

ВЗАИМОСВЯЗЬ ХАРАКТЕРИСТИК СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ С ESG-РЕЙТИНГАМИ И РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТЬЮ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Е. Ю. МАКЕЕВА

*Школа финансов, Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики», Россия^а*

К. А. ПОПОВ

*Научно-учебная лаборатория корпоративных финансов,
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Россия^б*

А. А. ДИХТЯРЬ

Российский фонд технологического развития» Россия^в

А. В. СУДАКОВА

*Научно-учебная лаборатория корпоративных финансов,
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,
Россия^б*

Цель исследования: исследование направлено на определение влияния характеристик совета директоров на создание стоимости компании с учетом ESG — управления компанией на основе принципов защиты окружающей среды, социальной ответственности, обеспечения прозрачности и высокого качества корпоративного управления. **Методология исследования:** в качестве методологического инструментария используется эконометрический анализ панельных данных по 48 крупнейшим российским публичным компаниям реального сектора, представленным в рейтинге ESG от Thomson Reuters Eikon за 2015–2020 гг. **Результаты исследования:** установлена нелинейная взаимосвязь размера совета директоров и рейтинга ESG, а также значимый положительный эффект повышения доли независимых членов совета директоров как для рейтинга ESG, так и для рыночной стоимости российских компаний. Подтверждены положительные эффекты представленности женщин в совете директоров для роста и рыночной оценки стоимости компании и рейтинга ESG, в то время как национальное разнообразие совета директоров не связано

Адреса организаций: ^а Школа финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Покровский б-р, 11, Москва, 119049, Россия; ^б Научно-учебная лаборатория корпоративных финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Покровский б-р, 11, Москва, 119049, Россия; ^в Российский фонд технологического развития, Лялин пер., 6, стр. 1, Москва, 105062, Россия.

© Е. Ю. Макеева, К. А. Попов, А. А. Дихтярь, А. В. Судакова, 2023
<https://doi.org/10.21638/spbu18.2022.403>

с данными показателями результативности российских компаний. Наличие комитета по устойчивому развитию в совете директоров способствует росту рейтинга ESG и рыночной стоимости компании, наличие комитета по стратегии также связано с ростом рейтинга ESG. **Оригинальность и вклад авторов:** полученные выводы иллюстрируют особенности влияния характеристик совета директоров на результаты деятельности российских компаний в контексте роста запроса на устойчивое развитие. Использование результатов исследования позволит сформировать лучшие практики корпоративного управления для обеспечения роста рыночной стоимости российских компаний с учетом принципов ESG.

Ключевые слова: совет директоров, корпоративное управление, российские компании, создание стоимости, устойчивое развитие, ESG.

JEL: G32, G34.

ВВЕДЕНИЕ

Факторы устойчивого развития и качества корпоративного управления стали важнейшими детерминантами стоимости компании в последние десятилетия [Widyawati, 2019]. Множество исследований посвящено изучению взаимосвязи характеристик корпоративного управления, в частности совета директоров, и деятельности компании в контексте ESG-принципов защиты окружающей среды (E — environmental), социальной ответственности (S — social), качественного и прозрачного корпоративного управления (G — governance).

В соответствии с агентской теорией [Jensen, Meckling, 1976] речь идет о важности мониторинговой функции совета директоров. Согласно ресурсной теории, подчеркивается значимость опыта и уникальных знаний директоров [Amran, Lee, Devi, 2014; Faleye, Hoitash, Hoitash, 2018] для успешного внедрения принципов устойчивого развития в стратегию компании. В рамках стейкхолдерской теории больший размер и разнообразие [Naciti, 2019; Nadeem, Zaman, Saleem, 2017; Cancela et al., 2020] совета директоров способствуют повышению корпоративной устойчивости и созданию долгосрочной стоимости компании за счет учета интересов широкого круга лиц, влияющих на ее деятельность (стейкхолдеров) [Freeman, 1984]. Вместе с тем отмечается, что положительная роль различных групп директоров может быть ниве-

лирована из-за их низкой представленности [Garanina, Muravyev, 2021], что объясняется теорией «критической массы» [Kanter, 1977].

Цель исследования — определение взаимосвязи основных характеристик советов директоров, включая размер, независимость, разнообразие состава и опыта работы их членов, а также наличие профильных комитетов по устойчивому развитию и стратегии и результатов деятельности компании с учетом принципов ESG.

Для ее достижения в статье проведен эконометрический анализ выборки из 48 крупнейших российских публичных компаний реального сектора, имеющих рейтинг ESG, определяемый Thomson Reuters, за 2015–2020 гг. Новизна исследования обусловлена расширением набора показателей состава совета директоров, так как авторы большинства работ фокусируются на гендерном разнообразии, значительно реже рассматривая представленность директоров-иностранцев, директоров с различным опытом работы, в том числе и со сроком пребывания на этой должности.

Настоящее исследование позволило выявить значимую нелинейную связь рейтинга ESG и рыночной оценки стоимости компании с расширением совета директоров, при этом повышение доли независимых директоров способствует росту устойчивости и рыночной стоимости компании. Также обнаружен положительный эффект специализированного опыта и знаний дирек-

торов, аккумулируемых в комитете по устойчивому развитию, для ESG и рыночной стоимости компании. Подтверждены положительные эффекты гендерного разнообразия совета директоров, в то время как различия по национальному признаку не связаны с повышением эффективности деятельности компании.

Статья имеет следующую структуру. В первом разделе представлен обзор литературы, посвященной рассмотрению взаимосвязи характеристик совета директоров с эффективностью по ESG и финансовыми результатами компании. Во втором сформулированы тестируемые гипотезы. В третьем описана методология исследования. В четвертом показаны результаты эмпирического анализа выборки российских компаний. В пятом разделе обобщены выводы исследования и дана качественная интерпретация полученных результатов. В заключении приведены ограничения настоящей работы и намечены направления дальнейших исследований.

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

В последние годы широкое распространение получила концепция ESG, предполагающая оценку деятельности компании с учетом экологических, социальных и факторов корпоративного управления. Экологические и социальные факторы напрямую отражаются на стратегии компании, формирование и реализация которой в значительной степени обуславливается характеристиками корпоративного управления.

Ключевая роль в корпоративном управлении отводится совету директоров, который занимается разработкой, утверждением и контролем за следованием долгосрочной стратегии развития компании, а также внедрением современных практик корпоративного управления¹. В то же время

в ряде работ (см., напр.: [Haque, 2017; Belikov, 2019]) указывается, что характеристики совета директоров могут в большей степени влиять на «формальное» соответствие лучшим практикам, нежели на реальные изменения. Так, в [Haque, 2017] анализируется влияние характеристик корпоративного управления на корпоративную ответственность в части охраны окружающей среды.

В настоящей статье представлен анализ различных характеристик совета директоров применительно к практике устойчивого развития компаний. В отличие от большинства исследований в ней рассматривается взаимосвязь характеристик совета директоров не только с показателем ESG, но и с рыночной оценкой стоимости компании.

Далее описаны характеристики совета директоров, наиболее часто встречающиеся в академической литературе в контексте их влияния на ESG и стоимость компании.

Общие характеристики совета директоров. Большинство исследователей включают в свои модели размер и уровень независимости совета директоров. Важно отметить, что консенсуса относительно эффекта от увеличения совета директоров для ESG и финансовых результатов компании пока еще не достигнуто.

В крупных советах директоров аккумулируется достаточно широкий спектр человеческого капитала (включая знания, навыки, интеллектуальные способности и социальные связи), что повышает качество принимаемых решений [Dalton et al., 1998] и, как следствие, ведет к росту финансовой эффективности компании [Jackling, Johl, 2009]. Включение большего числа директоров позволяет аккумулировать массу подходов к тем или иным вопросам стратегического управления, способствуя увеличению качества внедрения практик ESG и соответствующей отчетности [Husted, Sousa-Filho, 2019]. С точки зрения ресурс-

¹ Кодекс корпоративного управления. Официальный сайт ЦБ РФ. URL: https://www.cbr.ru/statichhtml/file/59420/inf_apr_1014.pdf (дата обращения: 21.04.2022).

cbr.ru/statichhtml/file/59420/inf_apr_1014.pdf (дата обращения: 21.04.2022).

ной теории, согласно которой уникальные ресурсы компании, включая человеческие, определяют ее конкурентоспособность [Barney, 1991], рост состава совета директоров позволяет привнести уникальные знания и опыт новых директоров, сформировать видение перспектив развития компании [Hussain, Rigoni, Orij, 2018]. Некоторые исследователи связывают положительное влияние увеличения совета директоров на устойчивое развитие компании с представленностью интересов широкого круга стейкхолдеров [Cancela et al., 2020; Endo, 2020], важность которых для долгосрочной эффективности компании артикулируется стейкхолдерской теорией [Freeman, 1984].

Вместе с тем в некоторых работах выявлено негативное влияние размера совета директоров как на ESG [De Masi et al., 2021], так и на финансовые результаты компании [Frijns, Dodd, Cimerova, 2016], что объясняется сокращением эффективности процессов принятия решений и снижением вовлеченности директоров [Adams, Ferreira, 2009].

Как правило, исследователи рассматривают уровень независимости совета директоров как положительный фактор для внедрения ESG-практик. Мониторинг действий менеджмента является одной из ключевых функций совета директоров [Hillman, Dalziel, 2003], причем наличие независимых директоров повышает эффективность ее осуществления, снижая вероятность обострения агентского конфликта [Nicholson, Kiel, 2007]. Независимые директора, дорожащие профессиональной репутацией, способствуют более строгому соблюдению регуляторных требований, предъявляемых к компании [García-Sánchez, Gallego-Alvarez, Zafra-Gomez, 2021], что повышает прозрачность ее деятельности и смягчает негативные эффекты организационной власти генерального директора [Hussain, Rigoni, Orij, 2018].

Согласно ресурсной теории, назначение независимых директоров интенсифицирует обмен опытом и привнесение в компанию лучших практик корпоративного управле-

ния [Zhang, Zhu, Ding, 2013], а также позволяет использовать профессиональные навыки и связи независимых директоров [Mallin, Michelon, 2011]. Следуя стейкхолдерской теории, независимые директора способствуют учету интересов более широкого круга стейкхолдеров [Beji et al., 2021]. В основном исследователи указывают на положительную связь независимости совета директоров с показателями устойчивого развития и финансовой эффективности компаний, однако некоторые из них отмечают, что независимые директора, как правило, не располагают всей необходимой информацией о практиках компании, что приводит к снижению качества принимаемых решений и мониторинга их исполнения [Jackling, Johl, 2009; Crifo, Escrig-Ormedo, Mottis, 2019; Naciti, 2019].

Разнообразие состава совета директоров. В течение двух последних десятилетий сформирован значительный блок исследований, в которых рассматривается влияние национального и гендерного разнообразия совета директоров на деятельность компании. В соответствии с ресурсной теорией иностранные директора привносят в компанию международные практики корпоративного управления и способствуют росту социального капитала компании за счет новых связей, в том числе с крупными инвесторами и кредиторами. Кроме того, директора-иностранцы чаще являются независимыми, что повышает их значимость с точки зрения мониторинга действий топ-менеджмента [Estélyi, Nisar, 2016].

Директора из стран с институциональной средой, способствующей внедрению практик ESG, помогают сформировать в компаниях соответствующую корпоративную культуру, что особенно важно для развивающихся стран [Belikov, 2019], а также повышают их привлекательность для иностранных стейкхолдеров за счет своей профессиональной репутации и снижения асимметрии информации, что подтверждается результатами анализа международной выборки компаний из 46 стран [Naciti, 2019]. В оригинальном исследова-

нии компаний из США [Harjoto, Laksmana, Yang, 2019] отмечается положительный эффект разнообразия стран, в которых члены совета директоров получили образование, на результаты по ESG, что объясняется сочетанием преимуществ различных школ, научно-образовательных и корпоративных культур. Позитивное воздействие представленности директоров-иностранцев на повышение стоимости российских компаний было выявлено в [Muravuev, 2017].

Тем не менее исследователи указывают и на возможные негативные последствия увеличения доли иностранных директоров для эффективности деятельности компании. Иностранцы не всегда находятся в стране присутствия компании, что создает дополнительные трудности для коммуникации, осуществления мониторинга и понимания специфики ее функционирования [Masulis, Wnag, Xie, 2012]. Схожий вывод на примере компаний из индекса S&P 1500 сделан в [Frijns, Dodd, Cimerova, 2016]. В работе [Fernandez-Temprano, Tejerina-Gaite, 2020] рассматриваются крупнейшие компании Испании и отмечается, что национальное разнообразие способствует повышению рыночной стоимости компании только в тех случаях, когда такие директора являются исполнительными. В проведенном ранее исследовании российских компаний установлена нелинейная взаимосвязь доли независимых директоров-иностранцев с показателем устойчивого развития: оптимальная доля таких директоров определена на уровне 33% [Вереникин, Маханькова, Вереникина, 2021].

Большинство авторов указывают, что компании с гендерно сбалансированным советом директоров получают более высокую оценку эффективности по ESG [Shahbaz et al., 2020; Uyar et al., 2021]. В рамках стейкхолдерской теории отмечается способность женщин учитывать интересы более широкого круга заинтересованных сторон, предотвращать возможные конфликтные ситуации [Nadeem, Zaman, Saleem, 2017; Ben-Amar, Chang, McIlkenny,

2017]. Участие женщин в совете директоров позволяет принимать во внимание больше различных мнений и предполагает нестандартные подходы благодаря иному опыту общения с внешней средой: отмечается, что они чаще достигают высоких позиций в корпоративном управлении за счет академических успехов, а также работая на государственной службе [Zhang, Zhu, Ding, 2013]. Кроме того, женщины активнее делятся информацией и менее подвержены «самоцензуре» [Elstad, Ladegard, 2012]. Подчеркивается усиление мониторинговой функции совета директоров за счет повышения посещаемости заседаний и общей дисциплинированности директоров [Adams, Ferreira, 2009].

Вместе с тем, согласно теории «критической массы» [Kanter, 1977], эффект от гендерного баланса достигается, если в совет директоров входят не менее трех женщин [De Masi et al., 2021]. Эффект участия женщин в совете директоров может снижаться и в условиях более коллективистской корпоративной культуры, что показано на примере стран Латинской Америки [Husted, Sousa-Filho, 2019].

Профессиональный опыт совета директоров. Опыт членов совета директоров является важной составляющей интеллектуального капитала компании и чаще всего рассматривается в рамках ресурсной теории, согласно которой стратегия компании и ее реализация зависят от доступных ресурсов, включая человеческие [Pfeffer, Salancik, 1978].

В литературе встречаются различные характеристики профессионального бэкграунда членов совета директоров. Одним из показателей «специфического» опыта выступает срок работы в совете директоров, когда приобретает более глубокое понимание отрасли и специфики деятельности компании. Чем дольше директор занимает должность, тем больше у него появляется рычагов влияния на руководство компании, при этом рекомендации имеют значительный вес [Bonini et al., 2021]. Кроме того, длительный срок пребывания в совете мо-

жет трактоваться как удовлетворенность акционеров его текущим составом и результатами работы [Livnat et al., 2021]. Некоторые авторы указывают на оптимальный период — от 8 до 11 лет, так как именно в это время достигается компромисс между опытом работы и независимостью директоров [Huang, Hilary, 2018]. Отмечается, что директора с более длительным сроком пребывания в меньшей степени заинтересованы в повышении открытости компании, в том числе и в части устойчивого развития [Rao, Tilt, 2016].

В исследовании [Li, Wahid, 2018] подчеркивается, что с ростом разнообразия членов совета директоров по сроку пребывания в его составе повышается качество мониторинга действий топ-менеджмента. Авторы работы [Brown et al., 2017] также указывают, что по мере пребывания в совете «внешние» директора, с одной стороны, получают специфические знания о компании, а с другой — наращивают связи с менеджментом, становятся менее независимыми и реже предлагают свежий взгляд на актуальные проблемы. Интересно, что при изучении эффектов представленности женщин в совете директоров на финансовую эффективность французских компаний было обнаружено негативное воздействие длительности их пребывания на показатели эффективности, в то время как параметры образования, независимости и профессиональных связей были названы положительными факторами [Benbouiri et al., 2018].

Исследователи изучают «функциональный» опыт директоров в конкретной области или при реализации заданной функции бизнеса. В целом они согласны с тем, что специализированные знания и опыт в области устойчивого развития необходимы для успешного внедрения ESG-практик [Homroy, Slechten, 2019; García-Sánchez, Gallego-Alvarez, Zafra-Gomez, 2021]. При этом отмечается, что для других привносимых знаний консенсуса не существует.

Примером «функциональной» профессиональной экспертизы является наличие

образования и опыта работы в сфере финансов, что позволяет директорам определять драйверы стоимости компании и применять свои знания в процессе формирования корпоративных стратегий, эффективно управляя финансовыми рисками и снижая стоимость финансирования проектов по развитию компании за счет понимания рынков капитала [Shaukat, Qiu, Trojanowski, 2016]. В [Ramon-Llorens, Garcia-Meca, Pucheta-Martínez, 2019] эмпирически подтверждаются значимые положительные эффекты включения таких специалистов в состав совета директоров. Результаты анализа компаний из индекса S&P 1500 показывают, что директора с образованием и опытом работы в сфере финансов чаще занимают наиболее значимые позиции, такие как председатель совета директоров и/или его комитетов [Fedaseyeu, Linck, Wagner, 2018].

Комитеты совета директоров. Образование специальных комитетов в совете директоров позволяет осуществить тщательную проработку наиболее значимых для компании вопросов. Наличие комитета по стратегии свидетельствует о повышенном внимании к формированию и контролю за исполнением стратегии развития компании и способствует росту ее стоимости в долгосрочной перспективе [Amin, Mohamed, Hussain, 2021]. В целом наличие комитета по стратегии по сравнению с комитетами по устойчивому развитию редко изучается в контексте ESG.

Исследователи чаще рассматривают создание комитета по устойчивому развитию как свидетельство повышенного внимания к интересам широкого круга стейкхолдеров [Shahbaz et al., 2020]. В комитете по устойчивому развитию аккумулируются необходимые знания и опыт для разработки программ по обеспечению корпоративной социальной ответственности и интеграции практик устойчивого развития в стратегическое планирование компании [Michelon, Pardonetti, 2012; Velte, Stawinoga, 2020], что ведет к повышению внешних оценок деятельности компании по ESG [Martínez-

Ferrero, Lozano, Vivas, 2021]. Наличие у членов комитета специализированных знаний также способствует смягчению агентского конфликта при внедрении практик ESG [García-Sánchez, Gallego-Alvarez, Zafra-Gomez, 2021].

Важно отметить, что степень влияния комитетов по устойчивому развитию на результаты внедрения ESG может различаться в зависимости от институциональной среды, в которой действует компания. Так, в [Eberhardt-Toth, 2017] указывается, что в странах Евросоюза, где требования к компаниям в области устойчивого развития более жесткие, а корпоративная культура в значительной степени ориентирована на общественное благо, эффект от наличия в совете директоров специализированного комитета слабее, чем, например, в США. Необходимо подчеркнуть, что положительные эффекты наличия специализированного комитета в составе совета директоров могут быть слабее в случае, если комитет создан недавно и процесс его работы не отлажен, что продемонстрировано в исследовании компаний, входящих в Dow Jones Sustainability Index (DJSI) [Michelon, Pardonetti, 2012].

Таким образом, в академической литературе нет консенсуса относительно взаимосвязи большинства характеристик совета директоров и создания стоимости компании с учетом принципов ESG. Применительно к российским компаниям эта проблема изучена недостаточно. Данная работа направлена на заполнение указанного пробела путем анализа широкого спектра характеристик, включая параметры демографического разнообразия и разнообразия опыта работы членов совета директоров.

ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В исследовании сформулирован ряд гипотез относительно взаимосвязи характеристик совета директоров, ESG-рейтингов и стоимости компании.

Гипотеза H1. Размер совета директоров имеет нелинейную взаимосвязь с корпоративным рейтингом ESG и рыночной стоимостью компании.

Предполагается существование оптимального размера совета директоров, при котором сочетаются преимущества широкого спектра знаний и внешних связей директоров с гармоничной и оперативной командной работой. С одной стороны, увеличение совета директоров расширяет спектр представляемых точек зрения и имеющегося опыта [Jackling, Johl, 2009; Husted, Sousa-Filho, 2019], а с другой — снижает эффективность принятия решений вследствие проблем координации [Adams, Ferreira, 2009].

Гипотеза H2. Доля независимых директоров имеет положительную взаимосвязь с корпоративным рейтингом ESG и рыночной стоимостью компании.

Повышение уровня независимости совета директоров ведет к увеличению качества мониторинга [Nicholson, Kiel, 2007; Вереникин, Миханькова, Вереникина, 2021; García-Sánchez, Gallego-Alvarez, Zafra-Gomez, 2021], способствует привлечению носителей лучших практик корпоративного управления [Zhang, Zhu, Ding, 2013]. При этом возможны негативные эффекты, связанные с занятостью независимых директоров, зачастую включенных в советы директоров нескольких компаний [Jackling, Johl, 2009; Crifo, Escrig-Olmedo, Mottis, 2019].

Гипотеза H3. Длительность срока нахождения в совете директоров имеет нелинейную взаимосвязь с корпоративным рейтингом ESG и рыночной стоимостью компании.

С одной стороны, работая в компании, директора приобретают более глубокое понимание отрасли и специфики деятельности компании, наращивают социальный капитал [Bonini et al., 2021]. С другой стороны, директора, долго находящиеся в совете, хуже справляются с обязанностями в области мониторинга [Huang, Hilary, 2018], в меньшей степени заинтересованы

в повышении качества раскрытия [Rao, Tilt, 2016], менее склонны к выражению нестандартных точек зрения [Brown et al., 2017].

Гипотеза Н4. Наличие комитета по стратегии имеет положительную взаимосвязь с корпоративным рейтингом ESG и рыночной стоимостью компании.

Гипотеза Н5. Наличие комитета по устойчивому развитию имеет положительную взаимосвязь с корпоративным рейтингом ESG и рыночной стоимостью компании.

Образование специальных комитетов в совете директоров позволяет осуществить тщательную проработку наиболее значимых для компании вопросов [Velte, Stawinoga, 2020; Amin, Mohamed, Hussain, 2021] с учетом интересов основных групп стейкхолдеров [Shahbaz et al., 2020] и лучших практик [Michelon, Pardonetti, 2012].

Гипотеза Н6. Доля директоров с опытом в сфере финансов имеет положительную взаимосвязь с корпоративным рейтингом ESG и рыночной стоимостью компании.

Наличие специализированного образования и опыта работы в области финансов способствует пониманию драйверов роста стоимости компании, а также позволяет более качественно анализировать отчетность, снижая риск манипуляций со стороны менеджмента [Shaukat, Qiu, Trojanowski, 2016].

Гипотеза Н7. Доля иностранных директоров имеет положительную взаимосвязь с корпоративным рейтингом ESG и рыночной стоимостью компании.

Предполагается, что представленность иностранных граждан повышает доступность финансовых ресурсов [Estélyi, Nisar, 2016], стимулирует обмен лучшими практиками в области корпоративного управления [Muravyev, 2017; Naciti, 2019].

Гипотеза Н8. Доля женщин в составе совета директоров имеет положительную взаимосвязь с корпоративным рейтингом ESG и рыночной стоимостью компании.

Особенности социального капитала женщин способствуют учету интересов широкого круга стейкхолдеров и повышению уровня социальной и экологической ответственности компании [Ben-Amar, Chang, McIlkenny, 2017], усиливают функцию мониторинга исполнения принятых решений [Adams, Ferreira, 2009], повышают качество обмена информацией внутри совета директоров [Elstad, Ladegard, 2012].

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

Тестирование сформулированных гипотез исследования осуществляется на основе анализа выборки панельных данных по 48 крупным публичным российским компаниям реального сектора, имеющих ESG-рейтинг, определяемый базой данных Thomson Reuters² по состоянию на 31 декабря 2020 г. Данные по компаниям собраны за период с 2015 по 2020 г. (6 лет), что обусловлено повышением в этот период представленности российских компаний в международных рейтингах ESG, а также его слабой изученностью в исследованиях российского рынка, опубликованных в международных индексируемых журналах [Garanina, Muravyev, 2021]. Основными источниками данных являются база данных Thomson Reuters, годовые отчеты, отчеты об устойчивом развитии и сайты компаний. Отраслевая структура выборки представлена на рисунке.

Ограниченность выборки связана с низкой представленностью российских компаний в международных рейтингах ESG, выбор которых обусловлен опытом крупных международных рейтинговых агентств в относительно новой области оценки нефинансовых параметров компании. Отметим, что в выборку вошли крупнейшие российские публичные компании реального сектора, включенные в топ-100 российских компа-

² Thomson Reuters Eikon. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.refinitiv.com/en/products/eikon-trading-software> (дата обращения: 01.06.2022).



Рисунок. Отраслевая структура выборки исследования

ний по капитализации и представляющие свыше 75% капитализации компаний, чьи акции торгуются на Московской бирже (по состоянию на 31 декабря 2021 г.). Выборка является репрезентативной для российского рынка. Наконец, оценка российских компаний с точки зрения внедрения принципов ESG осуществляется недавно, что приводит к ограниченности набора исследуемых объектов. Со схожей проблемой в период начала развития нефинансовой отчетности столкнулись авторы исследования [Michelon, Pardonetti, 2012], изучавшие влияние характеристик совета директоров на качество раскрытия по устойчивому развитию на выборке из 57 компаний, включенных в DJSI.

Выбор рейтинга Thomson Reuters³ в качестве инструмента оценки эффективности компании по ESG обусловлен рядом факторов, таких как:

- 1) широкий набор используемых показателей — 186 показателей (на основе более чем 630 первичных метрик) по 10 основным направлениям, включая эффективность использования ресурсов, выбросы, управление и развитие персонала, защиту прав человека, стратегию в области корпоративной социальной ответственности и др. [Refinitiv, 2022];
- 2) присваивание разным факторам ESG разного веса в зависимости от особенностей конкретной отрасли, что позволяет значительно смягчить проблему предвзятости оценок;
- 3) оценка прозрачности компании: снижение итогового балла, если компания не раскрывает важную информацию;
- 4) регулярное обновление информации и понятная для интерпретации шкала значений от 0 до 100 (наиболее высокий уровень эффективности по ESG);
- 5) наличие блока “Governance” в рейтинге ESG от Thomson Reuters, который, кроме характеристики качества менеджмента (и вознаграждения менеджеров), учитывает качество защиты прав

³ Refinitiv ESG company scores. Refinitiv. URL: <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores#methodology> (дата обращения: 01.06.2022).

акционеров, а также качество стратегии компании в области корпоративной социальной ответственности. Широко применяемый в научной литературе рейтинг Bloomberg ESG Disclosure Score, в отличие от выбранного нами рейтинга от Thomson Reuters, не учитывает фактор стратегии в области устойчивого развития и, кроме того, включает ряд характеристик совета директоров, исследуемых в данной работе. Поэтому использование указанного рейтинга снизило бы содержательную ценность анализа.

Эконометрический анализ выборки проводится с использованием регрессионных моделей в спецификациях (1), (2). Оценки коэффициентов получены с использованием метода наименьших квадратов (МНК).

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \sum_{j=1}^{10} \beta_j BoardVariables_{i,t} + \sum_{g=11}^{14} \beta_g ControlVariables_{i,t} + IndustryEffects + YearEffects + \varepsilon_{i,t}, \tag{1}$$

$$TobinsQ_{i,t} = \beta_0 + \sum_{j=1}^{10} \beta_j BoardVariables_{i,t} + \sum_{g=11}^{14} \beta_g ControlVariables_{i,t} + IndustryEffects + YearEffects + \varepsilon_{i,t}. \tag{2}$$

Описание переменных, включенных в регрессионные модели, представлено в табл. 1.

Таблица 1

Описание переменных регрессионных моделей

Переменная	Описание переменной	Предполагаемый эффект	Источник
<i>Зависимые переменные</i>			
ESG_{it}	Рейтинг результативности по ESG компании i в год t , составляемые агентством Thomson Reuters	Широкое использование рейтинга Thomson Reuters ESG Score	[Duque-Grisales, Aguilera-Caracuel, 2021]
$TobinsQ_{it}$	Отношение рыночной стоимости (рыночная капитализация и стоимость совокупного долга) к балансовой стоимости активов компании i в год t	Отражает рыночную оценку компании, учитывая размер компании	[Jackling, Johl, 2009; Alareeni, Hamdan, 2020]
<i>Характеристики совета директоров (BoardVariables_{it})</i>			
BoD_Size_{it} $Sqr_BoD_Size_{it}$	Размер совета директоров компании i в год t , человек	(+∩)	[Jackling, Johl, 2009; Hussain, Rigoni, Orij, 2018; Cancela et al., 2020]
BoD_Ind_{it}	Доля независимых директоров в совете директоров компании i в год t , %	(+)	[Nicholson, Kiel, 2007; Mallin, Michelon, 2011]
BoD_Tenure_{it} $Sqr_BoD_Tenure_{it}$	Средний срок пребывания директоров текущего состава в компании i в год t , лет	(+∩)	[Rao, Tilt, 2016; Bonini et al., 2021; Livnat et al., 2021]

Продолжение таблицы 1

Переменная	Описание переменной	Предполагаемый эффект	Источник
CSR_Com_{it}	Наличие комитета по устойчивому развитию в совете директоров компании i в год t , дамми-переменная (1 — есть, 0 — нет)	(+)	[Michelon, Pardonetti, 2012; García Martín, Herrero, 2019; Velte, Stawinoga, 2020; Amin, Mohamed, Hussain, 2021]
$Strategy_Com_{it}$	Наличие комитета по стратегии в совете директоров компании i в год t , дамми-переменная (1 — есть, 0 — нет)		
BoD_FinExp_{it}	Доля директоров, имеющих образование и опыт работы в сфере финансов в совете директоров компании i в год t , %	(+)	[Shaukat, Qiu, Trojanowski, 2016; Jizi, 2017]
BoD_ForDir_{it}	Доля директоров-иностранцев в совете директоров компании i в год t , %	(+)	[Estélyi, Nisar, 2016; Naciti, 2019]
BoD_FemDir_{it}	Доля женщин-директоров в совете директоров компании i в год t , %	(+)	[Adams, Ferreira, 2009; Ben-Amar et al, 2017]
<i>Контрольные переменные (ControlVariables_{it})</i>			
$FirmSize_{it}$	Натуральный логарифм выручки компании i в год t , ед.	(+)	[Mallin, Michelon, 2011]
$FinLev_{it}$	Отношение балансовой стоимости совокупного долга к балансовой стоимости активов компании i в год t , %	(-)	[Jizi, 2017; Endo, 2020]
$EBITDA_margin_{it}$	Отношение EBITDA к выручке компании i в год t , %	(+)	[Velte, 2016]
$SalesGrowth_{it}$	Рост/снижение выручки компании i в году t по сравнению с выручкой в году $t-1$, %	(+)	[Huang, Hilary, 2018]
<i>Фиксированные эффекты</i>			
<i>Industry effects</i>	Индикатор отрасли: набор дамми-переменных, сформированных на основе классификации The Refinitiv Business Classification (TRBC)	Техническая переменная	[Ramon-Llorens, Garcia-Meca, Pucheta-Martinez, 2019]
<i>Year effects</i>	Индикатор года	Техническая переменная	
<i>Дополнительные параметры компании</i>			
ROA_{it}	Рентабельность активов компании i в год t , %	(+)	[Ramon-Llorens, Garcia-Meca, Pucheta-Martinez, 2019]

Окончание таблицы 1

Переменная	Описание переменной	Предполагаемый эффект	Источник
$OwnConcentr_{it}$	<p>Уровень концентрации собственности компании i в год t:</p> $OwnConc = \ln \left(\frac{TOP1\ Owner\ Share}{1 - TOP1\ Owner\ Share} \right)$ <p>$TOP1\ Owner\ Share$ — доля крупнейшего акционера в собственности компании</p>	(-)	[Demsetz, Lehn 1985; Ramon-Llorens, Garcia-Meca, Pucheta-Martinez, 2019]

Примечания: (+) — положительное влияние независимых и контрольных переменных на зависимые переменные; (-) — отрицательное влияние независимых и контрольных переменных на зависимые переменные; (+∩) — нелинейное положительное влияние (независимая переменная оказывает положительное влияние на зависимую переменную до достижения оптимального значения, после чего влияние становится отрицательным).

В большей части работ, посвященных исследованию взаимосвязи характеристик корпоративного управления, ESG и стоимости компании, анализируются панельные данные путем построения регрессий с фиксированными эффектами. Предполагается, что ввиду ограниченности набора компаний и наблюдений по ним для рассмотренной выборки также применимы модели с фиксированными эффектами. Тем не менее в ходе проведения исследования были построены модели как с фиксированными, так и со случайными эффектами; для выбора модели со случайными или фиксированными эффектами использован тест Хаусмана. Кроме того, модели проверялись на наличие нарушений предпосылок теоремы Гаусса — Маркова, включая наличие пропущенных переменных (тест Рамсея), мультиколлинеарности (*VIF*), гетероскедастичности (тест Бройша — Пагана), автокорреляции (тест Вулдриджа).

РЕЗУЛЬТАТЫ ЭМПИРИЧЕСКОГО АНАЛИЗА

Эконометрический анализ проведен на основе выборки крупнейших российских компаний реального сектора. Описательная статистика представлена в табл. 2.

В среднем по выборке коэффициент Q Тобина составляет 1,2, т.е. рыночная стоимость компаний в 1,2 раза превышает балансовую стоимость активов. Далее в работе показатель логарифмируется с целью нормализации распределения. Средняя компания выборки имеет ESG-рейтинг на уровне 45,5 (максимальный балл — 100). В среднем в совет директоров входят 10–11 человек, 38% из которых независимые. Средний срок пребывания в совете директоров — 5,3 года, 22% директоров — иностранцы, 8% — женщины, доля директоров с опытом работы в финансах в среднем достигает 45%. В 75% советов директоров сформирован комитет по стратегии, в 59% — комитет по устойчивому развитию. Важно подчеркнуть значительный рост доли компаний, в совете директоров которых представлены комитеты по устойчивому развитию: с 42,9% (2015 г.) до 66,7% (2020 г.). Это объясняется двумя факторами: во-первых, в выборку вошли крупнейшие публичные компании России, имеющие международный рейтинг ESG; во-вторых, свыше 60% выборки — компании из секторов, наиболее чувствительных к вопросам устойчивого развития.

Необходимо отметить значительные изменения, произошедшие в рассматриваемый период. Средний показатель рейтинга

Таблица 2

Описательная статистика

Переменная	Число наблюдений	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
<i>TobinsQ_{it}</i>	224	1,20	0,77	0,25	4,34
<i>ESG_{it}</i>	224	45,46	17,64	4,69	84,93
<i>Характеристики совета директоров</i>					
<i>BoD_Size_{it}</i>	224	10,58	2,34	5	18
<i>BoD_Ind_{it}</i>	224	37,61	14,87	0	75
<i>BoD_Tenure_{it}</i>	224	5,28	2,29	1,42	13,53
<i>CSR_Com_{it}</i>	224	0,59	0,49	0	1
<i>Strategy_Com_{it}</i>	224	0,75	0,44	0	1
<i>BoD_ForDir_{it}</i>	224	16,36	21,60	0	100
<i>BoD_FemDir_{it}</i>	224	7,86	8,29	0	33,30
<i>BoD_FinExp_{it}</i>	224	46,23	24,51	9,1	100
<i>Контрольные переменные</i>					
<i>FirmSize_{it}</i>	224	6,52	1,30	2,90	10,06
<i>FinLev_{it}</i>	224	0,35	0,26	0	1,61
<i>EBITDA_margin_{it}</i>	224	0,30	0,15	-0,11	0,68
<i>SalesGrowth_{it}</i>	224	0,08	0,19	-0,55	0,74
<i>Дополнительные переменные</i>					
<i>ROA_{it}</i>	224	0,08	0,09	-0,34	0,44
<i>OwnConcentr_{it}</i>	224	0,24	1,19	-2,04	3,09

Примечание: описательная статистика по переменным *Sqr_BoD_Size_{it}* и *Sqr_BoD_Tenure_{it}* не представлена, так как это технические переменные для отслеживания нелинейности влияния размера совета директоров и срока пребывания в совете директоров на рейтинг ESG и коэффициент Q Тобина соответственно.

ESG вырос с 38,5 (2015 г.) до 48,3 (2020 г.), свидетельствуя о значительном улучшении оценки усилий российских компаний в области устойчивого развития. Именно компании первого уровня листинга Московской биржи в значительной мере являются драйверами внедрения практик устойчивого развития в России [Российский институт директоров, 2021].

Ожидаемо, что наивысшие значения рейтинга ESG к концу 2020 г. продемонстрировали компании в отрасли металлургии (в среднем — 58 баллов) и нефтегазовой отрасли (в среднем — 56,8 балла). Можно подчеркнуть, что наибольший рост в выборке показала девелоперская компания ПАО «Группа ЛСР» (с 20 до 55,5 балла). Средний размер совета директоров фактически не изменился, при этом доля независимых директоров в среднем увеличилась с 31,6 до 39,8%, средний срок пребывания в совете директоров вырос с 4,7 до 5,5 года. Важно отметить рост разнообразия состава совета директоров: средняя доля женщин выросла в 2,26 раза (с 4,6 до 10,5%), доля директоров-иностранцев — с 12 до 18,5% (в основном независимых директоров).

Исследование проведено в два этапа. На первом этапе построены регрессии в соответствии со спецификацией (1) для определения взаимосвязи характеристик совета директоров и значения рейтинга ESG. Построены модели со случайными (*RE*) и с фиксированными (*FE*) эффектами, после чего с помощью теста Хаусмана была проверена гипотеза о состоятельности оценок моделей со случайными эффектами. Гипотеза о состоятельности оценок коэффициентов модели со случайными эффектами (*RE*) отвергнута в пользу модели с фиксированными эффектами (*FE*).

Оценки, полученные с помощью моделей, построенных с применением метода наименьших квадратов, могут быть подвержены проблеме эндогенности, следствием чего являются смещенность и несостоятельность полученных оценок коэффициентов модели. В частности, характе-

ристики совета директоров могут определяться эндогенно и зависеть от характеристик как компании в целом, так и корпоративного управления в предыдущие периоды [Hermalin, Weisbach, 2003].

Для преодоления проблемы эндогенности применен двухшаговый обобщенный метод моментов (*2-step GMM*), который рассматривается как один из лучших инструментов получения оценок коэффициентов регрессии в условиях эндогенности для панельных данных [Wintoki, Linck, Netter, 2012]. В настоящем исследовании использована методология автора работы [Naciti, 2019] для оценки влияния состава совета директоров на эффективность компании в области устойчивого развития с предположением, что все параметры совета директоров в модели являются эндогенными. В качестве инструментальных переменных были задействованы лаговые значения (1 и 2 года) для всех независимых переменных, а также не включенные в исходную спецификацию характеристики компании — коэффициент рентабельности активов (*ROA*) и показатель концентрации собственности (*OwnConcentr*).

Оценки коэффициентов регрессий с фиксированными эффектами и модели, построенные с помощью обобщенного метода моментов, представлены в табл. 3.

Значения коэффициентов корреляции Пирсона находятся в пределах допустимого диапазона ($<0,6$), коэффициенты вздутия дисперсии в моделях без квадратичных зависимостей также располагаются на допустимом уровне (<8). Эти два факта свидетельствуют об отсутствии мультиколлинеарности. В соответствии с тестом Бройша — Пагана в моделях *FE* присутствует гетероскедастичность, для корректировки которой построены модели с робастными стандартными ошибками. В модели, построенной с помощью обобщенного метода моментов, согласно результатам Хансена — Саргана, предположения модели верны (ограничения на моменты имеют место). Проведен тест Ареллано — Бонда, согласно результатам которого гипотеза об

Таблица 3

Взаимосвязь характеристик совета директоров и рейтинга ESG

Независимая переменная в моделях	Модель 1					
	OLS FE					2-step GMM
<i>BoD_Size_{it}</i>	8,087* (0,065)	1,043 (0,332)	7,582* (0,075)	6,973* (0,082)	6,738* (0,093)	8,038* (0,078)
<i>Sqr_BoD_Size_{it}</i>	-0,354* (0,047)	–	-0,330* (0,054)	-0,291* (0,057)	-0,282* (0,070)	-0,357* (0,070)
<i>BoD_Ind_{it}</i>	16,383* (0,084)	13,153 (0,159)	14,737* (0,091)	7,467 (0,435)	6,659 (0,492)	36,948** (0,007)
<i>BoD_Tenure_{it}</i>	0,039 (0,973)	3,793 (0,154)	3,382 (0,187)	–	–	1,929 (0,410)
<i>Sqr_BoD_Tenure_{it}</i>	–	-0,330 (0,114)	-0,305 (0,134)	–	–	-0,034 (0,831)
<i>CSR_Com_{it}</i>	7,547* (0,053)	7,071* (0,058)	7,437* (0,044)	–	–	12,827*** (0,000)
<i>Strategy_Com_{it}</i>	2,675 (0,667)	2,336 (0,692)	1,622 (0,776)	–	–	10,016* (0,011)
<i>BoD_FinExp_{it}</i>	–	–	–	-0,022 (0,741)	-0,017 (0,798)	0,068 (0,244)
<i>BoD_ForDir_{it}</i>	–	–	–	23,724*** (0,000)	23,859*** (0,000)	-0,069 (0,156)
<i>BoD_FemDir_{it}</i>	–	–	–	2,555 (0,885)	–	0,414* (0,024)
<i>dum_Crit_Mass_{it}</i>	–	–	–	–	3,993 (0,443)	–
<i>FirmSize_{it}</i>	6,893 (0,202)	7,525 (0,142)	8,046 (0,135)	7,255 (0,174)	7,010 (0,197)	5,216*** (0,000)
<i>FinLev_{it}</i>	26,310** (0,007)	26,203** (0,003)	28,169** (0,002)	27,451** (0,003)	27,803** (0,001)	-4,726 (0,288)
<i>EBITDA_margin_{it}</i>	-14,448 (0,132)	-11,423 (0,196)	-15,439* (0,096)	-13,599 (0,107)	-14,348* (0,089)	8,576 (0,356)
<i>SalesGrowth_{it}</i>	9,086* (0,020)	7,623* (0,027)	8,964* (0,019)	7,627* (0,034)	7,266* (0,054)	11,351 (0,534)
<i>Industry effects</i>	Да	Да	Да	Да	Да	Да
<i>Year effects</i>	Да	Да	Да	Да	Да	Да
<i>CONST</i>	-57,946 (0,207)	-37,220 (0,322)	-69,422 (0,132)	-48,713 (0,273)	-45,459 (0,324)	-76,059** (0,004)
<i>AR (1) p-value</i>	–	–	–	–	–	(0,000)

Независимая переменная в моделях	Модель 1					
	OLS FE					2-step GMM
<i>AR (2) p-value</i>	–	–	–	–	–	(0,582)
<i>Hansen test p-value</i>	–	–	–	–	–	(0,1891)
R^2	0,513	0,511	0,527	0,509	0,512	–
Тест Хаусмана (<i>p-value</i>)	0,003	0,015	0,012	0,013	0,013	–
Количество наблюдений	224	224	224	224	224	176
Количество компаний	48	48	48	48	48	48

Примечания: в скобках указаны *p-value*; *** — значимость на уровне 1%; ** — значимость на уровне 5%; * — значимость на уровне 10%; наличие прочерков объясняется разным набором переменных в различных спецификациях.

отсутствию серийной корреляции остатков не отвергнута.

Отрицательный значимый коэффициент при переменной *Sqr_BoD_Size* в Модели 1 (1.1, 1.3) свидетельствует о нелинейном влиянии переменной *BoD_Size* на рейтинг ESG. Совместная значимость коэффициентов при данных регрессорах была проверена с использованием статистики Фишера и подтверждена на уровне 10%. Наблюдается значимая положительная зависимость рейтинга ESG от переменных *BoD_Ind*, *CSR_Com*, *Strategy_Com* (в Модели 2-step GMM). Для показателя *BoD_Tenure* значимой взаимосвязи с рейтингом ESG не выявлено. Опыт директоров сфере финансов (*BoD_FinExp*) не связан с значением рейтинга ESG при любом разумном уровне значимости. В Модели 1 выявлено положительно влияние переменной *BoD_FemDir* на рейтинг ESG, в то время как влияние доли директоров-иностранцев (*BoD_ForDir*) статистически не значимо.

На втором этапе исследования были построены регрессии в соответствии со спецификацией (2) для определения взаимосвязи характеристик совета директоров и рыночной стоимости компании (табл. 4).

Согласно тесту Рамсея и тесту Вулдриджа, пропущенные переменные и автокор-

реляция отсутствуют. Коэффициенты вздутия дисперсии находятся в пределах допустимых значений (<8), мультиколлинеарность не выявлена. Распределение ошибки близко к нормальному. По результатам теста Бройша — Пагана в моделях FE была выявлена гетероскедастичность, для корректировки которой использованы робастные стандартные ошибки. Для модели, построенной с использованием двухшагового GMM, также проведены тесты Хансена — Саргана и Ареллано — Бонда, их результаты схожи с тестированием модели с ESG в качестве зависимой переменной.

Итак, можно вести речь о слабой и статистически незначимой взаимосвязи количества директоров (*BoD_Size*) с коэффициентом *Q* Тобина, в то время как повышение уровня независимости (*BoD_Ind*) связано с ростом показателя рыночной стоимости компании. Увеличение срока нахождения в СД (*BoD_Tenure*) не коррелируется с ростом стоимости компании. Важно отметить значимый положительный эффект наличия комитета по устойчивому развитию (*CSR_Com*) и отсутствия взаимосвязи при наличии комитета по стратегии (*Strategy_Com*). Опыт работы директоров в сфере финансов (*BoD_FinExp*) оказывает незначительное

Таблица 4

Взаимосвязь характеристик совета директоров и рыночной стоимости компании

Независимая переменная в моделях	Модель 2			
		OLS FE		2-step GMM
<i>BoD_Size_{it}</i>	-0,062** (0,002)	-0,025 (0,710)	-0,060** (0,002)	0,154 (0,427)
<i>Sqr_BoD_Size_{it}</i>	–	-0,002 (0,496)	–	-0,006 (0,446)
<i>BoD_Ind_{it}</i>	0,266* (0,094)	0,278 (0,112)	0,293* (0,098)	1,397** (0,008)
<i>BoD_Tenure_{it}</i>	0,0546*** (0,000)	0,054*** (0,000)	-0,008 (0,870)	0,019 (0,835)
<i>Sqr_BoD_Tenure_{it}</i>	–	–	0,006 (0,197)	0,007 (0,207)
<i>Strategy_Com_{it}</i>	0,0305 (0,814)	0,029 (0,820)	0,039 (0,770)	-0,149 (0,268)
<i>CSR_Com_{it}</i>	0,132** (0,009)	0,135** (0,009)	0,129* (0,013)	0,215* (0,090)
<i>BoD_FinExp_{it}</i>	-0,301 (0,129)	-0,313 (0,119)	-0,314 (0,115)	-0,004* (0,055)
<i>BoD_ForDir_{it}</i>	-0,386** (0,007)	-0,394** (0,006)	-0,332* (0,025)	0,002 (0,383)
<i>BoD_FemDir_{it}</i>	0,789** (0,001)	0,772** (0,002)	0,715** (0,004)	0,207** (0,006)
<i>FirmSize_{it}</i>	-0,473*** (0,000)	-0,468*** (0,000)	-0,498*** (0,000)	-0,173*** (0,000)
<i>FinLev_{it}</i>	-0,083 (0,667)	-0,072 (0,705)	-0,117 (0,558)	0,792*** (0,000)
<i>EBITDA_margin_{it}</i>	0,511* (0,048)	0,485* (0,055)	0,533* (0,046)	2,141*** (0,000)
<i>SalesGrowth_{it}</i>	0,337*** (0,000)	0,346*** (0,000)	0,338*** (0,000)	1,697* (0,039)
<i>Industry effects</i>	Да	Да	Да	Да
<i>Year effects</i>	Да	Да	Да	Да
<i>CONST</i>	3,321*** (0,000)	3,129** (0,001)	3,606*** (0,000)	-1,608 (0,178)
<i>AR (1) p-value</i>	–	–	–	(0,000)
<i>AR (2) p-value</i>	–	–	–	(0,707)
<i>Hansen test p-value</i>	–	–	–	(0,1491)

Независимая переменная в моделях	Модель 2			
	OLS FE			2-step GMM
R^2	0,485	0,486	0,495	–
Тест Хаусмана (p -value)	0,015	0,013	0,015	–
Количество наблюдений	224	224	224	176
Количество компаний	48	48	48	48

Примечания: в скобках указаны p -value; *** — значимость на уровне 1%; ** — значимость на уровне 5%; * — значимость на уровне 10%; наличие прочерков объясняется разным набором переменных в различных спецификациях.

Таблица 5

Обобщенные результаты эконометрического анализа: влияние характеристик совета директоров на рейтинг ESG и коэффициент Q Тобина

Переменная	Ожидаемое влияние		Полученное влияние	
	ESG	Q Тобина	ESG	Q Тобина
Размер совет директоров	∩	∩	∩*	Незначимое
Независимость совета директоров	+	+	+***	+***
Срок нахождения в совете директоров	∩	∩	Незначимое нелинейное (∩)	Незначимое положительное
Наличие комитета по стратегии	+	+	+*	Незначимое отрицательное
Наличие комитета по устойчивому развитию	+	+	+***	+*
Опыт работы директоров в сфере финансов	+	+	Незначимое положительное	–*
Доля директоров-иностранцев	+	+	Незначимое отрицательное	Незначимое положительное
Доля женщин-директоров	+	+	+*	+***

Примечания: в скобках указаны p -value; *** — значимость на уровне 1%; ** — значимость на уровне 5%; * — значимость на уровне 10%; (+) — положительное влияние независимой переменной на рейтинг ESG и коэффициент Q Тобина; (–) — отрицательное влияние независимой переменной на рейтинг ESG и коэффициент Q Тобина; ∩ — нелинейное положительное влияние независимой переменной на показатели ESG и Q Тобина.

негативное влияние на коэффициент Q Тобина, при этом увеличение доли женщин в совете директоров (BoD_FemDir) способствует повышению оценки компании рынком.

Обобщенные результаты эконометрического анализа с учетом сформулированных гипотез исследования представлены в табл. 5.

Далее приведена качественная интерпретация полученных результатов с учетом положений существующих исследований.

ВЫВОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Проведенный эконометрический анализ позволяет сделать несколько важных выводов.

На примере выборки российских компаний удалось получить значимые итоги тесной взаимосвязи между советом директоров, устойчивым развитием и финансовым результатом. Это подтверждает вывод о том, что роль совета директоров повышается с усилением практик устойчивого развития.

Так, выявленная нелинейная взаимосвязь размера совета директоров и ESG-рейтинга компании позволяет заключить, что при увеличении размера совета директоров рейтинг ESG растет, но при превышении оптимального уровня (в количестве 11 человек) падает. Данные результаты в целом согласуются с выводами исследований: с одной стороны, большее количество директоров способствует расширению спектра привносимых знаний, профессионального опыта и связей [Hussain, Rigoni, Orij, 2018] и учету интересов широкого круга стейкхолдеров [Cancela et al., 2020], а с другой — может привести к снижению эффективности коммуникации и координации [Mio, Panfilo, Blundo, 2020]. На примере представленной выборки это означает, что рост численности состава совета директоров был обусловлен привлечением новых членов, обладающих компетенциями в области устойчивого развития. Не выявлено значимого влияния расширения состава совета директоров на стоимость компании, что объясняется большей важностью качественной, а не количественной составляющей.

Подтверждена гипотеза *H2* о положительной взаимосвязи увеличения доли независимых директоров с рейтингом ESG и стоимостью компании. В соответствии

с агентской теорией независимые директора, как внешние эксперты, отделены от собственности и менеджмента [Jensen, Meckling, 1976], что способствует повышению качества реализации мониторинговой функции совета директоров [Nicholson, Kiel, 2007]. Независимые директора в значительной мере мотивированы вопросом профессиональной репутации [Jizi, 2017], что содействует повышению доверия к компании со стороны стейкхолдеров. Наконец, их деятельность в значительной мере способствует снижению негативного влияния повышенной власти генерального директора [Hussain, Rigoni, Orij, 2018] и, кроме того, ее эффективному использованию [Li et al., 2018]. В контексте российской практики независимые директора также могут смягчать негативные эффекты высокой концентрации собственности, представляя интересы широкого круга стейкхолдеров, а также содействовать внедрению лучших практик в области устойчивого развития.

При построении моделей с использованием МНК выявлена положительная взаимосвязь срока нахождения в совете директоров и стоимости компании, что согласуется с выводами исследователей. При этом по результатам построения регрессии с использованием двухшагового обобщенного метода моментов не выявлено значимого влияния срока работы в совете директоров ни на рейтинг ESG, ни на рыночную стоимость компании.

В ходе проведения эконометрического анализа подтверждена гипотеза *H4* о положительном эффекте наличия комитета по стратегии для оценки эффективности деятельности компании с учетом принципов ESG. Это может быть обусловлено тем, что специализированные комитеты по устойчивому развитию в российских компаниях начали создаваться относительно недавно и вопросы, связанные с экологической и социальной ответственностью компании, ранее находились в сфере компетенций комитетов по стратегии. Например, в исследовании Российского института директоров [Российский институт директоров, 2021]

отмечается, что даже среди компаний первого уровня листинга в 30% случаев вопросы, связанные с ESG, рассматривают непрофильные комитеты.

Подтверждено наличие положительных эффектов комитета по устойчивому развитию как для повышения рейтинга ESG, так и для рыночной стоимости российских компаний, что можно объяснить появлением центра компетенций, необходимых для повышения устойчивости компании [Amran, Lee, Devi, 2014; Velte, Stawinoga, 2020]. Наиболее значимый вклад комитета по устойчивому развитию в увеличение рейтинга ESG и рыночной стоимости компании может быть обусловлен конкурентным преимуществом таких советов директоров в российских условиях, когда практики в области ESG только начали формироваться [Eberhardt-Toth, 2017].

В отношении характеристик разнообразия состава советов директоров получено несколько интересных выводов. Высокая доля женщин-директоров оказывает статистически значимое влияние как на рыночную стоимость компании (согласно результатам моделей МНК и *2-step GMM*), так и на рейтинг ESG (по результатам *2-step GMM*). Результаты согласуются с выводами ряда предыдущих исследований, указывающих на усиление мониторинговой функции совета директоров при увеличении доли женщин в нем [Adams, Ferreira, 2009; Elstad, Ladegard, 2012], учете интересов более широкого круга стейкхолдеров [Nadeem, Zaman, Saleem, 2017; Ben-Amar, Chang, McIlkenny, 2017], повышении разнообразия профессионального опыта [Zhang, Zhu, Ding, 2013] и т.д.

Неожиданным результатом анализа стало отсутствие (в соответствии с оценками двухшагового обобщенного метода моментов) статистически значимого влияния доли директоров-иностранцев на рейтинг ESG и на рыночную стоимость компании. Это свидетельствует о том, что возможные положительные эффекты от их участия в совете директоров, и прежде всего профессиональные знания и опыт в области устой-

чивого развития, передовых практик корпоративного управления и т.д., нивелируются в связи с проблемами коммуникации внутри совета, а также недостаточной информацией о состоянии дел в компании. Все это затрудняет как реализацию мониторинговой функции совета директоров [Masulis, Wang, Xie, 2012; Frijns, Dodd, Cimerova, 2016], так и принятие стратегических решений [Fernandez-Temprano, Tejerina-Gaite, 2020]. Поскольку большинство директоров-иностранцев в российских компаниях являются независимыми, еще одним негативным фактором может быть их большая загруженность (работа в советах директоров одновременно нескольких компаний). Кроме того, особенность российского рынка, в том числе в рассматриваемый период, — краткосрочный характер вложений основной части иностранных инвесторов [Belikov, 2019], особенно после введения санкций в 2014 г., следовательно, их меньшая заинтересованность в устойчивом развитии компаний.

В ходе исследования установлен незначительный негативный эффект доли директоров с опытом работы в сфере финансов для рыночной стоимости компании. Данный результат противоречит выводам части работ, указывающих на важность директоров со специализированными знаниями и опытом для повышения финансовой эффективности и рыночной стоимости компании [Ramon-Llorens, Garcia-Meca, Pucheta-Martinez, 2019]. Это можно объяснить тем, что директора с наличием опыта работы в сфере финансов в значительной мере фокусируются только на вопросах корпоративных финансов и аудита, в то время как в современных условиях рыночная стоимость компании все больше зависит от ряда нефинансовых факторов, включая параметры корпоративной экологической и социальной ответственности [Widyawati, 2019].

Указанная тенденция требует повышения степени разнообразия опыта директоров [Bernile, Bhagwat, Yonker, 2018], в то время как в исследуемой выборке свыше

45 % директоров представляют знания и опыт работы в одной области. Необходимо отметить, что положительное влияние разнообразия опыта работы членов совета директоров на финансовую результативность компании было продемонстрировано ранее и для российской выборки [Dergunova, Dolgopyatova, 2021].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Настоящее исследование включает обзор литературы и эконометрический анализ выборки российских компаний.

Результаты анализа подтверждают значимость ряда характеристик советов директоров для устойчивого развития и повышения рыночной стоимости компаний. Наиболее существенный положительный эффект на повышение рейтинга ESG и рыночной стоимости компаний оказывает наличие комитета по устойчивому развитию в совете директоров, что объясняется сосредоточением в нем необходимых знаний, профессионального опыта и связей (ресурсная теория), а также подачей сигнала о приверженности компании принципам ESG. Кроме того, в условиях высокой концентрации собственности и власти крупных акционеров в российской практике совет директоров может оказывать значительное влияние на развитие компании в случае, если аккумулирует уникальную профессиональную экспертизу [Belikov, 2019], в том числе в относительно новой для России области устойчивого развития.

Важным фактором устойчивого развития и роста стоимости компании является увеличение доли независимых директоров, повышающих качество мониторинга действия топ-менеджмента, способствующих укреплению связей компании с внешними стейкхолдерами за счет профессиональной репутации (стейкхолдерская теория) и более широкого набора точек зрения, представляемых в советах директоров. Примером изменения структуры совета директоров для расширения имеющихся точек

зрения и стейкхолдеров является АФК «Система», что во многом обусловлено особенностями бизнес-модели компании [Долгопятова и др., 2015]. В отношении размера совета директоров выводы менее однозначны: с одной стороны, их большая численность ассоциируется с разнообразием опыта работы и наличием интересов широкого круга стейкхолдеров, а с другой — советы директоров сталкиваются с проблемами координации и коммуникации. В исследовании продемонстрировано наличие нелинейной положительной взаимосвязи размера советов директоров и рейтинга ESG.

Выявлен незначительный негативный эффект доли директоров с образованием и опытом работы в сфере финансов для рыночной стоимости компании. Увеличение доли женщин в российских советах директоров связано с ростом как рыночной оценки стоимости российских компаний, так и эффективности внедрения принципов ESG. Повышение доли иностранцев в совете директоров не способствует увеличению рыночной стоимости компании и внешней оценки устойчивого развития, что можно объяснить возникновением проблем коммуникации и координации. Еще одним возможным объяснением является снижение срока пребывания иностранцев в составе российских советов директоров вследствие санкционных рисков. Данный фактор не рассматривается в предложенных моделях и требует дальнейшего изучения.

К исследованию применим ряд ограничений, главным из которых является небольшой размер выборки (48 компаний). Кроме того, можно отметить использование международного рейтинга ESG от Thomson Reuters, что в контексте событий 2022 г. может ослаблять практическую предсказательную значимость полученных результатов. В связи с развитием отечественных рейтингов в области ESG (например, RAEX) дальнейшие исследования российских компаний могут на них опираться. Еще одно ограничение исследования касается использования только одной характеристики про-

фессиональных компетенций — наличия опыта работы в сфере финансов.

В будущих исследованиях необходимо включить в анализ и другие типы специализированных знаний и навыков (в области права, технических наук, охраны окружающей среды и т. д.), а также общих управленческих компетенций. Также целесообразно рассмотреть вопрос занятости директоров (работа в нескольких советах одновременно) и дисциплинированности (участие в заседаниях совета, комитетов). Возможным направлением развития исследования видится анализ структуры комитетов советов директоров и их взаимосвязь

с результатами деятельности компании. Наконец, с целью учета российской специфики важно расширить набор исследуемых факторов за счет включения переменных, отражающих способность совета директоров регулировать вопросы, связанные с корпоративной этикой и антикоррупционным мониторингом.

Результаты работы могут быть полезными как для академических исследований по вопросу взаимосвязей корпоративного управления, устойчивого развития и долгосрочной эффективности компаний, так и для участников российского рынка, включая инвесторов и аналитиков.

ЛИТЕРАТУРА НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

- Вереникин А. О., Маханькова Н. А., Вереникина А. Ю. 2021. Измерение устойчивости развития крупных российских компаний. *Российский журнал менеджмента* **19** (3): 237–287.
- Долгопятова Т. Г., Либман А. М., Петров И. О., Яковлев А. А. 2015. Роль Совета директоров в российских растущих ком-

паниях: опыт АФК «Система», часть II. *Российский журнал менеджмента* **13** (2): 129–148.

- Российский институт директоров. 2021. ESG вопросы в практике российских публичных компаний. [Электронный ресурс]. <http://rid.ru/issledovaniya> (дата обращения: 01.10.2022).

REFERENCES IN LATIN ALPHABET

- Adams R. B., Ferreira D. 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics* **94** (2): 291–309.
- Alareeni B. A., Hamdan A. 2020. ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance (Bingley)* **20** (7): 1409–1428.
- Amin H. M., Mohamed E. K. A., Hussain M. M. 2021. Corporate governance practices and firm performance: a configurational analysis across corporate life cycles. *International Journal of Accounting and Information Management* **29** (5): 669–697.
- Amran A., Lee S. P., Devi S. S. 2014. The Influence of Governance Structure and Strategic Corporate Social Responsibility
- Toward Sustainability Reporting Quality. *Business Strategy and the Environment* **23** (4): 217–235.
- Barney J. 1991. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management* **17** (1): 99–120.
- Beji R., Yousfi O., Loukil N., Omri A. 2021. Board diversity and corporate social responsibility: Empirical evidence from France. *Journal of Business Ethics* **173** (1): 133–155.
- Belikov I. 2019. Effective Boards of Directors: A New Approach. *Journal of Corporate Finance Research* **13** (1): 121–130.
- Ben-Amar W., Chang M., McIlkenny P. 2017. Board Gender Diversity and Corporate Response to Sustainability Initiatives: Evi-

- dence from the Carbon Disclosure Project. *Journal of Business Ethics* **142** (2): 369–383.
- Bennouri M., Chtioui T., Nagati H., Nekhili M. 2018. Female board directorship and firm performance: What really matters? *Journal of Banking & Finance* **88**: 267–291.
- Bernile G., Bhagwat V., Yonker S. 2018. Board diversity, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics* **127** (3): 588–612.
- Bonini S., Deng J., Ferrari M., John K., Ross D.G. 2021. Long-tenured independent directors and firm performance. *Strategic Management Journal* **43** (8): 1602–1634.
- Brown J.A., Anderson A., Salas J.M., Ward A.J. 2017. Do investors care about director tenure? Insights from executive cognition and social capital theories. *Organization Science* **28** (3): 471–494.
- Cancela B.L., Neves M.E.D., Rodrigues L.L., Dias A.C.G. 2020. The influence of corporate governance on corporate sustainability: new evidence using panel data in the Iberian macroeconomic environment. *International Journal of Accounting & Information Management* **28** (4): 785–806.
- Crifo P., Escrig-Olmedo E., Mottis N. 2019. Corporate Governance as a Key Driver of Corporate Sustainability in France: The Role of Board Members and Investor Relations. *Journal of Business Ethics* **159** (4): 1127–1146.
- Dalton D.R., Daily C.M., Ellstrand A.E., Johnson J.L. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure and financial performance. *Strategic Management Journal* **19**: 269–290.
- De Masi S., Słomka-Gołębiowska A., Becagli C., Paci A. 2021. Toward sustainable corporate behavior: The effect of the critical mass of female directors on environmental, social, and governance disclosure. *Business Strategy and the Environment* **30** (4): 1865–1878.
- Demsetz H., Lehn K. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *The Journal of Political Economy* **93** (6): 1155–1177.
- Dergunova I.V., Dolgopyatova T.G. 2021. The board work experience diversity and the performance of Russian companies. *Russian Management Journal* **19** (1): 5–34.
- Duque-Grisales E., Aguilera-Caracuel J. 2021. Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics* **168** (2): 315–334.
- Eberhardt-Toth E. 2017. Who should be on a board corporate social responsibility committee? *Journal of Cleaner Production* **140** (3): 1926–1935.
- Elstad B., Ladegard G. 2012. Women on corporate boards: Key influencers or tokens? *Journal of Management and Governance* **16**: 595–615.
- Endo K. 2020. Corporate governance beyond the shareholder-stakeholder dichotomy: Lessons from Japanese corporations' environmental performance. *Business Strategy and the Environment* **29**: 1625–1633.
- Estélyi K.S., Nisar T.M. 2016. Diverse boards: why do firms get foreign nationals on their boards? *Journal of Corporate Finance* **39**: 174–192.
- Faleye O., Hoytash R., Hoytash U. 2018. Industry expertise on corporate boards. *Review of Quantitative Finance and Accounting* **50**: 441–479.
- Fedaseyev V., Linck J.S., Wagner H.F. 2018. Do qualifications matter? New evidence on board functions and director compensation. *Journal of Corporate Finance* **48**: 816–839.
- Fernandez-Temprano M.A., Tejerina-Gaite F. 2020. Types of director, board diversity and firm performance. *Corporate Governance (Bingley)* **20** (2): 324–342.
- Freeman R.E. 1984. *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Frijns B., Dodd O., Cimerova H. 2016. The impact of cultural diversity in corporate boards on firm performance. *Journal of Corporate Finance* **41**: 521–541.
- Garanina T., Muravyev A. 2021. The gender composition of corporate boards and firm performance: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review* **48**: 100772.

- García Martín C. J., Herrero B. 2019. Do board characteristics affect environmental performance? A study of EU firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* **27**: 74–94.
- García-Sánchez I.-M., Gallego-Alvarez A., Zafra-Gomez J.-L. 2021. Do independent, female and specialist directors promote eco-innovation and eco-design in agri-food firms? *Business Strategy and the Environment* **30** (2): 1136–1152.
- Haque F. 2017. The effects of board characteristics and sustainable compensation policy on carbon performance of the UK firms. *The British Accounting Review* **49**: 347–364.
- Harjoto M.A., Laksmana I., Yang Y. 2019. Board nationality and educational background diversity and corporate social performance. *Corporate Governance (Bingley)* **19** (2): 217–239.
- Hermalin B.E., Weisbach M.S. 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *FBNY Economic Policy Review* **9** (1): 7–26.
- Hillman A.J., Dalziel T. 2003. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review* **28** (3): 383–396.
- Homroy S., Slechten A. 2019. Do board expertise and networked boards affect environmental performance? *Journal of Business Ethics* **158** (1): 269–292.
- Huang S., Hilary G. 2018. Zombie board: Board tenure and firm performance. *Journal of Accounting Research* **56** (4): 1285–1329.
- Hussain N., Rigoni U., Orij R.P. 2018. Corporate Governance and Sustainability Performance: Analysis of Triple Bottom Line Performance. *Journal of Business Ethics* **149** (2): 411–432.
- 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.
- Jackling B., Johl S. 2009. Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review* **17** (4): 492–509.
- Jensen M.C., Meckling W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* **3** (4): 305–360.
- Jizi M. 2017. The Influence of Board Composition on Sustainable Development Disclosure. *Business Strategy and the Environment* **26** (5): 640–655.
- Kanter R.M. 1977. *Men and Women of the Corporation*. Basic Books: N.Y.
- Li N., Wahid A.S. 2018. Director tenure diversity and board monitoring effectiveness. *Contemporary Accounting Research* **35** (3): 1363–1394.
- Li Y., Gong M., Zhang X.-Y., Koh L. 2018. The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review* **50** (1): 60–75.
- Livnat J., Smith G., Suslava K., Tarlie M. 2021. Board tenure and firm performance. *Global Finance Journal* **47**: 100535.
- Mallin C.A., Michelon G. 2011. Board reputation attributes and corporate social performance: An empirical investigation of the US best corporate citizens. *Accounting and Business Research* **41** (2): 119–144.
- Martínez-Ferrero J., Lozano M.B., Vivas M. 2021. The impact of board cultural diversity on a firm's commitment toward the sustainability issues of emerging countries: The mediating effect of a CSR committee. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* **28** (2): 675–685.
- Masulis R.W., Wang C., Xie F. 2012. Globalizing the boardroom — The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics* **53** (3): 527–554.
- Michelon G., Parbonetti A. 2012. The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management & Governance* **16**: 477–509.
- Miletkov M., Poulsen A., Wintoki M.B. 2017. Foreign independent directors and the quality of legal institutions. *Journal of International Business Studies* **48**: 267–292.

- Mio C., Panfilo S., Blundo B. 2020. Sustainable development goals and the strategic role of business: A systematic literature review. *Business Strategy and the Environment* **29** (8): 3220–3245.
- Muravyev A. 2017. Boards of directors in Russian publicly traded companies in 1998–2014: Structure, dynamics and performance effects. *Economic Systems* **41** (1): 5–25.
- Naciti V. 2019. Corporate governance and board of directors: The effect of a board composition on firm sustainability performance. *Journal of Cleaner Production* **237**: 117727.
- Nadeem M., Zaman R., Saleem I. 2017. Boardroom gender diversity and corporate sustainability practices: Evidence from Australian Securities Exchange listed firms. *Journal of Cleaner Production* **149**: 874–885.
- Nicholson G.J., Kiel G.C. 2007. Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review* **15** (4): 585–608.
- Pfeffer J., Salancik G. 1978. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Harper & Row: N. Y.
- Ramon-Llorens M.C., Garcia-Meca E., Pucheta-Martinez M.C. 2019. The role of human and social board capital in driving CSR reporting. *Long Range Planning* **52** (6): 101846.
- Rao K., Tilt C. 2016. Board diversity and CSR reporting: an Australian study. *Meditari Accountancy Research* **24** (2): 182–210.
- Refinitiv. 2022. *Environmental, Social and Governance Scores*. [Electronic resource]. <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scoresmethodology> (accessed: 01.02.2022).
- 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.
- Shaukat A., Qiu Y., Trojanowski G. 2016. Board Attributes, Corporate Social Responsibility Strategy, and Corporate Environmental and Social Performance. *Journal of Business Ethics* **135** (3): 569–585.
- 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**: 1730–1748.
- Velte P. 2016. Women on management board and ESG performance. *Journal of Global Responsibility* **7** (1): 98–109.
- Velte P., Stawinoga M. 2020. Do chief sustainability officers and CSR committees influence CSR-related outcomes? A structured literature review based on empirical-quantitative research findings. *Journal of Management Control* **31**: 333–377.
- Widyawati L. 2019. A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Business Strategy and the Environment* **29** (2): 619–637.
- Wintoki M.B., Linck J.S., Netter J.M. 2012. Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics* **105** (3): 581–606.
- Zhang J.Q., Zhu H., Ding H. 2013. Board Composition and Corporate Social Responsibility: An Empirical Investigation in the Post Sarbanes-Oxley Era. *Journal of Business Ethics* **114** (3): 381–392.

REFERENCES IN RUSSIAN

- Verenikin A.O., Makhankova N.A., Verenikina A.Y. 2021. Measuring sustainability of Russian largest companies. *Russian Management Journal* **19** (3): 237–287. (In Russian)
- Dolgopyatova T.G., Libman A.M., Petrov I.O., Yakovlev A.A. 2015. The role of a board of directors in Russian growing companies: A case of joint stock financial corporation “Sistema”, part II. *Russian Man-*

agement Journal 13 (2): 129–148. (In Russian)
Russian Institute of Directors. 2021. *ESG Issues in the Practice of Russian Public*

Companies. [Electronic resource]. <http://rid.ru/issledovaniya> (accessed: 01.10.2022). (In Russian)

Статья поступила в редакцию
18 августа 2022 г.
Принята к публикации
25 января 2023 г.

Board of directors characteristics: How they are related to ESG rankings and value of Russian companies

E. Yu. Makeeva

School of Finance, HSE University

K. A. Popov

Corporate Finance Center, HSE University

A. A. Dikhtyar

Department of special investment contracts and localization, Industrial Development Fund

A. V. Sudakova

Corporate Finance Center, HSE University

Goal: the goal of this paper is to determine effects of board of directors characteristics on corporate value creation, taking into account ESG (Environmental, Social, Governance) principles. **Methodology:** the methodological tool applied in this study is an econometric analysis of panel data for 48 Russian non-financial public companies with ESG score provided by Thomson Reuters Eikon in the period from 2015 to 2020. **Findings:** we have found a non-linear impact of board size on ESG performance, and significant positive impact of board independence on both ESG performance and firm market value. We also find that higher board gender diversity leads to higher corporate ESG score and market value, while higher share of foreign directors does not affect significantly these indicators of performance of Russian companies. Board sustainability committee enhances both corporate ESG performance and market value, board strategy committee contributes to ESG score's increase as well. **Originality and contribution of the authors:** our study contributes to the development of academic literature devoted to corporate governance effects on firm's performance on understudied market, in the context of growing demand for corporate sustainability. Application of our findings will allow to formulate the best practices of corporate governance for market value creation of Russian companies basing on ESG principles.

Keywords: board of directors, corporate governance, Russian companies, value creation, sustainable development, ESG.

For citation: Makeeva E. Yu., Popov K. A., Dikhtyar A. A., Sudakova A. V. 2022. Board of directors characteristics: How they are related to ESG rankings and value of Russian companies. *Russian Management Journal* 20 (4): 498–523. <https://doi.org/10.21638/spbu18.2022.403> (In Russian)

Для цитирования: Макеева Е. Ю., Попов К. А., Дихтярь А. А., Судакова А. В. 2022. Взаимосвязь характеристик совета директоров с ESG-рейтингами и стоимостью российских компаний. *Российский журнал менеджмента* 20 (4): 498–523. <https://doi.org/10.21638/spbu18.2022.403>

Initial Submission: August 18, 2022
Final Version Accepted: January 25, 2023