привлекательности.

Методология исследования

Для тестирования первой группы гипотез (**H1**) используется регрессионное уравнение (1):

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ESG}_{i,t} + \beta_2 \text{LNTA}_{i,t} + \beta_3 \text{RevGrowth}_{i,t} + \\ & + \beta_4 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_5 \text{QUICK}_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (1)$$

Зависимая переменная:

- *Tobin's* $Q_{i,t+1}$ — коэффициент Tobins'Q в будущем году.

В качестве оценки эффективности компании взят рыночный показатель Q-Тобина (отношение суммы рыночной стоимости компании, совокупных обязательств, стоимости привилегированных акций и миноритарной доли к стоимости возмещения ее активов), который используется компаниями как показатель, отражающий эффективность их деятельности и как реальный инструмент формирования собственной модели по-

ведения. Согласно предыдущим исследованиям, используется временной лаг в один год, поскольку результаты ESG-рейтинга публикуются для инвесторов после финансового года, и рынок реагирует на результаты с запаздыванием (Behl et al., 2021).

Независимые переменные:

- $ESG_{i,t}$ — ESG-score (включая отдельно E-score, S-score, G-score).

Контрольные финансовые переменные ($LNTA_{i,t}$, $RevGrowth_{i,t}$, $LEVERAGE_{i,t}$, $QUICK_{i,t}$):

- $LNTA_{i,t}$ — размер компании (логарифм общих активов);
- $RevGrowth_{i,t}$ — темп прироста выручки (%);
- $LEVERAGE_{i,t}$ — финансовый рычаг (отношение долга к совокупным активам);
- $QUICK_{i,t}$ — коэффициент срочной ликвидности (отношение суммы денежных средств, краткосрочных финансовых вложений и дебиторской задолженности к величине текущих обязательств);
- $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_5$ — оценки коэффициентов регрессии;
- u_i — ненаблюдаемые индивидуальные эффекты;
- $\varepsilon_{i,t}$ — случайная составляющая;
- i — номер компании (1, 2, ...);
- t — момент времени (2015, 2017, ..., 2020).

Для тестирования второй группы гипотез (**H2**) используется регрессионное уравнение (2):

$$Tobin's Q_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CEOCharacteristic_{i,t} + \beta_2 LNTA_{i,t} + \beta_3 RevGrowth_{i,t} + \beta_4 LEVERAGE_{i,t} + \beta_5 QUICK_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t}, \quad (2)$$

где в качестве отдельных характеристик CEO тестируются следующие характеристики:

$CEOCComp$ — показатель влиятельности CEO; бинарная переменная, равная 1, если отношение суммы компенсации, выплаченной CEO, к компенсации всех членов совета директоров не ниже медианного значения по выборке;

$CEOShr$ — доля владения CEO акций; бинарная переменная, равная 1, если процент акций, удерживаемых CEO, не ниже медианного значения по выборке;

$CEOTen$ — срок пребывания на должности; бинарная переменная, равная 1, если срок пребывания CEO на своем посту не ниже медианного значения по выборке;

$CEOPower$ — показатель властности CEO. Выведен на основе суммирования отдельных характеристик. Если CEO обладает каждой характеристикой выше медианного значения, то он считается властным. Бинарная переменная, равная 1, если CEO является властным.

Для тестирования третьей группы гипотез (**H3**) регрессионное уравнение имеет следующий вид:

$$Tobin's Q_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t} \cdot CEOCharacteristic_{i,t} + \beta_3 LNTA_{i,t} + \beta_4 RevGrowth_{i,t} + \beta_5 LEVERAGE_{i,t} + \beta_6 QUICK_{i,t} + u_i + \varepsilon_{i,t}, \quad (3)$$

где $ESG \cdot CEOCharacteristic_{i,t}$ — влияние характеристик CEO на рейтинг ESG. Для проверки гипотез группы (H3) создаются следующие переменные:

$ESG \cdot CEOComp$; $ESG \cdot CEOShr$; $ESG \cdot CEOTen$; $ESG \cdot CEOPower$ — произведение рейтинга ESG на бинарные переменные: влияние, доли владения акциями, срока пребывания в должности и индекса власти. Если переменная характеристика CEO = 1 (влиятельный, с большой долей акций, с большим опытом работы, властный), то важную роль играет сумма коэффициентов β_1 и β_2 . Если переменная CEO = 0, то гипотеза проверяется с помощью коэффициента β_1 .

Описание данных

С помощью базы Bloomberg были собраны данные по всем трем направлениям исследования — характеристикам CEO, ESG-рейтингу и финансовым показателям. В выборку вошли 36 крупнейших по рыночной капитализации мировых публичные компании золотодобывающей отрасли, акции которых торгуются на мировых биржах за период с 2015 по 2020 г. (приложение 1). Данные по ESG-рейтингу и характеристикам CEO до этого периода в базе отсутствуют. В табл. 1 приводятся описательные статистики всех переменных.

Таблица 1

Описательные статистики переменных

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>TobinsQ</i>	117	1.41	.714	.391	4.855
<i>ESG_Score</i>	117	4.639	1.262	1.93	7.53
<i>E_Score</i>	117	3.795	1.672	.03	6.64
<i>S_Score</i>	117	3.917	1.939	.54	8.84
<i>G_Score</i>	117	6.673	1.066	3.18	9.15
<i>CEOCmp</i>	117	2.64	1.511	0	8.363
<i>CEOTen</i>	117	6.187	5.227	.083	22
<i>CEOShr</i>	117	.161	.241	0	1.893
<i>ESG_CEOComp</i>	117	2.311	2.525	0	7.53
<i>ESG_CEOShr</i>	117	2.269	2.452	0	7.42
<i>ESG_CEOTen</i>	117	2.379	2.565	0	7.42
<i>ESG_CEOPower</i>	117	2.414	2.461	0	7.42

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>LNTA</i>	117	8.117	.926	5.904	10.701
<i>RevGrowth</i>	117	7.661	18.324	−55.138	64.625
<i>Leverage</i>	117	.184	.126	0	.648
<i>Quick</i>	117	1.784	1.865	.147	10.229

Источник: расчеты авторов.

Среднее значение коэффициента *Tobins'Q* составляет 1.4, что говорит о положительной оценке рынком большей части выборки. Балл за экологический аспект имеет меньшее среднее значение по сравнению с S-score и G-score. Золотодобывающая отрасль наносит более сильный вред экологии по сравнению с компаниями из отраслей ритейл, АПК, телеком, банками и другими отраслями. При этом на протяжении 2015–2020 гг. среднее значение ESG-рейтинга мировых золотодобывающих компаний выросло с 4.19 в 2015 г. до 5.26 в 2020 г., что говорит об успешном развитии золотодобывающими компаниями ESG-деятельности.

Результаты корреляционного анализа представлены в приложении 2. Переменные, которые коррелируют между собой, используются в разных регрессионных уравнениях, поэтому проблема мультиколлинеарности отпадает.

Результаты эмпирического анализа

В эмпирической части исследования используются панельные регрессионные модели. На первом этапе эмпирического анализа с помощью теста Вальда, Бройша — Пагана, Хаусмана выяснилось, что модели с фиксированными эффектами предпочтительнее моделей со случайными эффектами и моделей линейной регрессии. На втором этапе в ходе проверки на отсутствие гетероскедастичности (модифицированный тест Вальда) и автокорреляции первого порядка (тест Вулдриджа) выяснилось, что в полученных моделях с фиксированными эффектами имеются проблемы гетероскедастичности и автокорреляции первого порядка. Поэтому для устранения данных проблем был сделан выбор в пользу панельных моделей с кластерными стандартными ошибками, по которым проводится тестирование гипотез.

Влияние ESG-рейтинга на эффективность компаний

Итоговые модели для проверки первой группы гипотез представлены в табл. 2.

Влияние ESG-рейтинга на показатели эффективности компаний

VARIABLES	<i>TobinsQ</i>	<i>TobinsQ</i>	<i>TobinsQ</i>	<i>TobinsQ</i>	
<i>ESG_Score</i>	0.193*** (3.09)				
<i>E_Score</i>		0.091* (1.67)			
<i>S_Score</i>			0.104*** (3.16)		
<i>G_Score</i>				0.143* (1.94)	
<i>LNTA</i>	−1.019*** (−4.77)	−0.864*** (−4.02)	−0.936*** (−4.63)	−0.835*** (−4.07)	
<i>RevGrowth</i>	−0.003 (−1.45)	−0.002 (−1.05)	−0.003 (−1.51)	−0.003 (−1.20)	
<i>Leverage</i>	−1.506** (−2.14)	−1.567** (−2.13)	−1.570** (−2.24)	−1.893** (−2.62)	
<i>Quick</i>	0.01 (0.30)	−0.003 (−0.08)	0.003 (0.09)	0.013 (0.37)	
<i>Constant</i>	9.075*** (5.58)	8.390*** (5.00)	8.911*** (5.54)	7.583*** (4.71)	
<i>Observations</i>	117	117	117	117	
<i>R-squared</i>	0.274	0.219	0.277	0.227	

Standard errors in parentheses: *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$.

Источник: расчеты авторов.

Результаты проведенного исследования показали, что показатель ESG является значимым на любом доверительном интервале. При увеличении балла за ESG-рейтинг на 1 значение коэффициента Tobins'Q в следующем году увеличивается на 0.193. ESG-рейтинг является важным индикатором для рынка. Рост этого показателя свидетельствует о стремлении компании инвестировать в ESG-проекты. Это делает компанию более привлекательной для инвесторов, вызывает доверие у них, приводит к росту спроса на ее акции. *Гипотеза H1.1 подтверждается.*

Экологическая составляющая индекса ESG является значимой при 10%-м уровне. Рост балла золотодобывающих компаний за экологический аспект на 1, увеличивает значение Tobins'Q на 0.091. Для золотодобывающих компаний экологический аспект (загрязнение атмосферы, удельное водопотребление, загрязнение земель) является самым проблематичным, но при этом наиболее важным для развития ESG-деятельности. Благодаря ответственному подходу к улучшению экологического аспекта своей деятельности инвесторы положительно оценивают перспективы ро-

ста золотодобывающих компаний, увеличивается их инвестиционная привлекательность. Таким образом, *гипотеза H1.2 подтверждается*.

Увеличение «*S_Score*» на 1 приводит к росту Tobins'Q на 0.104. Золотодобывающие компании существенно улучшают ситуацию с производственным травматизмом, активно участвуют в благотворительности и социальных инвестициях, поддерживаются высокий уровень зарплатных плат и низкая текучесть кадров. В результате коэффициент Tobins'Q увеличивается (доверие к компании увеличивается). Таким образом, *гипотеза H1.3 подтверждается*.

Корпоративное управление положительно влияет на эффективность золотодобывающих компаний. Рост G-score на 1, увеличивает значение Tobins'Q на 0.143. Это подтверждается стремлением компаний к увеличению прозрачности бизнеса, выстраиванию оптимальной структуры управления, повышению качества раскрытия информации. Это повышает уверенность инвесторов при принятии решения об инвестировании в компанию и приводит к росту коэффициента Tobins'Q. То есть, *гипотеза H1.4 подтверждается*.

Таким образом, рейтинг ESG и все его составляющие увеличивают рыночную эффективность компаний золотодобывающей отрасли, т.е. компании видят преимущества от реализации ESG-политики.

Влияние характеристик CEO на эффективность золотодобывающих компаний

В табл. 3 представлены результаты второй группы гипотез.

Таблица 3

Влияние характеристик CEO на рыночный показатель эффективности компаний

VARIABLES	<i>TobinsQ</i>	<i>TobinsQ</i>	<i>TobinsQ</i>	<i>TobinsQ</i>
<i>CEOPower</i>	0.214* (1.90)			
<i>CEOCComp</i>		0.183* (1.93)		
<i>CEOShr</i>			0.243** (2.13)	
<i>CEOTenBin</i>				-0.003 (-0.03)
<i>LNTA</i>	-0.683*** (-3.43)	-0.656*** (-3.27)	-0.631*** (-3.31)	-0.726*** (-3.60)
<i>RevGrowth</i>	-0.002 (-0.83)	-0.002 (-1.08)	-0.002 (-0.75)	-0.002 (-0.90)
<i>Leverage</i>	-1.651** (-2.28)	-1.734** (-2.41)	-1.721** (-2.40)	-1.789** (-2.35)

VARIABLES	<i>TobinsQ</i>	<i>TobinsQ</i>	<i>TobinsQ</i>	<i>TobinsQ</i>
<i>Quick</i>	−0.01 (−0.32)	−0.005 (−0.16)	0.001 (0.02)	−0.007 (−0.22)
<i>Constant</i>	7.171*** (4.39)	6.991*** (4.42)	6.740*** (4.05)	7.664*** (4.66)
<i>Observations</i>	117	117	117	117
<i>R-squared</i>	0.226	0.227	0.233	0.193

Standard errors in parentheses: *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$.

Источник: расчеты авторов.

Влиятельный и высокооплачиваемый CEO увеличивает эффективность компании на 0.183. Он имеет более сильную поддержку в совете директоров, является для рынка гарантом стабильной и надежной работы компании, что положительно сказывается на эффективности компании. Таким образом, гипотеза *H 2.1 подтверждается*.

CEO, обладающий значительной долей акций в капитале компании, влияет на значение показателя *Tobins'Q*, увеличивая эффективность на 0.243. Участие CEO в капитале создает для рынка уверенность в его заинтересованности в создании положительного имиджа, в стабильной работе, и, как следствие, в росте стоимости компании, что подтверждается значимостью показателя *Tobins'Q*. Рост доли CEO в капитале является сигналом рынку в росте уверенности CEO в доходности акций компании. В результате гипотеза *H 2.2 подтверждается*.

Срок пребывания в должности не оказывает значимого влияния на эффективность. Такое незначимое влияние объясняется присутствием противоположных эффектов. С одной стороны, складываются доверительные отношения с советом директоров, что приводит к рискам и снижению инвестиционной привлекательности компании. С другой стороны, это позволяет CEO реализовывать принятую стратегию развития, направленную на повышение эффективности. Таким образом, гипотеза *H 2.3 отвергается*.

Индекс власти CEO, представляющий объединение трех характеристик CEO, оказывает значимое влияние на рыночную эффективность. Властный CEO на 21,4% сильнее влияет на значение показателя *Tobins'Q*. Таким образом, подтверждается, что высокооплачиваемый генеральный директор и обладающий определенной долей акций имеет больший вес при принятии решений о реализации ESG-политики по сравнению с опытом работы. Гипотеза *H 2.4 подтверждается*.

Влияние CEO на ESG-рейтинг и эффективность золотодобывающих компаний

Результаты третьей группы гипотез представлены в табл. 4.

Взаимосвязь ESG, характеристик CEO и эффективности компаний

VARIABLES	<i>TobinsQ</i>	<i>TobinsQ</i>	<i>TobinsQ</i>	<i>TobinsQ</i>
<i>ESG_Score</i>	0.179*** (2.77)	0.187*** (3.05)	0.179** (2.52)	0.198*** (3.08)
<i>ESG_CEOPower</i>	0.019 (0.91)			
<i>ESG_CEOComp</i>		0.044** (2.21)		
<i>ESG_CEOShr</i>			0.01 (0.42)	
<i>ESG_CEOTen</i>				−0.008 (−0.37)
<i>LNTA</i>	−0.995*** (−4.62)	−0.981*** (−4.68)	−0.989*** (−4.36)	−1.015*** (−4.72)
<i>RevGrowth</i>	−0.003 (−1.38)	−0.003 (−1.65)	−0.003 (−1.38)	−0.003 (−1.45)
<i>Leverage</i>	−1.480** (−2.10)	−1.506** (−2.19)	−1.519** (−2.15)	−1.569** (−2.15)
<i>Quick</i>	0.008 (0.25)	0.014 (0.46)	0.01 (0.31)	0.011 (0.35)
<i>Constant</i>	8.896*** (5.42)	8.687*** (5.43)	8.870*** (5.19)	9.046*** (5.53)
<i>Observations</i>	117	117	117	117
<i>R-squared</i>	0.281	0.313	0.275	0.275

Standard errors in parentheses: *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$.

Источник: расчеты авторов.

Наличие в составе совета директоров более влиятельного CEO приводит к росту эффективности золотодобывающих компаний на 0.231. Однако если CEO получает небольшую компенсацию и не обладает сильным влиянием при принятии решений, то значение Tobins'Q в следующем году увеличивается лишь на 0.187. Чем больше степень вознаграждения CEO, тем чаще он проявляет инициативы по развитию ESG-деятельности, что приводит к улучшению рыночных показателей золотодобывающих компаний. В результате это позволяет повышать инвестиции в ESG-деятельность, получать более высокий балл по ESG-рейтингу, иметь более высокую инвестиционную привлекательность и более высокий коэффициент Tobins'Q, что позволит стимулировать приток капитала. Таким образом, гипотеза H 3.1 подтверждается.

В исследовании не подтверждается влияние CEO через долю принадлежащих ему акций, на ESG-рейтинг и коэффициент Tobins'Q. Но по результатам гипотезы H2.2 CEO с существенной долей акций в капитале

увеличивает рыночную эффективность. То есть генеральный директор для получения большего размера дивидендов уделяет приоритетное внимание улучшению финансового состояния компании и привлечению инвестиций в ущерб развитию ESG-деятельности. *Таким образом, гипотеза Н 3.2 отвергается.*

Влияние срока пребывания в должности CEO на ESG-результаты и рыночную эффективность также не подтверждается. CEO, находящийся в своей должности продолжительное время, имеет более устоявшиеся отношения с членами совета директоров, что уменьшает объективность и правильность принятия решений об инвестициях в ESG-проекты. *Таким образом, гипотеза Н 3.3 отвергается.*

Индекс властности, объединяющий собой характеристики CEO, аналогично не оказывает влияния на эффективность золотодобывающих компаний через ESG-рейтинг. Данный результат объясняется отсутствием значимого влияния двух из трех характеристик, таких как: доля CEO в капитале компании и срок пребывания в должности. При этом высокая доля компенсации CEO оказывает значимое влияние на рыночную эффективность золотодобытчиков, благодаря поддержке советом директоров его инициатив по развитию ESG-деятельности и повышению инвестиционной привлекательности. *Таким образом, гипотеза Н 3.4 отвергается.*

То есть из всех характеристик только уровень вознаграждения генерального директора оказал положительное влияние. Но и он не перевесил влияния остальных характеристик при их объединении, что привело к тому, что общий индекс властности оказался незначим.

Заключение

Золотодобывающая отрасль благодаря успешному развитию ESG-деятельности представляет все больший интерес для инвесторов. Количество золотодобывающих компаний, раскрывающих информацию об ESG, увеличивается из года в год. По данным RAEX-Europe из 160 российских компаний и финансовых организаций две золотодобывающие компании входят в топ-5 лучших по общему баллу ESG-рейтинга: 2-е место — АО «Полиметалл», 5-е место — ПАО «Полус» (RAEX-Europe, 2022). Наблюдаются также и качественные изменения — рост среднего значения ESG-рейтинга золотодобывающих компаний с 4.19 в 2015 г. до 5.26 в 2020 г.

Результаты развития ESG-деятельности влияют на показатели эффективности компании, и эта взаимосвязь во многом зависит качества корпоративного управления, совета директоров и генерального директора. Поскольку генеральный директор определяет политику в области ESG, его характеристики можно рассматривать как важный фактор принятия социально ответственных корпоративных решений. Приведенные рассуждения доказывают важность личности генерального директора и его профессионального опыта в вовлечении в деятельность, связанную с ESG-

проектами. Выявленные характеристики генерального директора характеризуют степень его влияния и позволяют нам определить, какой стратегии следует придерживаться совету директоров при выборе генерального директора для достижения определенных результатов в политике ESG.

В ходе эмпирического анализа было выявлено, что общий ESG-рейтинг и отдельно три его компоненты увеличивают эффективность золотодобывающих компаний. Управленческая составляющая (G-score) по сравнению с экологической (E-score) и социальной (S-score) является наиболее сильным фактором повышения эффективности. В качестве оценки эффективности был выбран рыночный показатель Q Тобина, который в лучшей степени характеризует инвестиционный потенциал развития золотодобывающих компаний и отражает их рыночную эффективность и привлекательность. Использование других показателей оценки эффективности бизнеса (ROA и ROE) не показало значимых результатов, т.е. рынок быстрее реагирует на ESG-политику золотодобывающих компаний, нежели бухгалтерские показатели. Для чистоты исследования взят временной лаг в один год, так как реакция рынка происходит после публикации отчетов по ESG-деятельности.

Было обнаружено, что не все характеристики CEO способны оказывать положительное влияние на эффективность золотодобывающих компаний. Из рассмотренных трех характеристик только высокооплачиваемый CEO, обладающий значительной долей принадлежащих ему акций, увеличивает рыночную эффективность компании. Эти результаты согласуются с большинством работ в этой области. В ходе исследования был создан дополнительный индекс — властности, который объединил отдельные характеристики генерального директора. Индекс властности также показал положительное влияние на реакцию рынка, что свидетельствует о том, что показатели денежной компенсации и обладание контролем над компанией благодаря владению акцией оказались важнее, чем управленческие качества, приобретенные в результате опыта и профессионального развития, которые позволяют компании реализовывать успешную стратегию и улучшать ее показатели.

Только влиятельный (высокооплачиваемый) CEO способствует реализации таких проектов ESG, которые увеличивают ESG-рейтинг компании и повышают ее рыночную оценку. Остальные характеристики CEO не оказали значимого влияния. Таким образом, если ESG-деятельность стала одним из основных факторов устойчивого развития компаний, то при выборе генерального директора совету директоров золотодобывающих компаний необходимо обратить внимание на данную характеристику.

Данная статья подчеркивает важность роли CEO как посредника между ESG-проектами и эффективностью компаний золотодобывающей отрасли. Результаты данного исследования могут быть полезны как инвесторам, так и менеджменту компаний, осуществляющих ESG-деятельность. Инвесторы на основании результатов данного исследования могут сделать вы-

вод о том, как ESG-рейтинг скоррелирован с финансовыми показателями компании, что способствует принятию эффективных инвестиционных решений на основе значения такого рейтинга. Менеджмент компании, решая вопросы об инвестиционной активности будет ориентироваться на те характеристики генерального директора, которые способствуют как росту рейтинга ESG, так и росту эффективности компании.

В исследовании есть ряд ограничений, одним из которых является небольшой размер выборки (36 компаний). Использование одной базы данных Bloomberg может ослаблять практическую значимость полученных результатов, но она дала возможность собрать все необходимые данные в одном месте. Появляются новые рейтинги в области ESG, которые можно использовать в дальнейшем.

Перспективами продолжения исследования является включение в выборку компаний из других отраслей металлургической и добывающей промышленности. Целесообразно проанализировать и влияние внешних факторов эффективности золотодобывающих компаний (например, цена на золото, курс национальной валюты).

Приложение 1

Список золотодобывающих компаний выборки

Название компании	
Agnico Eagle Mines Ltd	Kinross Gold Corp
Alamos Gold Inc	Newcrest Mining Ltd
AngloGold Ashanti Ltd	Newmont Goldcorp Corp
Aneka Tambang Tbk	New Gold Inc
Barrick Gold Corp	Northern Star Resources Ltd
B2Gold Corp	OceanaGold Corp
Centamin Plc	Polyus PJSC
Centerra Gold Inc	Polymetal International Plc
China Gold International Resources Corp Ltd	Regis Resources Ltd
Coeur Mining Inc	Resolute Mining Ltd
Compania de Minas Buenaventura SAA	Royal Gold Inc
Eldorado Gold Corp	Sandstorm Gold Ltd
Endeavour Mining plc	Shandong Gold Mining Co Ltd
Evolution Mining Ltd	SSR Mining Inc
Franco-Nevada Corp	Wheaton Precious Metals Corp
Gold Fields Ltd	Yamana Gold Inc
Harmony Gold Mining Company Ltd	Zhaojin Mining Industry Company Ltd
IAMGOLD Corp	Zijin Mining Group Company Ltd

Источник: обзор авторов.

Результаты корреляционного анализа

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
(1) TobinsQ_lag	1																
(2) ESG_Score	-0.22	1															
(3) E_Score	-0.22	0.90	1														
(4) S_Score	-0.21	0.84	0.62	1													
(5) G_Score	0.11	0.26	-0.03	0.13	1												
(6) CEOComp	0.09	0.02	-0.09	0.06	0.19	1											
(7) CEOTen	0.15	0.06	0.14	-0.08	0.06	0.03	1										
(8) CEOShr	0.20	-0.11	-0.11	-0.18	0.11	0.13	0.35	1									
(9) CEOPower	0.26	-0.13	-0.11	-0.21	0.09	0.40	0.63	0.73	1								
(10) ESG_CEOComp	0.01	0.30	0.17	0.29	0.25	0.93	0.06	0.08	0.35	1							
(11) ESG_CEOShr	0.07	0.19	0.17	0.07	0.19	0.12	0.34	0.92	0.64	0.15	1						
(12) ESG_CEOTen	0.04	0.36	0.41	0.18	0.11	0.05	0.92	0.28	0.54	0.15	0.39	1					
(13) ESG_CEOPower	0.11	0.21	0.21	0.07	0.15	0.39	0.62	0.64	0.91	0.45	0.71	0.67	1				
(14) LNTA	-0.24	0.32	0.32	0.33	0.2	0.15	0.07	-0.35	-0.19	0.40	-0.16	0.23	0.03	1			
(15) RevGrowth	0.08	-0.04	-0.05	0.07	0.00	-0.05	-0.10	-0.03	-0.08	-0.06	-0.02	-0.12	-0.07	-0.11	1		
(16) Leverage	-0.03	0.29	0.35	0.26	-0.12	-0.16	-0.03	-0.20	-0.20	-0.07	-0.09	0.09	-0.08	0.30	-0.05	1	
(17) Quick	0.09	-0.30	-0.29	-0.22	0.20	0.05	-0.02	0.22	0.15	-0.02	0.15	-0.13	0.04	-0.21	-0.04	-0.43	1

Standard errors in parentheses: *** p < 0.01; ** p < 0.05; * p < 0.1.

Источник: расчеты авторов.

Список литературы

- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103. <https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
- Baur, D. G., Trench, A., & Ulrich, S. (2023). Green gold. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(3), 1200–1227. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1974242>
- Behl, A., Kumari, P. S. R., Makhija, H., & Sharma, D. (2021). Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: Case of the Indian energy sector. *Annals of Operations Research*, 313(1), 231–256. <https://doi.org/10.1007/S10479-021-04189-8>
- Belenzon, S., Shamshur, A., & Zarutskie, R. (2019). CEO's age and the performance of closely held firms. *Strategic Management Journal*, 40(6), 917–944. <https://doi.org/10.1002/SMJ.3003>
- EY. (2020). How will ESG performance shape your future? Retrieved June 02, 2023, from https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/assurance/assurance-pdfs/ey-global-institutional-investor-survey-2020.pdf
- Francoeur, C., Lakhali, F., Gaaya, S., & Ben Saad, I. (2021). How do powerful CEOs influence corporate environmental performance? *Economic Modelling*, 94, 121–129. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.09.024>
- Garcia-Blandon, J., Argilés-Bosch, J. M., & Ravenda, D. (2019). Exploring the relationship between CEO characteristics and performance. *Journal of Business Economics and Management*, 20(6), 1064–1082. <https://doi.org/10.3846/jbem.2019.10447>
- Husted, B. W., & Sousa-Filho, J. M. (2019). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, 102, 220–227. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.017>
- Javeed, S. A., & Lefen, L. (2019). An Analysis of Corporate Social Responsibility and Firm Performance with Moderating Effects of CEO Power and Ownership Structure: A Case Study of the Manufacturing Sector of Pakistan. *Sustainability*, 11(1), 248. <https://doi.org/10.3390/su11010248>
- Kaur, R., & Singh, B. (2019). Do CEO characteristics explain firm performance in India? *Journal of Strategy and Management*, 12(3), 409–426. <https://doi.org/10.1108/jsma-02-2019-0027>
- Kim, S., & Li, Z. (2021). Understanding the Impact of ESG Practices in Corporate Finance. *Sustainability*, 13(7), 3746. <https://doi.org/10.3390/SU13073746>
- Knizhnikov, A., Shvarts, E., Ametistova, L., Pakhalov, A., Rozhkova, N., & Yudaeva, D. (2021). Environmental transparency of Russian mining and metal companies: Evidence from independent ranking system. *The Extractive Industries and Society*, 8(3), 100937. <https://doi.org/10.1016/j.exis.2021.100937>
- Lee, K.-H., Cin, B. C., & Lee, E. Y. (2016). Environmental Responsibility and Firm Performance: The Application of an Environmental, Social and Governance Model. *Business Strategy and the Environment*, 25(1), 40–53. <https://doi.org/10.1002/BSE.1855>
- Li, F., Li, T., & Minor, D. (2016). CEO power, corporate social responsibility, and firm value: A test of agency theory. *International Journal of Managerial Finance*, 12(5), 611–628. <https://doi.org/10.1108/IJMF-05-2015-0116>
- Muttakin, M. B., Khan, A., & Mihret, D. G. (2018). The Effect of Board Capital and CEO Power on Corporate Social Responsibility Disclosures. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 41–56. <https://doi.org/10.1007/S10551-016-3105-Y>

Nguyen, D. T., Hoang, T. G., & Tran, H. G. (2022). Help or hurt? The impact of ESG on firm performance in S&P 500 non-financial firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(2), 91–102. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v16i2.7>

Nguyen, P., Rahman, N., & Zhao, R. (2018). CEO characteristics and firm valuation: A quantile regression analysis. *Journal of Management and Governance*, 22(1), 133–151. <https://doi.org/10.1007/S10997-017-9383-7>

Oh, W.-Y., Chang, Y. K., & Cheng, Z. (2016). When CEO Career Horizon Problems Matter for Corporate Social Responsibility: The Moderating Roles of Industry-Level Discretion and Blockholder Ownership. *Journal of Business Ethics*, 133(2), 279–291. <https://doi.org/10.1007/S10551-014-2397-Z>

Peni, E. (2014). CEO and Chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management and Governance*, 18(1), 185–205. <https://doi.org/10.1007/S10997-012-9224-7>

Preston, L. E., & O'Bannon, D. P. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis. *Business & Society*, 36(4), 419–429. <https://doi.org/10.1177/000765039703600406>

RAEX-Europe. (2022). ESG Ranking of Russian Companies 2022. Retrieved March 15, 2022, from https://raexpert.eu/esg_corporate_ranking/

Rossi, M., Chouaibi, J., Chouaibi, S., Jilani, W., & Chouaibi, Y. (2021). Does a Board Characteristic Moderate the Relationship between CSR Practices and Financial Performance? Evidence from European ESG Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(8), 354. <https://doi.org/10.3390/jrfm14080354>

Shahbaz, M., Karaman, A. S., Kilic, M., & Uyar, A. (2020). Board attributes, CSR engagement, and corporate performance: What is the nexus in the energy sector? *Energy Policy*, 143, 111582. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2020.111582>

Sheikh, S. (2018). CEO power, product market competition and firm value. *Research in International Business and Finance*, 46, 373–386. <https://doi.org/10.1016/J.RIBAF.2018.04.009>

Uyar, A., Kuzey, C., Kilic, M., & Karaman, A. S. (2021). Board structure, financial performance, corporate social responsibility performance, CSR committee, and CEO duality: Disentangling the connection in healthcare. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6), 1730–1748. <https://doi.org/10.1002/CSR.2141>

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>

Velte, P. (2020). Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? A focus on the German two-tier system. *Management Research Review*, 43(5), 497–520. <https://doi.org/10.1108/mrr-04-2019-0182>

Vintilă, G., Onofrei, M., & Gherghina, S. C. (2015). The Effects of Corporate Board and CEO Characteristics on Firm Value: Empirical Evidence from Listed Companies on the Bucharest Stock Exchange. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(6), 1244–1260. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1073518>

Wang, Z., & Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1607–1616. <https://doi.org/10.1016/J.JCLEPRO.2017.06.142>

Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and Corporate Financial Performance: Empirical Evidence from China's Listed Power Generation Companies. *Sustainability*, 10(8), 2607. <https://doi.org/10.3390/SU10082607>