

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.129-151>

JEL classification: G34, G14, G11, C35, C53



Влияют ли стратегии инклюзивного роста на политику корпоративного финансирования? Свидетельства из металлургического и горнодобывающего сектора

Александр Ахметов ✉аналитик, Сбербанк, Москва, Россия,
alexander.akhmetoff@gmail.com, [ORCID](#)**Мария Хамидулина**старший финансовый контролер, ПАО «МТС», Москва, Россия,
maria.khamidullinaa@gmail.com, [ORCID](#)

Аннотация

В статье рассматривается влияние стратегии инклюзивного роста на политику корпоративного финансирования в металлургическом и горнодобывающем секторах промышленности. Набор данных включает 212 крупнейших публичных компаний, наблюдаемых с 2016 по 2021 г. Анализ не выявил существенного влияния показателей включения на финансовую политику этих компаний. Тем не менее наблюдалась положительная связь между эффективностью корпоративных ресурсов и уровнем левереджа. Хотя ни один инклюзивный показатель не влияет на объем устойчивого финансирования, показатель соблюдения прав человека положительно воздействует на число таких механизмов финансирования. Кроме того, только сокращение уровней выбросов и повышение уровня жизни местных сообществ существенно влияют на стоимость капитала (положительно первое и отрицательно второе). Показатели инклюзивности мало воздействуют на структуру капитала, уровни левереджа во многом определяются динамикой цен на металлы. Более высокий уровень включения коррелирует с увеличением использования устойчивого финансирования. Результаты могут быть использованы при реализации стратегий инклюзивного роста в металлургическом и металлургическом секторах горнодобывающей промышленности, а также при принятии решения о финансировании проектов в этой отрасли. Мы считаем, что анализ других отраслей в течение более длительного периода времени могут привести к разным результатам. Это, с одной стороны, является ограничением данной работы, с другой стороны, – полем для дальнейших исследований.

Ключевые слова: инклюзивный рост, сектор «Металлы и добыча», цели устойчивого развития ООН, ESG-рейтинг, модель со случайными эффектами, модель с фиксированными эффектами, объединенная модель панельных данных, тобит-модель и упорядоченная логит-модель

Цитирование: Akhmetov A., Khamidullina M. (2023) Do Inclusive Growth Strategies Affect Corporate Financing Policy? Evidence from The Metal and Mining Sector. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(3): 129-151. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.129-151>

The journal is an open access journal which means that everybody can read, download, copy, distribute, print, search, or link to the full texts of these articles in accordance with CC Licence type: Attribution 4.0 International (CC BY 4.0 <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

Введение

В последние годы мир сталкивается с масштабными геополитическими и экономическими трансформациями: торговые войны и санкции, эпидемиологические ограничения, рост протекционистских мер, тренд на декарбонизацию, активную борьбу с изменением климата, введение трансграничного углеродного регулирования и др. Происходят также изменения в технологиях, а в отдельных регионах растет социальная напряженность.

Корпорации становятся уязвимыми перед данными вызовами, пройти через которые и дальше эффективно развиваться не получится без изменения стратегии, бизнес-модели, корпоративного управления, системы взаимодействия со всеми стейкхолдерами и др. Все эти изменения должны быть направлены на следование стратегиям инклюзивного роста. Это подразумевает такое развитие компании, которое наравне с ростом финансовых и операционных показателей, рыночной стоимости компании способствует созданию благоприятных условий для повышения качества жизни и обеспечения равенства возможностей всех групп населения как в странах присутствия компании, так и в целом в мире. Следование данным стратегиям позволит компаниям с минимальными потерями проходить периоды турбулентности в экономической, социальной, технологической и геополитической сферах.

Такие трансформации невозможны без осуществления инвестиций, необходимо определить источники их финансирования. Это влияет и на особенности политики финансирования компаний, объемы использования тех или иных его источников.

В статье рассмотрен сектор «Металлы и добыча», который, с одной стороны, является одним из главных источников загрязнения окружающей среды (~8% – доля этого сектора в выбросах парниковых газов в мире в 2021 г. по данным Our World in Data), а с другой стороны, продукция, производимая компаниями из этой отрасли, имеет важнейшее значение для перехода к зеленой экономике, декарбонизации секторов электроэнергетики и транспорта. К таким товарам относятся сталь, медь, алюминий, никель, цинк, кремний и др. Поэтому мир не сможет обойтись без этих компаний, которые должны будут провести стратегическую трансформацию и осуществлять инвестиции в зеленые технологии производства. Объектом исследования являются крупнейшие по рыночной капитализации в 2021 г. публичные компании в мире из сектора «Металлы и добыча». Выборка состоит из 212 компаний и включает 1272 наблюдения за период с 2016 по 2021 г.

В статье определены количественные показатели оценки следования компаниями стратегиям инклюзивного роста, рассмотрены вопросы взаимосвязи инклюзивного роста и политики финансирования компаний. Раскрыты не исследованные ранее проблемы влияния показателей инклюзивного роста на объем и количество выпусков инструментов устойчивого (ответственного) финансирования, особенности их появления в секторе «Металлы и добыча».

Полученные результаты могут быть использованы компаниями из сектора «Металлы и добыча» (департаменты стратегии, корпоративных финансов и др.) при реализации стратегий инклюзивного роста, а также при принятии решений о финансировании таких проектов.

Обзор литературы

Понятие и концепт инклюзивного роста

Рассмотрим, что в академической и практической литературе вкладывают в понятия «инклюзивность», «инклюзивный рост», «устойчивый рост», а также определим, какими характеристиками обладает компания, придерживающаяся инклюзивного роста.

Начальный поиск релевантных научных работ проводился с помощью таких баз данных, как Scopus, ScienceDirect, JSTOR, Springerlink. Существуют ряд практических работ по обозначенной тематике исследования ведущих мировых консалтинговых компаний (BCG, McKinsey) и международных организаций (ООН, ЕЭК, ОЭСР, Азиатский банк развития).

По мнению специалистов Азиатского банка развития [1], инклюзивный рост – это рост, который не только создает новые экономические возможности, но и обеспечивает равный доступ к возможностям, создаваемым для всех слоев общества, особенно для малообеспеченных слоев. ОЭСР [2] дает следующее определение данного термина: экономический рост, в рамках которого создаются возможности для всех слоев населения и справедливо распределяются материальные и нематериальные блага в обществе для повышения его благосостояния. В соответствии с Евразийской экономической комиссией и ЮНКТАД [3], инклюзивный рост представляет собой экономический рост, который сопровождается созданием благоприятных условий для повышения качества жизни и обеспечения равенства возможностей всех групп населения страны.

Инклюзивный рост достигается за счет реализации целей устойчивого развития ООН (ЦУР ООН), которые представляют собой набор из 17 взаимосвязанных целей, разработанных в 2015 г. Генеральной ассамблеей ООН в качестве «плана достижения лучшего и более устойчивого будущего для всех» [4].

ЦУР нацелены на улучшение благосостояния и защиту планеты. Усилия по ускорению экономического роста необходимо предпринимать наравне с решением вопросов в сферах здравоохранения, образования, социальной защиты, защиты окружающей среды и борьбы с изменением климата. 17 ЦУР ООН включают: 1) ликвидацию нищеты; 2) ликвидацию голода; 3) хорошее здоровье и благополучие; 4) качественное образование; 5) гендерное равенство; 6) чистую воду и санитарии; 7) недорогостоящую и «чистую» энергию; 8) достойную работу и экономический рост; 9) индустриализацию, инновации и инфраструктуру; 10) уменьшение неравенства; 11) устойчивые города и населенные пункты; 12) ответственные потребление и производство; 13) борьбу с изменением климата; 14) сохранение морских экосистем; 15) сохранение экосистем суши; 16) мир, правосудие и эффективные институты; 17) партнерство в интересах устойчивого развития.

Таким образом, инклюзивный рост неразрывно связан с достижением ЦУР ООН. При этом сегодня нет однозначного ответа на вопрос, как компании могут корректно продемонстрировать достижение ЦУР. Эмпирические показатели следования компаний инклюзивному росту измеряются в литературе с использованием ESG-метрик [5].

Существующий тренд в области ESG-практик и раскрытия информации формирует новый тренд, который выражается в добровольном следовании компанией нефинансовым

целям и целям в области устойчивого развития, создавая ценность для инвесторов фирмы и других заинтересованных сторон [6]. ESG-рейтинг отражает, насколько эффективна компания в достижении целей устойчивого развития. Таким образом, необходимо сопоставить параметры ESG с ЦУР в качестве характеристики для отслеживания и оценки достижения ЦУР, а также для обеспечения определенного уровня раскрытия информации, что демонстрирует инвесторам и другим заинтересованным сторонам,

насколько эффективно компания достигает ЦУР. На основе научных работ [7] и собственного анализа ЦУР были соотнесены с компонентами ESG (Рисунок 1). Значительная часть ЦУР была отнесена к категориям “Environmental” и “Social”, а некоторые ЦУР были на пересечении данных категорий. В категорию “Governance” попала сравнительно малая доля ЦУР, которые к тому же располагались на пересечении “Environmental” или “Social”.

Рисунок 1. Соответствие ЦУР компонентам ESG



Источник: составлено авторами на основе [7].

В соответствии со стратегиями в области ЦУР крупнейших публичных компаний из сектора «Металлы и добыча» (BHP Group, Vale S.A., Anglo American Plc, Polymetal International

Plc и др.) были выбраны наиболее релевантные ЦУР именно для этого сектора и их соответствие ESG-метрикам (Рисунок 2).

Рисунок 2. ЦУР в секторе «Металлы и добыча»

ЦУР в секторе «Металлы и добыча»



Соответствие ЦУР компонентам ESG



Источник: составлено авторами.

Стратегии инклюзивного роста и характеристики компании, следующей стратегиям инклюзивного роста

Согласно исследованию BCG [8] выделяется девять стратегий инклюзивного роста:

- 1) Переосмысление основных направлений деятельности таким образом, чтобы осуществлять вклад в благосостояние общества и, значит, обеспечивать стабильный и долгосрочный Total Shareholder Return (TSR), а не относиться к вопросам социальной ответственности как к непрофильной деятельности.
- 2) Помимо физических продуктов или услуг предоставление также востребованных цифровых решений и форм взаимодействия.
- 3) Осуществление роста только в тех направлениях, где занятие определенной доли на рынке рентабельно, и такими методами, которые отвечают требованиям локальной специфики.
- 4) Дополнение классических цепочек создания ценности динамичными «сетями источников ценности», создающими и осуществляющими на практике решения и формы взаимодействия, которые востребованы потребителями.
- 5) Осуществление инвестиций в лучшие технологии, мультилокальные объекты и центры доставки, которые вместе с возможностями снижения издержек позволят быстро предоставлять кастомизированные предложения.
- 6) Создание глобальной архитектуры данных и формирование аналитических навыков в качестве основы для остальных восьми стратегий.
- 7) Отказ от классической матричной организационной модели в пользу гибких и адаптивных, нацеленных на потребителя команд, деятельность которых обеспечивается возможностями платформ.
- 8) Привлечение, удержание, вдохновение и развитие технологически обученных и заинтересованных работников.

- 9) Построение культуры постоянных изменений вместо классических обособленных инициатив осуществления изменений.

Среди данных стратегий подходящими для компаний сектора «Металлы и добыча» в силу особенностей операционных процессов, по нашему мнению, являются стратегии под номерами 1, 3, 5, 6, 8 и 9.

Далее рассмотрены характеристики компаний, которые следуют стратегиям инклюзивного роста. В соответствии с BCG [8] такие компании должны:

- ставить в приоритет максимизацию Total Societal Impact (TSI), приводящую к росту TSR;
- предлагать кастомизированные, цифровые решения и услуги;
- осуществлять избирательную стратегию роста и присутствия на рынках;
- создавать экосистемы;
- обеспечивать гибкую систему логистики;
- создавать полноценную систему по работе с данными;
- осуществлять agile-подход к управлению;
- проводить постоянные трансформации в ответ на изменившиеся условия и др.

Для компаний, следующих стратегиям инклюзивного роста, свойственен разнообразный состав совета директоров [9], что подкрепляется агентской теорией и стейкхолдерским подходом в отношении того, что совет директоров играет важную роль в повышении уровня инклюзивности компании. В соответствии с агентской теорией разделение роли председателя совета директоров и генерального директора (CEO) больше характерно для компаний, следующих стратегиям инклюзивного роста. Агентская теория утверждает, что совет директоров должен контролировать действия агентов. Если CEO также занимает должность председателя правления, процесс мониторинга не может быть эффективным.

Взаимосвязь инклюзивного роста и особенностей политики финансирования компании

Для исследования взаимосвязи инклюзивного роста и особенностей политики финансирования компаний релевантные научные работы условно были разделены на три подгруппы в соответствии с направлением изучения тематики:

- 1) структура капитала и инклюзивный рост;
- 2) стоимость капитала и инклюзивный рост;
- 3) кредитный рейтинг и инклюзивный рост.

Анализ научных трудов о взаимосвязи показателей инклюзивного роста и структуры капитала компании показал, что отсутствуют однозначные выводы по этой проблематике. В целом авторами [10] подчеркивается, что компании с лучшими показателями корпоративной социальной ответственности (КСО) сталкиваются со значительно меньшими ограничениями на привлечение капитала. Это объясняется двумя факторами. Во-первых, высокие уровни КСО связаны с тесным взаимодействием со стейкхолдерами, что, в свою очередь, значительно снижает вероятность оппортунистического поведения и приводит к более эффективной форме взаимодействия сторон. То есть, взаимодействие со стейкхолдерами на основе взаимного доверия и сотрудничества снижает потенциальные агентские издержки, подталкивая менеджеров к принятию выгодных долгосрочных, а не краткосрочных решений. Во-вторых, фирмы с более высокими показателями КСО более склонны публично раскрывать информацию о деятельности в области КСО и, следовательно, они являются более прозрачными и подотчетными. Более высокие уровни прозрачности снижают информационную асимметрию между компанией и инвесторами, что приводит к снижению риска.

М. Бенлемлин [11] пришел к выводам, что для компаний из США с высокими уровнями КСО характерно большее использование акционерного капитала и краткосрочного долга в финансировании своей деятельности. Для данных компаний свойственно сокращение срока погашения их долга с целью показать их высокое качество и справиться с проблемами чрезмерных инвестиций в КСО. Области КСО, которые в наибольшей степени оказали влияние на сокращение срока погашения долга фирмами, являются разнообразие и взаимодействие с местными сообществами. Впоследствии П. Димитропулос и К. Корониус [12] на основе изучения выборки европейских компаний пришли к схожим выводам: фирмы с высоким уровнем корпоративной экологической ответственности для финансирования деятельности больше полагаются на собственный капитал и краткосрочный долг, чем на долгосрочный долг. Р. Халед и др. [7] указывают на то, что прибыльные, крупные и с меньшей долей заемных средств компании с большей вероятностью демонстрируют высокие показатели инклюзивности.

О. Виларон-Перамато и др. [13], опираясь на агентскую теорию, утверждают, что потребность в высоком долге вызвана механизмом внешнего контроля за инвестициями в КСО, которые используются менеджерами для получения частных выгод, максимизации их функций полезности, снижения критики со стороны акционеров и стейкхолдеров, а также для маскировки их свободы действий в процессе принятия решений.

Г. Эль Амощ и др. [14] отмечают, что увеличение использования средне- и долгосрочного долга связано с высокими ESG-показателями компаний. Менеджмент также старается снизить агентские издержки с помощью уменьшения информационной асимметрии. Для этого осуществляются инвестиции в проекты, связанные с ESG.

В свою очередь, Л. Линдквист и О. Сарик [15] полагают, что инициативы в области устойчивого развития не влияют на структуру капитала компаний. Однако существует значительная взаимосвязь компонента корпоративного управления и коэффициента левериджа: компании с высоким уровнем корпоративного управления проще привлечь долг. Полученные результаты также свидетельствуют, что, видимо, пока вопросы инклюзивности и устойчивости повсеместно не стали важным фактором, учитываемым при принятии финансовых решений. Тем не менее компаниям следует заниматься проектами по повышению уровня инклюзивности, так как они приносят другие выгоды акционерам и стейкхолдерам.

Что касается вопросов стоимости капитала и инклюзивного роста, С. Эль Хоул и др. [16], проанализировав показатели компаний из разных стран, пришли к выводу, что высокие показатели корпоративной экологической ответственности ведут к снижению стоимости акционерного капитала. Успешная деятельность фирмы в области экологии может уменьшить риск компании, увеличить инвестиционную привлекательность компании, что в конечном итоге ведет к снижению стоимости акционерного капитала.

Д. Шоэнмекер и др. [17] высказывают примерно схожие выводы: высокие рейтинги компаний в области экологии и социальной сферы ведут к низкой стоимости капитала. Показатели устойчивого развития влияют на стоимость компаний, повышая оценку компаний через низкую стоимость капитала. Они также утверждают, что ряд внешних факторов оказывают существенное влияние на связь между стоимостью капитала и показателями инклюзивности компаний. К ним отнесены экономические условия, в которых функционирует компания; институциональная среда; культурные особенности.

Т.С. Гонсалес и др. [18] показали, что для компаний с высокими ESG-показателями характерна низкая стоимость акционерного капитала, так как акционеры готовы получать меньшую доходность, если компания инклюзивная. При этом влияние на стоимость долга противоположное. В результате исследования сделан вывод, что высокие показатели компаний в области корпоративного управления и социальной сферы связаны с высокой стоимостью долга. Данный вывод может быть объяснен тем, что кредиторы воспринимают инвестиции в проекты, связанные с инклюзивностью, как не самые эффективные, выгодные и привлекательные, поэтому требуют дополнительную доходность за это.

Рассматривая проблемы кредитного рейтинга и инклюзивного роста, Дж. Дорфлейтнер и Дж. Греблер [19] пришли к выводу, что высокие рейтинги компаний из Северной Америки, Европы и Азии в области экологии и социальной сферы связаны с высокими кредитными рейтингами. Исследование К.Е. Баннера и др. [20] в целом подтверждает этот вывод. Так, высокие рейтинги в области экологии компаний из США снижают их кредитный риск. Для компаний из Европы получены аналогичные результаты, еще одним значимым фактором для снижения кредитного риска оказался высокий рейтинг в области социальной сферы. Г. Ли и др. [21] обосновывают полученные выше результаты и в отношении компаний из Китая. Авторы пришли к выводу, что высокие ESG-рейтинги снижают риск дефолта компаний. Более того, эффект снижения риска увеличивается по мере удлинения временной структуры риска дефолта (с 1 до 12 месяцев). Было также обнаружено, что степень влияния ESG-рейтинга на риск дефолта компании меньше для производственных фирм, чем для непроизводственных фирм.

По итогам анализа научных работ по обозначенной тематике были выявлены следующие проблемы: отсутствует комплексный подход к изучению оценки следования компаниями стратегиям инклюзивного роста, влияния показателей инклюзивного роста на объем и количество выпусков инструментов устойчивого (ответственного) финансирования, исследованию неоднозначного влияния показателей инклюзивного роста на структуру капитала.

Методология исследования

Показатели оценки следования компаниями стратегиям инклюзивного роста

Одна из задач исследования – определение количественных показателей оценки следования компаниями стратегиям инклюзивного роста. За основу был взят подход, описанный в работе Р. Халеда и др. [7]. Так, авторы полагают, что следование стратегиям инклюзивного роста неразрывно связано с достижениями ЦУР, оценку которых в свою очередь помогают определить ESG-метрики/рейтинги.

Многие международные организации (S&P, MSCI, Refinitiv, Sustainalytics и др.) составляют комплексные ESG-рейтинги публичных компаний, базирующиеся на множестве показателей, которые имеют разные веса в итоговом рейтинге в зависимости от отраслевой принадлежности. Сам по себе ESG-рейтинг компании напрямую не отражает оценку достижения ею ЦУР и следования стратегиям инклюзивного роста, но при этом отдельные показатели, являющиеся составной частью итогового рейтинга, могут быть использованы для данной цели.

Мы считаем, что понятие «инклюзивность» шире показателей ESG-рейтингов. Оценка следования компанией стратегиям инклюзивного роста включает не только деятельность в области окружающей среды (E), социальной сферы (S) и корпоративного управления (G), но и бизнес-стратегию и особенность внешней среды (макроэкономическая ситуация, институциональная среда, государственная политика в странах присутствия и т.п.).

Таким образом, для измерения оценки следования компаниями стратегиям инклюзивного роста было выделено пять направлений, которые характеризуют определенные аспекты инклюзивности: 1) окружающая среда; 2) социальная сфера; 3) корпоративное управление; 4) инклюзивность стран присутствия компании; 5) бизнес-стратегия.

К показателям, характеризующим первое направление, нами отнесен ряд компонентов из Refinitiv ESG Score (шкала от 0 до 100, чем выше значение, тем выше достижения компании в соответствующем направлении):

- Emissions Score (показывает достижения компании в области снижения выбросов в окружающую среду в процессе операционной деятельности);
- Resource Use Score (отражает достижения компании в снижении использования материалов, энергии или воды, а также в поиске экологически эффективных решений за счет совершенствования управлением цепочками поставок).

Ко второму направлению отнесены другие компоненты Refinitiv ESG Score:

- Workforce Score (характеризует достижения компании в части улучшения безопасности рабочих мест, повышения квалификации и образования работников, а также удовлетворенности работой);

- Human Rights Score (отражает достижения компании в части улучшения прав человека);
- Community Score (показывает достижения компании в области повышения качества жизни местных сообществ);
- Product Responsibility Score (характеризует достижения компании в создании качественной и безопасной продукции или услуги).

К третьему направлению отнесен Governance Score (компонент из Refinitiv ESG Score), отражающий уровень и качество корпоративного управления в компании.

Все приведенные выше показатели для полной и объективной оценки корректируются на значение Refinitiv ESG Controversies Score, который учитывает наличие противоречий в части ESG между данными из публичных отчетов компаний с информацией в публичном поле. Если базовое значение показателя по компоненту из Refinitiv Score выше значения Controversies Score, то оно корректируется путем усреднения этих значений. В других случаях данная поправка не производится.

К четвертому направлению отнесен показатель Country SDG Index Score от The UN Sustainable Development Solutions Network, который характеризует достижения ЦУР в странах присутствия компаний (шкала от 0 до 100, чем выше значение, тем выше уровень достижения ЦУР).

Пятое направление характеризует McKinsey Corporate Horizon Index (CHI) – комплексный показатель, состоящий из пяти индикаторов: уровня инвестиций, качества прибыли, роста рентабельности, повышения прибыли на акцию (EPS) и управления прибылью [22]. Данный индекс позволяет определить тип компании исходя из стратегии, которой она придерживается. Если полученное значение индекса больше 50 (шкала от 0 до 100), то она считается «дальнозоркой», меньше 50 – «близорукой». «Дальнозоркие» компании ориентированы на создание стоимости в долгосрочной перспективе, а «близорукие» компании действуют краткосрочно на основе текущей рыночной конъюнктуры. «Дальнозоркие» компании также больше, качественнее и последовательнее инвестируют, они не злоупотребляют созданием бухгалтерской («бумажной») прибыли, попытками превысить консенсус прогноз аналитиков по EPS по сравнению с «близорукими».

Постановка гипотез исследования

Мы сформировали пять гипотез в соответствии с представленной в обзоре литературы классификацией. Первые три гипотезы (H1, H2.1, H2.2) относятся к исследованию вопросов о взаимосвязи инклюзивного роста и структуры капитала.

H1. Для компаний из сектора «Металлы и добыча», следующих стратегиям инклюзивного роста, характерно большее использование заемного капитала (они имеют высокий левверидж), т.е. существует положительная взаимосвязь показателей инклюзивного роста и уровня леввериджа (коэффициентом D/E).

Мы считаем, что высокий уровень инклюзивности позволяет компаниям снизить финансовые, операционные и репутационные риски, повысить долгосрочную устойчивость бизнеса, улучшить позиции на рынке, а также стать более инвестиционно привлекательными, а значит использовать больший объем долга для финансирования деятельности, включая проекты, связанные с инклюзивностью.

В научной литературе нет однозначного вывода об оценке влияния показателей инклюзивного роста на структуру капитала. Так, схожие гипотезы тестировались в работах О. Виларон-Перамато и др. [13], Г. Эль Амоша и др. [14]. Внихавторы подтвердили наличие положительной взаимосвязи показателей инклюзивного роста и уровня левериджа. При этом тестирование подобной гипотезы в исследовании Л. Линдквиста и О. Сарика [15] показало, что взаимосвязь инициатив в области устойчивого развития и структуры капитала отсутствует. Однако в других исследованиях [11; 12] отмечается, что существует отрицательная взаимосвязь: компании с высокими уровнями инклюзивности полагаются больше на акционерный капитал.

H2.1. Для компаний из сектора «Металлы и добыча», следующих стратегиям инклюзивного роста, характерно большее использование инструментов устойчивого (ответственного) финансирования, т.е. существует положительная взаимосвязь показателей инклюзивного роста и объемов выпусков инструментов устойчивого (ответственного) финансирования.

H2.2. Для компаний из сектора «Металлы и добыча», следующих стратегиям инклюзивного роста, присуще большее использование инструментов устойчивого (ответственного) финансирования, т.е. существует положительная взаимосвязь показателей инклюзивного роста и количества выпусков инструментов устойчивого (ответственного) финансирования.

Под инструментами устойчивого (ответственного) финансирования понимаются зеленые, социальные, устойчивые, адаптационные облигации и кредиты, а также облигации и кредиты с привязкой к ЦУР, климатического перехода. Данные гипотезы ранее не исследовались, но мы предполагаем, что компании, следующие стратегиям инклюзивного роста, могут расширить пул своих источников финансирования за счет использования таких инструментов. Это позволит компаниям в полном объеме осуществлять инвестиционные проекты в области инклюзивного развития.

Гипотеза H3 посвящена оценке влияния инклюзивного роста на средневзвешенную стоимость капитала (WACC).

H3. Для компаний из сектора «Металлы и добыча», следующих стратегиям инклюзивного роста, характерна низкая средневзвешенная стоимость капитала (WACC), т.е. существует отрицательная взаимосвязь показателей инклюзивного роста и WACC.

Наши предположения, рассмотренные в рамках H1, можно продолжить следующим тезисом: высокий уровень инклюзивности позволяет компаниям снизить капитал из-за низких рисков.

Исследования С. Эль Гоула и др. [16], Д. Шоенмейкера и др. [17], Т.С. Гонсалеса и др. [18] в целом подтверждают наличие отрицательной взаимосвязи показателей инклюзивного роста и стоимости капитала.

Гипотеза H4 относится к исследованию взаимосвязи инклюзивного роста и кредитного рейтинга.

H4. Для компаний из сектора «Металлы и добыча», следующих стратегиям инклюзивного роста, характерен высокий кредитный рейтинг, т.е. существует положительная взаимосвязь показателей инклюзивного роста и уровня кредитного рейтинга.

Данное предположение также согласуется с обозначенными выше тезисами: для компаний с высоким уровнем инклюзивности характерны низкие уровни финансового и

операционного рисков, что ведет к высоким уровням кредитного рейтинга.

Исследования Дж. Дорфлейтнера и Дж. Греблера [19], С.Е. Баннера и др. [20], Г. Ли и др. [21] показали, что высокие показатели компаний в области инклюзивного роста связаны с высокими кредитными рейтингами и низкими рисками дефолта.

Описание переменных

Для тестирования гипотезы H1 в качестве зависимой переменной, отражающей уровень левериджа, был взят коэффициент D/E (Book D/E). Он представляет собой отношение общего долга к акционерному капиталу, рассчитанное на основе бухгалтерских показателей из отчетности.

Для проверки гипотез H2.1 и H2.2 независимыми переменными выступали денежный объем (Volume of Sustainable Financing) и количество (Number of Sustainable Financing) использования инструментов устойчивого (ответственного) финансирования соответственно. Для этого из базы данных Refinitiv были взяты все зеленые, социальные, устойчивые, адаптационные облигации и кредиты, а также облигации и кредиты с привязкой к ЦУР, климатического перехода.

В рамках исследования гипотезы H3 зависимой переменной была средневзвешенная стоимость капитала в долл. США (WACC) из базы данных Refinitiv.

Для тестирования гипотезы H4 в качестве зависимой переменной был взят вмененный кредитный рейтинг компаний (Implied Credit Rating), рассчитанный на основе сопоставления Interest Coverage Ratio компаний с уровнем кредитного спреда по таблице А. Дамодарана.

На основе проведенного ранее анализа для тестирования всех гипотез в качестве независимых переменных, являющихся показателями оценки следования компаниями стратегиям инклюзивного роста, были взяты компоненты из Refinitiv ESG Score с учетом корректировки на Refinitiv ESG Controversies Score, а также Country SDG Index Score и McKinsey Corporate Horizon Index.

В качестве одной из фиктивных переменных был использован тип экономики страны присутствия компаний (Economy Type, где 1 – развитая страна, 0 – развивающаяся страна) для исследования потенциального влияния в зависимости от того, в какой стране оперирует компания.

Принадлежность компании к подотрасли тоже была определена в качестве фиктивной переменной (SubIndustry).

Кроме того, были использованы следующие контрольные переменные:

- размер (Size), рассчитанный как натуральный логарифм от общей величины активов;
- прибыльность (Profitability), представляющая собой рентабельность по EBIT;
- рост (Growth) в виде показателя Tobin Q Ratio;
- интенсивность капитальных вложений (CapEx Intensity), рассчитанная как отношение величины капитальных вложений к общей величине активов компании.

Исходя из анализа литературы, мы полагаем, что крупные компании (те, у кого больше величина активов) обладают стабильным уровнем денежного потока, большим запасом прочности, обеспечивают высокий уровень раскрытия информации, могут предоставить достаточный объема залога, а следовательно, обладают низкой вероятностью

банкротства, что позволяет им иметь высокие кредитные рейтинги, потенциально привлекать больше заемного капитала и иметь низкую стоимость капитала.

Согласно концепции «порядка финансирования» (Pecking Order Theory), благодаря высокой прибыльности компании имеют достаточный уровень операционного денежного потока, чтобы финансировать свою деятельность, а значит, им требуется меньше заемного капитала. Такие компании в большинстве своем имеют высокие уровни кредитного рейтинга и низкую стоимость капитала. В соответствии с этой концепцией для компаний с высоким ожидаемым темпом роста характерно большее использование заемного капитала, так как часто им не хватает внутренних ресурсов для финансирования деятельности. Стоимость капитала обычно больше из-за нестабильности денежных потоков и повышенных рисков в части реализации намеченного роста. Такие компании имеют и низкие кредитные рейтинги. Во время цикла повышенных капитальных вложений компания может привлекать больше долга для реализации инвестиционных проектов. Влияние на уровень кредитного рейтинга и стоимость капитала зависит от рыночной конъюнктуры и финансовых показателей компании и его сложно определить.

Дополнительно в рамках тестирования гипотезы H3 в качестве контрольной переменной взята величина инвестированного капитала (Invested Capital), так как для крупных компаний характерна низкая стоимость капитала за счет большей стабильности этих компаний и низких рисков.

При исследовании гипотезы H4 дополнительной контрольной переменной являлся коэффициент D/E (Book D/E), поскольку обычно при прочих равных с ростом уровня левериджа компании снижается ее уровень кредитного рейтинга.

Эмпирическое исследование: эконометрика

Выборка для исследования

Объектами исследования в данной работе являются крупнейшие по рыночной капитализации в 2021 г. публичные компании в мире из сектора «Металлы и добыча». Финансовые и нефинансовые данные были взяты из информационно-аналитической системы Refinitiv, а также из Investing, Reuters, Damodaran, the UN Sustainable Development Solutions Network. Все финансовые показатели представлены в долларах США.

В работе рассматривается временной промежуток с 2016 по 2021 г. Это обусловлено тем, что с 2016 г. страны взяли на себя обязательство начать работать над достижением ЦУР [4], а также именно с 2016 г. стала набирать широкую популярность в мире ESG-повестка, в том числе ESG-рейтинги. Верхняя граница выбранного промежутка объясняется тем, что на момент проведения исследования большинство анализируемых компаний не опубликовали финансовые результаты за 2022 г.

В выборку включены только те компании, по которым отсутствуют пропуски данных за период с 2016 по 2021 г. После исключения компаний, по которым есть пропуски данных, осталось 212 компаний, релевантных для анализа. Итого за шестилетний период рассмотрено 1272 наблюдения.

Полученная выборка достаточно диверсифицирована по типу экономики страны присутствия компаний, а также по подотраслям. Большинство компаний относится к развитым странам (~60%). Подотрасли «Черная металлургия» и «Диверсифицированная корзина металлов» – самые пространственные (на них приходится около 60% от всего объема выборки).

Показатели каждой компании рассмотрены в динамике за шесть лет, вследствие чего выборка имеет структуру панельных данных. Описательная статистика приведена в приложении 1. Панельная структура имеет как преимущества, так и недостатки. С одной стороны, благодаря специфическим методам оценки, возможным только при панельной структуре данных, исключается проблема возможной смещенности оценок, обусловленная индивидуальными особенностями отдельно взятой компании. С другой стороны, панельная структура не оценивает неизменные во времени переменные (например, подотрасль или тип экономики страны, в которой компания ведет операционную деятельность). Данная проблема устранена с помощью использования фиктивных переменных для подотрасли и типа экономики страны.

В данном исследовании построено несколько моделей, являющихся оптимальными для проверки выдвинутых гипотез: модель со случайными эффектами, модель с фиксированными эффектами, объединенная модель панельных данных, тобит-модель и упорядоченная логит-модель. Таким образом, полученные результаты установят взаимосвязь показателей инклюзивности и особенностей финансовой политики компаний или продемонстрируют ее отсутствие.

Результаты исследования

Анализ взаимосвязи показателей инклюзивного роста и уровня левериджа (H1)

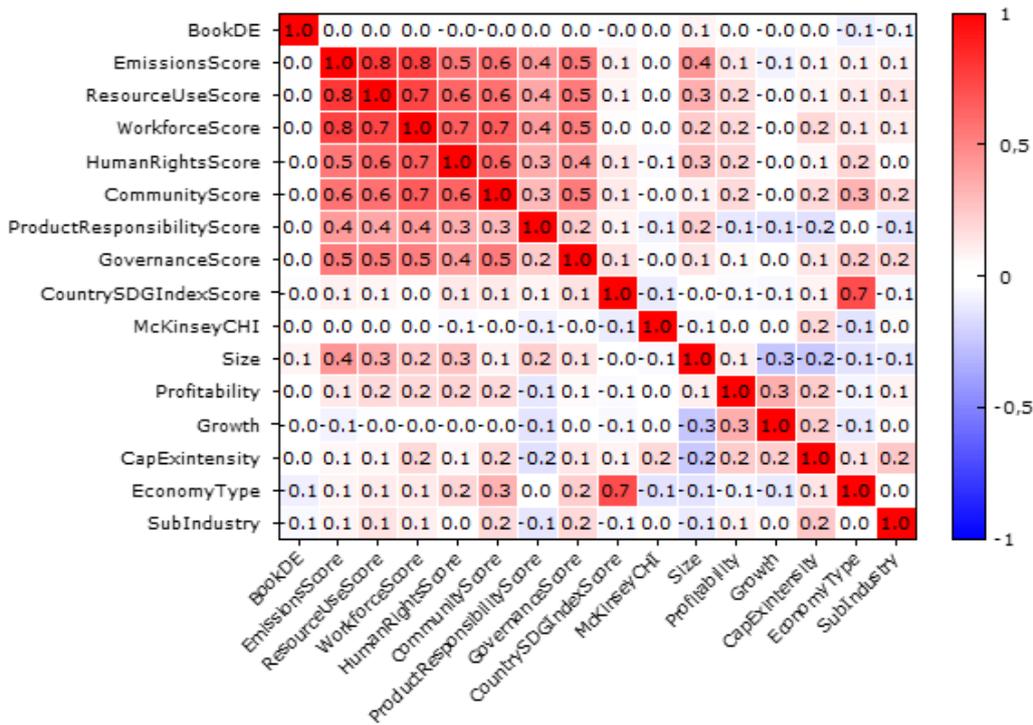
Для тестирования данной гипотезы была построена модель случайных эффектов, наилучшим образом отражающая взаимосвязь показателей инклюзивного роста и уровня левериджа (коэффициент D/E). Для анализа взаимосвязи необходимо построить регрессию между переменной Book D/E, а также показателями инклюзивности и другими финансовыми метриками компаний. Первый шаг – рассмотрение корреляционной матрицы для исключения возможной мультиколлинеарности переменных (Рисунок 3).

Согласно методу инфляционных факторов, существенная мультиколлинеарность в данных отсутствует. Оптимальная модель для анализа был выбрана посредством теста на спецификацию панели (Таблица 1).

Таким образом, согласно проведенному анализу, далее целесообразно рассматривать модель со случайными эффектами. Модель была построена с учетом фиктивных переменных времени, однако тест Вальда не позволил отвергнуть гипотезу об отсутствии временных эффектов (р-значение 0.47), поэтому было принято решение их исключить из-за незначимости. Из переменных, отражающих инклюзивность, значим только Resource Use Score на 10%-м уровне. Из других переменных значимы размер компании и тип экономики страны на 1%-м уровне, а также подотрасль «Диверсифицированная корзина металлов» на уровне 5%.

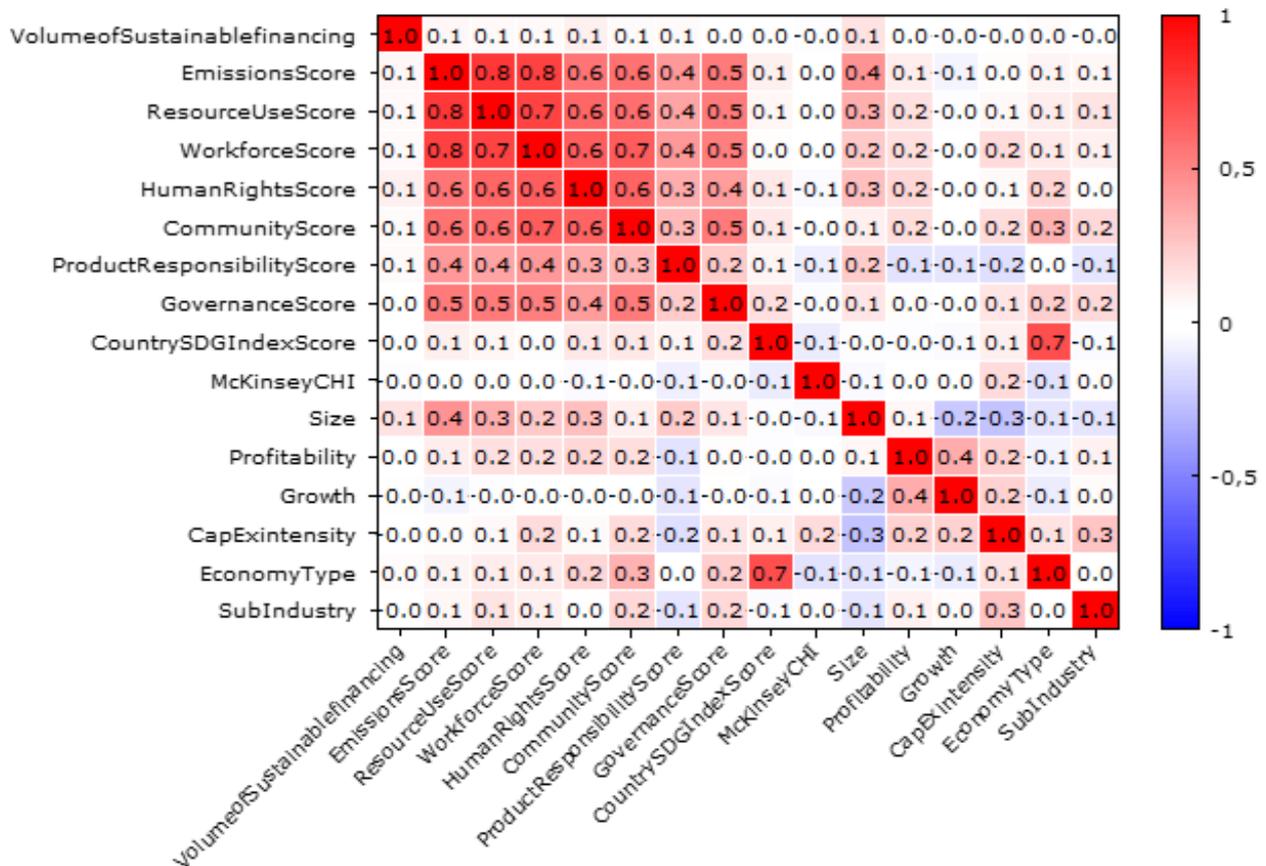
Анализ взаимосвязи показателей инклюзивного роста и объема выпусков инструментов устойчивого (ответственного) финансирования (H2.1)

Рисунок 3. Корреляционная матрица (для гипотезы H1)



Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

Рисунок 4. Корреляционная матрица (для гипотезы H2.1)



Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

Таблица 1. Спецификация панели (для гипотезы H1)

Тест	Р-значение	Нулевая гипотеза	Требуемая модель
Совместная значимость различий в групповых средних	0.01	Адекватность объединенной модели панельных данных	Модель с фиксированными эффектами
Статистика Бройша – Пэгана	0.03	Адекватность объединенной модели панельных данных	Модель со случайными эффектами
Тест Хаусмана	0.75	Отсутствие корреляции между индивидуальными эффектами и регрессорами	Модель со случайными эффектами

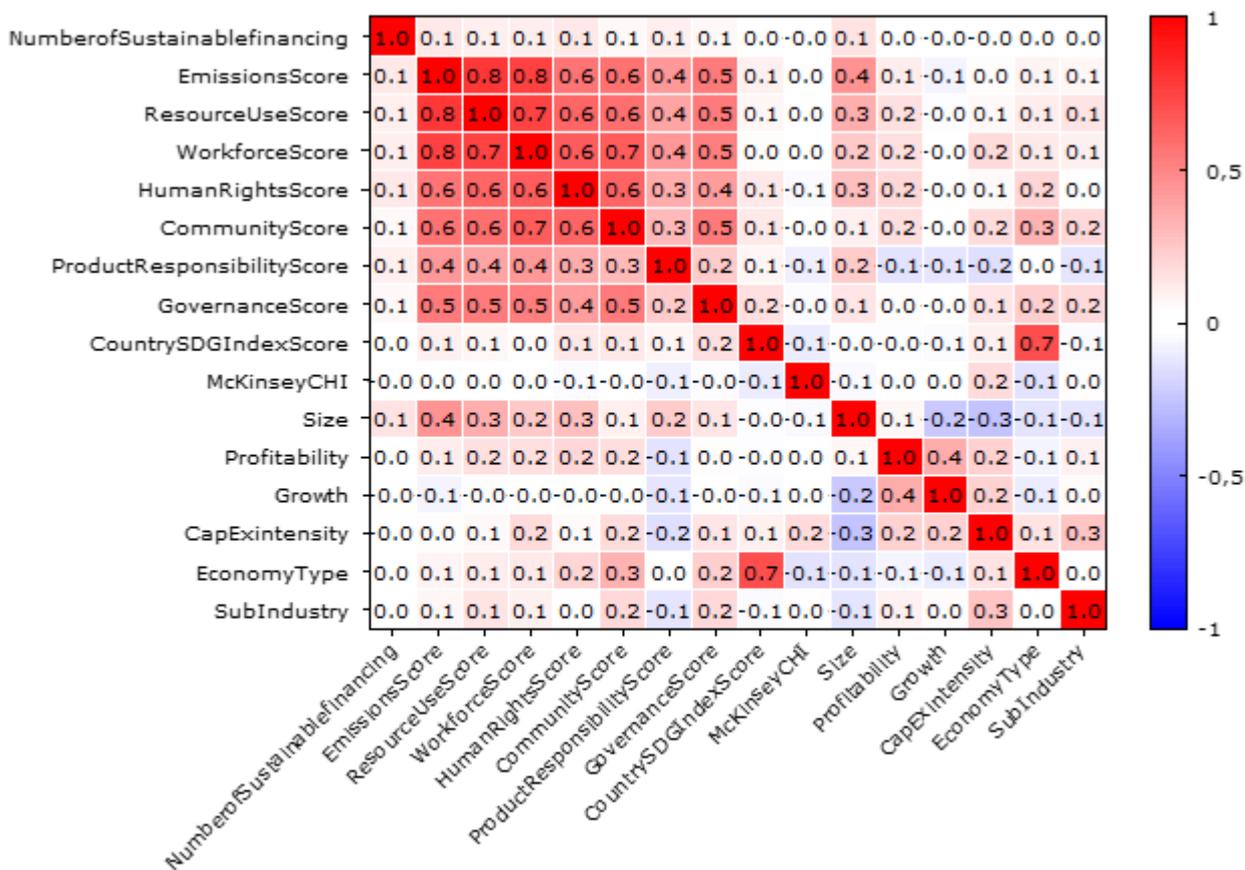
Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

Таблица 2. Спецификация панели (для гипотезы H2.1)

Тест	Р-значение	Нулевая гипотеза	Требуемая модель
Совместная значимость различий в групповых средних	0.47	Адекватность объединенной модели панельных данных	Объединенная модель панельных данных
Статистика Бройша – Пэгана	0.56	Адекватность объединенной модели панельных данных	Объединенная модель панельных данных

Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

Рисунок 5. Корреляционная матрица (для гипотезы H2.2)



Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

Для тестирования гипотезы H2.1 были проанализированы панельные модели и выбрана наилучшая модель, отражающая взаимосвязь показателей инклюзивности и объема привлеченного устойчивого (ответственного) финансирования.

В качестве первого шага анализа была построена корреляционная матрица для выявления потенциальной мультиколлинеарности в данных (Рисунок 4).

Анализ методом инфляционных факторов иллюстрирует отсутствие существенной мультиколлинеарности в данных. Для выбора в пользу наилучшей модели для анализа был проведен тест на спецификацию панели (Таблица 2).

В объединенной модели панельных данных модели временные эффекты оказались значимыми, поэтому было принято решение оставить их в качестве регрессоров, что было подтверждено тестом Вальда на совместную значимость фиктивных переменных для временных периодов: р-значение 0.02. Согласно результатам, значима фиктивная переменная для 2019 г. на уровне 5% и фиктивная переменная для 2021 г. на 1%-м уровне. Отсутствует взаимосвязь показателей инклюзивности и объема привлеченного устойчивого (ответственного) финансирования. В то же время такие переменные, как размер компании и тип экономики страны, значимы на 1%-м и 5%-м уровнях соответственно.

Анализ взаимосвязи показателей инклюзивного роста и количества выпусков инструментов устойчивого (ответственного) финансирования (H2.2)

Зависимой переменной в данной модели является количество выпусков инструментов устойчивого финансирования

(выступающее целым числом и принимающее значения от 0 до 4). Компании принимают решение о выпуске инструментов устойчивого (ответственного) финансирования при достижении определенных успехов в области инклюзивности. При этом другие компании могут находиться на иных уровнях инклюзивности и не использовать инструменты устойчивого развития или не находить для себя преимуществ в таких выпусках в данный момент. Таким образом, выборка цензурирована, что позволяет выбрать *тобит-модель* в качестве наиболее предпочтительной.

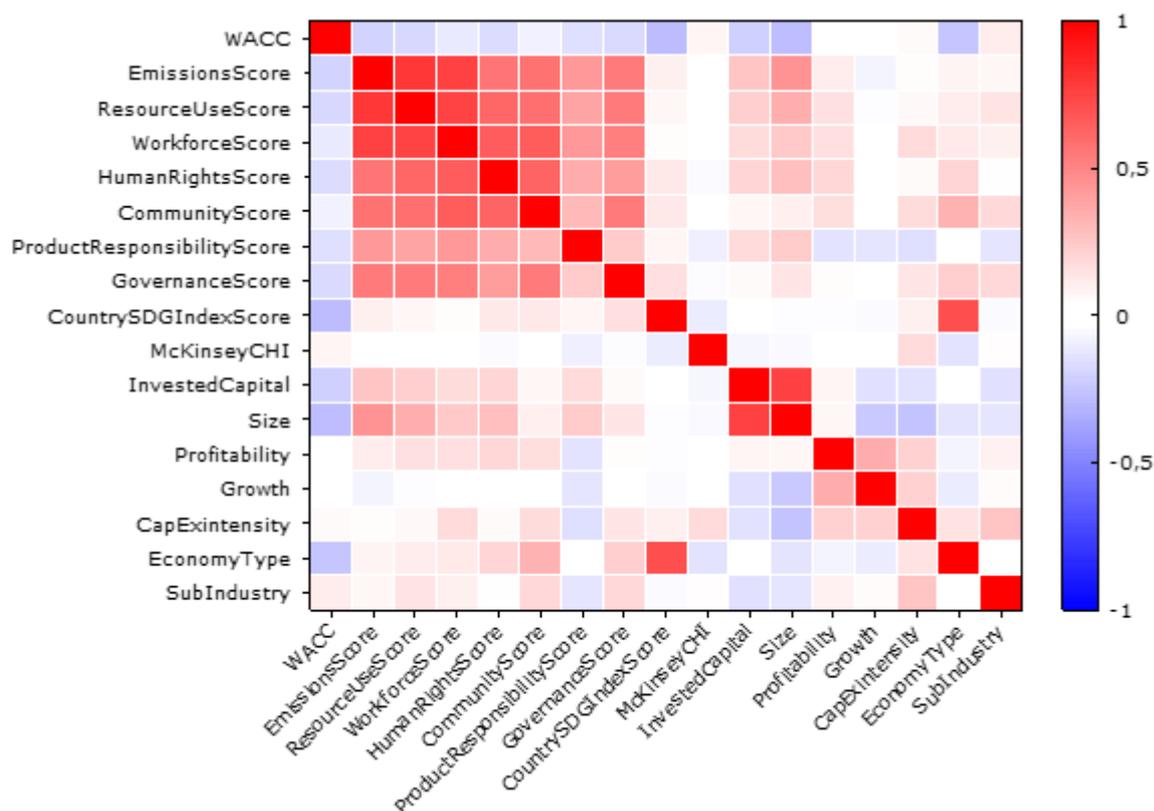
Для проверки отсутствия мультиколлинеарности была построена корреляционная матрица (Рисунок 5).

Отсутствие существенной мультиколлинеарности в данных также демонстрирует метод инфляционных факторов. При тестировании данной гипотезы временные эффекты оказались незначимыми, поэтому было принято решение исключить их из модели, что также было подтверждено тестом Вальда на совместную значимость фиктивных переменных для временных периодов. Показатель Human Rights Score значим на 1%-м уровне. Переменные размера компании, а также подотрасль «Прочие драгоценные металлы» значимы на 1%-м уровне. Подотрасль «Диверсифицированная корзина металлов» значима на 5%-м уровне.

Анализ взаимосвязи показателей инклюзивного роста и средневзвешенной стоимости капитала (H3)

Для анализа данной гипотезы была построена модель с фиксированными эффектами, полно отражающая взаимосвязь показателей инклюзивного роста и средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Сначала была построена корреляционная матрица (Рисунок 6).

Рисунок 6. Корреляционная матрица (для гипотезы H3)



Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

Таблица 3. Спецификация панели (для гипотезы Н3)

Тест	P-значение	Нулевая гипотеза	Требуемая модель
Совместная значимость различий в групповых средних	2.10–123	Адекватность объединенной модели панельных данных	Модель с фиксированными эффектами
Статистика Бройша – Пэгана	2.10–177	Адекватность объединенной модели панельных данных	Модель со случайными эффектами
Тест Хаусмана	5.10–006	Отсутствие корреляции между индивидуальными эффектами и регрессорами	Модель с фиксированными эффектами

Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

Анализ методом инфляционных факторов также показал отсутствие существенной мультиколлинеарности в данных.

Согласно тесту на спецификацию панели, была определена модель, которая использовалась для тестирования взаимосвязи показателей инклюзивности и средневзвешенной стоимости капитала. Тест на спецификацию панели представлен в Таблице 3.

Далее использовалась модель с фиксированными эффектами. При тестировании данной гипотезы временные эффекты оказались значимыми, поэтому было принято решение оставить их в качестве регрессоров.

Результаты модели явно иллюстрируют значимость независимой переменной инклюзивности Emissions Score на уровне 5% и Community Score на уровне 10%. Такие пере-

менные, как размер компании, показатель роста и фиктивные переменные времени, для 2017, 2018, 2020 и 2021 гг. показали значимость на уровне 1%.

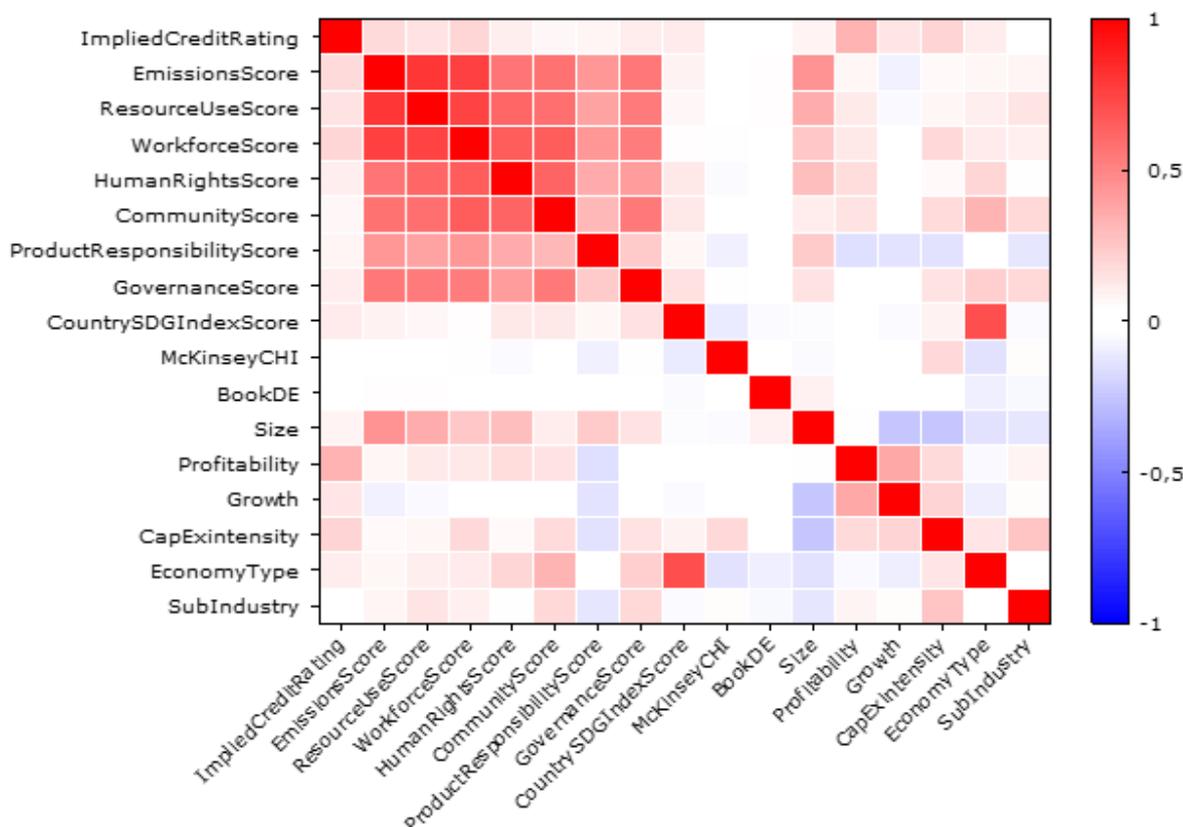
Анализ взаимосвязи показателей инклюзивного роста и уровня кредитного рейтинга (Н4)

В данной модели зависимая переменная – кредитный рейтинг компании (Implied Credit Rating). Переменная является дискретной и принимает значения от 1 до 15, где 1 – наихудший рейтинг, а 15 – наилучший рейтинг.

Согласно логике построения модели с кредитным рейтингом в качестве зависимой переменной наиболее корректно использовать упорядоченную логит-модель, так как количество значений зависимой переменной конечно и ранжировано.

В качестве первого шага в анализе регрессии была сформирована корреляционная матрица (Рисунок 7).

Рисунок 7. Корреляционная матрица (для гипотезы Н4)



Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

Методом инфляционных факторов было определено, что существенная мультиколлинерность в данных отсутствует. В логит-модели временные эффекты оказались незначимыми, вследствие чего было принято решение исключить их в качестве регрессоров. Согласно результатам модели, независимые переменные инклюзивности Workforce Score, Community Score, Product Responsibility Score значимы на 1%-м уровне. Переменные Human Rights Score и McKinsey CHI значимы на 5%-м уровне, а Emissions Score – на 10%-м уровне. Такие переменные, как Profitability, CapEx Intensity и Economy Type, значимы на 1%-м уровне.

Интерпретация результатов

По результатам эконометрического исследования был сделан вывод о том, что большинство показателей инклюзивности не оказывают влияния на политику финансирования компаний.

Таким образом, в реальности бизнес не всегда действует в соответствии с выдвинутыми теориями. Во многом это зависит от подотрасли, в которой функционирует компания, от страновой специфики, культурных особенностей, институциональной среды, а также от внутренних факторов, например особенностей ведения бизнеса отдельно взятой компанией. Обобщенно полученные результаты представлены в Таблице 4, в которой проиллюстрировано влияние независимых, контрольных и фиктивных переменных на зависимую переменную.

Таблица 4. Результаты эконометрического исследования: итоговая таблица со знаками перед коэффициентами

Обозначение показателя	Гипотеза				
	H1	H2.1	H2.2	H3	H4
Модель					
	RE	Pooled	Tobit	FE	Ordered logit
Зависимая переменная					
	Book D/E	Sustainable financing		WACC	Implied Credit Rating
		Volume	Number		
Независимые переменные					
Emissions Score	–	–	+	+**	+*
Resource Use Score	+*	–	–	–	–
Workforce Score	–	+	+	+	+***
Human Rights Score	–	+	+***	–	–**
Community Score	+	+	–	–*	–***
Product Responsibility Score	+	–	+	+	+***
Governance Score	+	–	+	+	+
Country SDG Index Score	+	–	+	–	+
McKinsey CHI	+	–	+	+	–**
Invested Capital (H3)				+	
Book D/E (H4)					–
Контрольные переменные					
Size	+***	+***	+***	–***	+
Profitability	–	–	+	–	+***
Growth	–	–	+	–***	+
CapEx Intensity	+	+	+	–	+***
Фиктивные переменные					
Economy Type	–***	+**	–		+***

Обозначение показателя	Гипотеза				
	H1	H2.1	H2.2	H3	H4
	Модель				
	RE	Pooled	Tobit	FE	Ordered logit
	Зависимая переменная				
	Book D/E	Sustainable financing	WACC	Implied Credit Rating	
DSubIndustry_1: диверсифицированная корзина металлов	+	–	–**		+
DSubIndustry_2: черная металлургия	+	–	–		+
DSubIndustry_3: медь	+	–	–		+
DSubIndustry_4: золото	+	–	–		–
DSubIndustry_5: прочие драгоценные металлы (за исключением золота и серебра)	–	–	–***		+
DSubIndustry_6: алюминий	–	+	–		+
Фиктивная переменная для 2017 г.		–		+	***
Фиктивная переменная для 2018 г.		+		+	***
Фиктивная переменная для 2019 г.		+		+	**
Фиктивная переменная для 2020 г.		+		–	***
Фиктивная переменная для 2021 г.		+		–	***

Примечание: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$;

RE – случайные эффекты, FE – фиксированные эффекты, Pooled – объединенная модель панельных данных, Tobit – тобит-модель, Ordered logit – упорядоченная логит-модель.

Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

Таким образом, результаты эконометрического исследования в рамках гипотезы H1 показали, что восемь из девяти показателей инклюзивности не влияют на уровень левиреджа (коэффициент D/E) компаний. В целом были подтверждены выводы работы Л. Линдквиста и О. Сарика [15], в которой авторы также не обнаружили взаимосвязи инициатив в области устойчивого развития и структуры капитала. Положительная взаимосвязь была обнаружена только с показателем Resource Use Score (10%-й уровень значимости). Таким образом, чем выше значение данного показателя у компании, тем выше ее значение Book D/E. Мы полагаем, что компании, показывающие высокие достижения в части ресурсоэффективности производственных процессов, могут таким образом снизить финансовые, операционные и репутационные риски, повысить долгосрочную устойчивость бизнеса, стать инвестиционно привлекательными, а значит привлекать больший объем долга для финансирования деятельности, включая проекты, связанные с инклюзивностью.

Результаты анализа гипотезы H2.1, где в качестве зависимой переменной выступает объем привлеченного устойчивого (ответственного) финансирования, показали, что ни один из показателей инклюзивности не является значимым, т.е. гипотеза была отвергнута.

При тестировании гипотезы H2.2 было обнаружено, что только показатель Human Rights Score влияет на количество инструментов устойчивого (ответственного) финансирования. Данная взаимосвязь положительная (1%-й уровень значимости). Это можно объяснить тем, что уровень достижений компании в области улучшения прав человека является важным критерием при потенциальном привлечении инструментов устойчивого (ответственного) финансирования. Отсутствие влияния большинства показателей инклюзивности на объем и количество выпусков устойчивого (ответственного) финансирования можно объяснить тем, что ESG-повестка сильно активизировалась лишь в последние годы (начиная с 2019 г.), а так как привлечение устойчивого финансирования – небыстрый процесс, компании не привлекли достаточного объема финансирования в анализируемом промежутке времени. Возможно, при исследовании длинного временного периода будут получены другие результаты.

Результаты исследования в рамках гипотезы H3 показали, что из девяти показателей инклюзивности на средневзвешенную стоимость капитала (WACC) оказали влияние только две независимые переменные – Emissions Score и Community Score. Частично наши результаты подтверждают тезис Д. Шоэнмейкера и др. [17] о том, что на стоимость

капитала оказывают влияние другие внешние факторы: экономические и рыночные условия, в которой функционирует компания; институциональная среда; культурные особенности. На динамику WACC компаний повлиял уровень безрисковой ставки, о чем свидетельствует значимость фиктивных переменных на определенные годы.

Emissions Score имеет положительную взаимосвязь (на уровне значимости 5%) с WACC. Вероятно, компании с высоким Emissions Score уже достаточно инвестировали в проекты по снижению выбросов, поэтому им не требуется дополнительное финансирование (в большей части заемное) для осуществления мероприятий, которые приводят к росту Emissions Score. Акционеры и кредиторы воспринимают инвестиции таких компаний в проекты, связанные с дополнительным снижением выбросов, как не самые эффективные, выгодные и привлекательные, поэтому требуют дополнительную доходность за это.

Показатель Community Score имеет отрицательную взаимосвязь с WACC и значим на уровне 10%. Мы полагаем, что данный показатель является важным для инвесторов, так как многие крупные компании обладают активами с богатой ресурсной базой, которые расположены в отдаленных, заповедных, социально-экономически и инфраструктурно неразвитых локациях, где необходимо повышать качество жизни местных сообществ. Поэтому для компаний, достигших в этой области успехов, инвесторы и кредиторы согласны на меньшую требуемую доходность.

Результат тестирования гипотезы H4 показал, что большая часть показателей инклюзивного роста (шесть из девяти) влияет на уровень кредитного рейтинга компании. Была обнаружена положительная взаимосвязь между Workforce Score (на уровне значимости 1%), Product Responsibility Score (на уровне значимости 1%) и Emissions Score (на уровне значимости 10%) и уровнем кредитного рейтинга. Таким образом, в некоторой степени были подтверждены выводы из исследований Дж. Дорфлейтнера и Дж. Греблера [19], С.Е. Банниера и др. [20], Г. Ли и др. [21] о том, что высокие показатели компаний в области инклюзивного роста связаны с высокими кредитными рейтингами и низкими рисками дефолта. Вероятно, при присвоении компании кредитного рейтинга рейтинговые агентства учитывают и показатели инклюзивности, среди которых наиболее значимыми, позволяющими снизить уровень риска, были признаны успехи компаний в области улучшения безопасности рабочих мест, создания качественной и безопасной продукции, а также в части снижения уровня выбросов загрязняющих веществ.

Однако был также обнаружен знак «-» у показателей Community Score (на уровне значимости 1%), Human Rights Score (на уровне значимости 5%), McKinsey CHI (на уровне значимости 5%). Возможно, что инвестиции компаний в проекты, связанные с дополнительным улучшением показателей в первых двух областях, воспринимаются как не самые эффективные, выгодные и привлекательные, поэтому несут больше рисков, в том числе финансовых, что приводит к более низкому кредитному рейтингу. Отрицательная взаимосвязь McKinsey CHI и уровня кредитного рейтинга вызвана тем, что при определении кредитного рейтинга ориентируются в большей степени на краткосрочные показатели, на текущую ситуацию в компании, когда как высокое значение McKinsey CHI свидетельствует о том, что компания сфокусирована на достижении успехов в долгосрочном периоде.

Таким образом, было протестировано пять гипотез в рамках эконометрического исследования взаимосвязи показателей инклюзивного роста и особенностей политики финансирования компаний из сектора «Металлы и добыча». Анализ показал, что только отдельные показатели инклюзивности влияют на зависимую переменную. Это можно объяснить тем, что компании из данного сектора лишь начинают следовать стратегиям инклюзивного роста, а данный переход происходит не самыми быстрыми темпами.

Эмпирическое исследование: кейс-метод

Отбор компаний для анализа

Для выбора компаний для дальнейшего анализа были взяты 20 крупнейших по рыночной капитализации в 2021 г. публичных компаний в мире из сектора «Металлы и добыча». Для каждой компании также приведены показатели оценки следования компаниями стратегиям инклюзивного роста в 2021 г.: Emissions Score, Resource Use Score, Workforce Score, Human Rights Score, Community Score, Product Responsibility Score, Governance Score, Country SDG Index Score, McKinsey CHI.

Путем усреднения данных значений нами был выведен сводный индекс инклюзивности (Inclusivity Index), по которому и были ранжированы компании (приложение 2).

Для целей анализа было выбрано три компании: Anglo American Plc (Великобритания) – одна из компаний-лидеров со значением сводного показателя Inclusivity Index 61.77; Vale S. A. (Бразилия) – компания со значением ниже среднего (50.30); ПАО «ГМК Норильский никель» (Россия) – компания, у которой также значение показателя Inclusivity Index ниже среднего (48.02). Выбор именно этих компаний обусловлен следующими причинами:

- 1) Компании имеют диверсифицированную корзину добываемых металлов, что делает компании сопоставимыми по бизнес-профилю и потенциальным ESG-рискам.
- 2) Компании придерживаются высокого раскрытия информации, что является необходимым условием для проведения качественного анализа.
- 3) Компании ведут операционную деятельность не только в развитых, но и в развивающихся странах, что делает возможным проведение сравнительного анализа.

Следование компаниями стратегиям инклюзивного роста было оценено с помощью компонент Refinitiv ESG Score, скорректированных на значение Refinitiv ESG Controversies Score, а также значений Country SDG Index Score, McKinsey CHI. Дополнительно были изучены годовые отчеты, инвесторские презентации компаний.

Анализ компании Anglo American Plc

Anglo American Plc – британская горнодобывающая группа компаний, основанная в Южной Африке. Компании принадлежит 85% De Beers (международная корпорация, которая занимается добычей, обработкой и продажей природных алмазов, производством синтетических алмазов для промышленных целей), она является крупнейшим поставщиком металлов платиновой группы (платины и палладия). Ключевые сегменты выручки – металлы платиновой группы (29%), железная руда (23%), алмазы (18%) и медь (13%).

Инклюзивный рост

Стратегия компании предполагает достижение целей устойчивого развития: ее ключевой целью является переосмысление добычи для улучшения жизни людей. Компания выделяет следующие приоритетные направления, связанные с ЦУР, в своей стратегии:

- здоровая окружающая среда (ЦУР 6, 9, 13 и 15):
 - снижение выбросов парниковых газов на 30% к 2030 г.;
 - повышение энергоэффективности на 30% к 2030 г.;
 - углеродно-нейтральная деятельность к 2040 г.;
 - снижение забора пресной воды на 50% к 2030 г.;
 - чистое положительное влияние на биоразнообразии;
- процветание сообществ (ЦУР 1, 3, 4 и 8):
 - создание пяти рабочих мест за пределами компании на каждое рабочее место в компании;
 - достижение ЦУР 3 в отношении здоровья местных сообществ;
 - школы местных сообществ должны входить в 20% лучших по стране;
- позиционирование компании как надежного корпоративного лидера (ЦУР 5, 12, 16 и 17):
 - создание местных и национальных форумов по подотчетности;
 - лидерство в общественном просвещении, установлении отношений с заинтересованными сторонами;
 - сертификация сторонних шахт (2025 г.).

Перед исследованием показателей инклюзивного роста Anglo American Plc рассмотрим динамику составленного нами индекса инклюзивности (Inclusivity Index), а также показателей от Refinitiv – ESG Score, ESG Controversies Score и ESG Combined Score. Из-за выросшего количества инцидентов на производственных объектах компании, незначительного ухудшения результатов в области окружающей среды в 2020–2021 гг. ESG Controversies Score существенно снизился, что привело к ухудшению ESG Combined Score. Inclusivity Index также продемонстрировал снижение в эти годы.

Поскольку применяемая нами методология для оценки инклюзивности компаний на основе данных Refinitiv учитывает поправку на ESG Controversies Score, показатели компании во многом ухудшились в 2020–2021 гг. Более того, Anglo American Plc является одной из крупнейших в мире компаний в отрасли «Металлы и добыча», и на нее оказывается сравнительно большее давление в публичном поле в связи с негативными инцидентами, может быть, даже не такими масштабными. Как итог это приводит к низкому ESG Controversies Score. Тем не менее поправка на этот показатель, по нашему мнению, дает чуть более объективную оценку инклюзивности.

Для оценки деятельности компании в области окружающей среды были рассмотрены показатели Emissions Score и Resource Use Score. Anglo American Plc в 2016–2019 гг. имела стабильно высокие показатели в области выбросов и использования ресурсов, но в 2020–2021 гг. в связи с незначительным ухудшением результатов в части декарбонизации и ресурсоэффективности показатели снизились.

В социальной сфере наибольшие успехи компании отмечены в сфере безопасности рабочих мест, повышения квалификации и образования работников, улучшения их прав. На высоком уровне находятся и отношения с местными сообществами. Однако на снижение показателей в 2020–2021 гг. повлияло несколько инцидентов с фатальными исходами на производственных объектах компании (в прошлые годы их было меньше). Но на текущий момент Anglo American Plc сделала выводы из происшествий и улучшила ситуацию в сфере безопасности и заботы о здоровье и правах работников.

Качество корпоративного управления также является важной детерминантой инклюзивности. Согласно раскрываемой Anglo American Plc информацией в годовых отчетах, компания следует лучшим практикам корпоративного управления: доля независимых директоров за 2018–2021 гг. в совете директоров составляла не менее 67%; доля неисполнительных директоров – не менее 69%. Доля женщин в совете директоров также имеет ежегодный тренд на повышение, и с 2016 по 2021 г. выросла с 20 до 39% соответственно.

Согласно данным Refinitiv, у компании высокий уровень корпоративного управления. Однако, как отмечалось ранее, в 2020–2021 гг. данные показатели были снижены на фоне произошедших аварий, одними из причин которых являются в том числе ошибки и просчеты со стороны менеджмента.

Немаловажной характеристикой качества корпоративного управления является структура профессионального опыта членов совета директоров. В 2021 г. члены совета директоров Anglo American Plc обладали следующими компетенциями: исполнительный директор в прошлом (62%); опыт работы в совете директоров в прошлом (77%); опыт в работе с изменением климата и чистой энергией (31%); навыки цифровых технологий (46%); работа с безопасностью, здоровьем и окружающей средой (85%); маркетинг или торговля сырьевыми товарами (69%); финансы (69%); строительство в добывающей отрасли (54%); управление крупными проектами (92%); инжиниринг (62%); добыча (54%).

Высокая диверсификация навыков и опыта членов совета директоров иллюстрирует качественное управление компанией. Таким образом, подводя черту под качеством корпоративного управления, можно сделать вывод, что компания ежегодно улучшает корпоративное управление и поддерживает его на высоком уровне.

Anglo American Plc оперирует практически по всему миру, и основная деятельность сосредоточена в Австралии, Южной Африке, Канаде и странах Латинской Америки. В этих государствах отмечается высокий уровень достижения ЦУР на протяжении последних лет, что благоприятно влияет на компанию.

Анализ индекса McKinsey Corporate Horizon Index показывает, что компанию скорее можно отнести к «дальнозоркой», нацеленной на создание стоимости в долгосрочной перспективе. Несмотря на значения чуть ниже 50 в 2017–2020 гг., в 2021 г. показатель составил уже 60. В основном это обеспечивается масштабными и качественными инвестициями, ростом операционной эффективности, отсутствием злоупотребления созданием бухгалтерской («бумажной») прибыли.

Взаимосвязь показателей инклюзивного роста и политики финансирования

Компания в основном финансирует свою деятельность за счет собственного капитала. В последние годы коэффициент D/E достаточно стабилен и находится в диапазоне 0.3–0.4.

Анализ динамики структуры капитала и сводного индекса инклюзивности Anglo American Plc за 2016–2021 г. не показал наличие взаимосвязи. Это отвергло гипотезу H1 о наличии положительной взаимосвязи показателей инклюзивного роста и уровня левериджа (коэффициентом D/E).

Поскольку сектор «Металлы и добыча» является циклическим, то на финансовые показатели и политику финансирования компаний оказывает влияние текущая рыночная ситуация. Это подтверждает анализ динамики коэффициента D/E компании и индекса цен на промышленные металлы. Так, была обнаружена отрицательная взаимосвязь показателей: при более высоких ценах на продукцию наблюдался более низкий леверидж, а при более низких ценах – коэффициент D/E рос. Это объясняется тем, что при благоприятной рыночной конъюнктуре у компаний наблюдается достаточный объем денежного потока, позволяющий финансировать свою деятельность за счет внутренних ресурсов и минимально использовать долг. Таким образом, можно утверждать, что для Anglo American Plc характерно следование концепции «порядка финансирования» (pecking order theory).

Поскольку компания функционирует в капиталоемкой отрасли, а длительность инвестиционной фазы проектов может составлять несколько лет, то заемный капитал практически полностью представлен долгосрочным долгом, доля которого достаточно стабильна на анализируемом промежутке времени и составляет 90%. Показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» с 2017 по 2022 г. меньше или равен 1. Это также говорит о том, что долговая нагрузка у компании достаточно низкая, и она может быстро погасить имеющиеся заемные средства.

С 2022 г. Anglo American Plc начала привлекать зеленое финансирование: 9 июня 2022 г. компания подписала с International Finance Corporation (IFC) кредитное соглашение объемом в 100 млн долл. и сроком на десять лет, связанное с достижением ЦУР (Sustainability Linked Loans), которые являются неотъемлемой частью концепции финансирования устойчивого развития компании. Данный кредит с привязкой к ЦУР является первым кредитом IFC в горнодобывающем секторе и считается первым в горнодобывающем секторе в мире, который ориентирован исключительно на показатели социального развития. Среди целей: поддержка развития сообществ в сельских районах, расположенных недалеко от горнодобывающих предприятий компании в ЮАР, в том числе путем содействия созданию рабочих мест, а также повышения качества образования для 73 тыс. студентов.

Компания взяла на себя обязательство выделить дополнительные средства на согласованные социальные цели, если она не сможет полностью достичь своих целей в области образования и снижения бедности в соответствии с условиями этого кредита.

14 сентября 2022 г. компания осуществила первый выпуск облигаций с привязкой к ЦУР (Sustainability Linked Bonds) объемом в 745 млн евро и сроком 10 лет после публикации концепции финансирования устойчивого развития компании. Базовая купонная ставка по выпуску составляет 4.75%. Инвесторы в облигации получают право на высокий окончательный купонный платеж, если компания не достигнет следующих целей:

- 1) Сократить абсолютные выбросы парниковых газов (Score 1 и 2) на 30% к 2030 г. по сравнению с 2016 г.

- 2) Сократить забор пресной воды в районах с дефицитом воды на 50% к 2030 г. по сравнению с 2015 г.
- 3) Обеспечить пять рабочих мест за пределами компании на каждое рабочее место в компании к 2030 г. (в 2021 г. 1.9 : 1)

Условия выпуска предусматривают увеличение купона на 40 б. п. с сентября 2031 г. для каждого из выбранных КПЭ, которые не достигают своей цели или если подтверждение достижения цели не было опубликовано.

В целом устойчивое финансирование у Anglo American Plc по итогам 2022 г. занимает относительно небольшую долю: около 2% от общего инвестированного капитала и около 6% от общего долга. Однако в отрасли компания занимает одну из лидирующих позиций по этим показателям. Таким образом, гипотезы H2.1 и H2.2 о том, что компании с высокими показателями инклюзивности используют инструменты устойчивого (ответственного) финансирования, подтвердились.

На анализируемом промежутке времени взаимосвязи стоимости капитала (WACC) Anglo American Plc и индекса инклюзивности обнаружено не было. Это отвергает гипотезу H3 о наличии отрицательной взаимосвязи показателей инклюзивного роста и WACC. Более того, на динамику WACC в большей степени оказал влияние уровень безрисковой процентной ставки. Отметим, что ставка по выпущенному выпуску облигаций с привязкой к ЦУР ниже текущего значения WACC.

Кредитный рейтинг Anglo American Plc, рассчитанный на основе сопоставления Interest Coverage Ratio с уровнем кредитного спреда по таблице А. Дамодарана, за рассматриваемый период, кроме падения финансовых показателей в 2016 г., стабильно находился на высоком уровне, выше А. Взаимосвязь индекса инклюзивности и уровня кредитного рейтинга также не была обнаружена, что отвергает гипотезу H4 о наличии положительной взаимосвязи показателей инклюзивного роста и уровня кредитного рейтинга.

Анализ компании Vale S.A.

Vale S.A. – одна из крупнейших горнодобывающих компаний в мире, основана в Бразилии. Занимает ведущее место в мире по добыче железной руды и никеля. Основной поток выручки приходится на сегмент железной руды (81%).

Инклюзивный рост

За последние 10 лет по вине компании случились две крупнейшие в истории Бразилии экологические катастрофы, которые нанесли существенный ущерб экологии и унесли десятки людских жизней.

Катастрофа Марианской плотины: 5 ноября 2015 г. произошел разрыв плотин Бенту-Родригес (Минас-Жерайс, Бразилия), который привел к утечке миллионов тонн шлама в результате эксплуатации железорудного рудника. Волна токсичного шлама обрушилась в реку и стерла города вдоль ее протяжения. Токсичная вода и грязь преодолели 700 км вниз по течению реки и достигли вод Атлантического океана. По оценкам, было 20 погибших, 20 пропавших без вести и 50 раненых. За несколько дней миллионы рыб умерли от удушья. Прогнозируемая продолжительность масштабов воздействий на окружающую среду оценивается сроком до 30 лет.

В 2016 г. ВНР вместе с Vale S.A. и Samarco подписали соглашение с властями Бразилии, в соответствии с которым был наложен штраф в размере 20 млрд реалов (4,8 млрд долл.).

Штраф не включал компенсацию людям, пострадавшим от стихийного бедствия, а также стоимость восстановления загрязненной территории.

Прорыв дамбы в Брумадинью: 25 января 2019 г. произошел прорыв дамбы вследствие катастрофического повреждение хвостохранилища на железорудной шахте в городе Брумадинью (Минас-Жерайс, Бразилия), разрушению подверглись все прилегающие к берегам объекты в ниже лежащей долине реки Каза-Бранка. Катастрофа привела к гибели 259 человек и исчезновению более 300 человек. Токсичные отходы полностью разрушили экосистему реки Парапеба. Причиной катастрофы было бездействие компании при поступлении информации о проблемах с автоматическим оборудованием возле дамб до аварии.

Трагедии привели к существенным финансовым издержкам, вызвали серьезные изменения в стратегии и политике Vale S.A. Компания поставила следующие ключевые цели: снижение рисков; изменение фокусов (улучшение управления ликвидностью; создание стоимости для возможности роста); новые ценности (эталон безопасности; лидер в области низкоуглеродной добычи и ESG-практики).

Произошедшие аварии не могли не повлиять на ESG-показатели Vale S.A. и ее индекс инклюзивности. В 2016 и 2019–2021 гг. компания имела очень низкие ESG Controversies Score, что привело к снижению ESG Combined Score и индекса инклюзивности. Данный пример еще раз свидетельствует о необходимости корректировок показателей на ESG Controversies Score, чтобы объективно рассматривать вопросы инклюзивного роста компаний, так как в случае с Vale S.A. во время аварий обычный ESG Score никак на них не отреагировал, а, наоборот, вырос.

В результате произошедших катастроф показатели Emissions Score и Resource Use Score у компании также снизились, так как был нанесен существенный ущерб окружающей среде.

Поскольку аварии затронули жизнь и здоровье людей, включая работников Vale S.A., это привело к соответствующему снижению всех показателей, относящихся к социальной сфере.

Ввиду того, что катастрофы – это ошибки, в том числе и топ-менеджмента компании, показатель качества корпоративного управления аналогично снизился из-за этого.

После катастрофы 2019 г. Vale S.A. приняла важное решение относительно организационной структуры, расторгнув Соглашение акционеров Vale S.A. и осуществив переход на корпоративную модель с «рассредоточенным» капиталом. Изменение было структурным и касалось изменений в уставе компании, которые включали: независимое большинство в совете директоров; утверждение главного независимого директора и выборы председателя и заместителя председателя правления непосредственно акционерами.

Необходимо также подчеркнуть тот факт, что с 2019 г. начала изменяться система мотивации топ-менеджмента: преобладающая часть вознаграждения президента и вице-президента привязана к долгосрочным результатам и долгосрочной мотивации, что соответствует лучшим практикам корпоративного управления.

Vale S.A. в основном оперирует в Бразилии, в которой отмечается не такой высокий уровень достижения ЦУР на протяжении анализируемого периода, но заметен тренд на улучшение.

Анализ индекса McKinsey Corporate Horizon Index не позволяет однозначно отнести компанию к группе «дальнорочных» или «близорочных». В целом Vale S.A. скорее тяготеет к первой группе, но в последние годы отмечается снижение показателя. Компанию отличает наличие крупных привлекательных инвестиционных проектов, она не злоупотребляет созданием бухгалтерской («бумажной») прибыли, попытками превысить консенсус-прогноз аналитиков по EPS.

Взаимосвязь показателей инклюзивного роста и политики финансирования

Vale S.A. в основном использует собственный капитал для финансирования своей деятельности, коэффициент D/E в 2017–2021 гг. был стабилен и находился в диапазоне 0.35–0.50. Рассмотрение динамики структуры капитала и сводного индекса инклюзивности Vale S.A. за 2016–2021 гг. показало, что взаимосвязи между показателями нет. Таким образом, гипотеза H1 о наличии положительной взаимосвязи показателей инклюзивного роста и уровня левериджа (коэффициентом D/E) была отвергнута.

Аналогично случаю с Anglo American Plc у Vale S.A. тоже была обнаружена отрицательная взаимосвязь индекса цен на промышленные металлы и коэффициента D/E. Таким образом, был подтвержден тезис о том, что на политику финансирования компаний сектора «Металлы и добыча» в большей степени оказывает влияние текущая рыночная ситуация. В отношении Vale S.A. также можно утверждать, что компания следует концепции «порядка финансирования» (pecking order theory).

В абсолютном значении долг Vale S.A. снизился после 2016 г., при этом заемный капитал практически полностью представлен долгосрочным долгом, доля которого была более 90% практически на всем анализируемом временном отрезке. Это еще раз демонстрирует специфику сектора и существенное преобладание в структуре долга именно долгосрочного долга.

После 2017 г. коэффициент «Чистый долг/ЕБИТДА» был менее 1, что также свидетельствует о низкой долговой нагрузке компании.

Vale S.A., обладая не самыми высокими показателями инклюзивного роста, не использует такой инструмент, как устойчивое (ответственное) финансирование. Это подтверждает гипотезы H2.1 и H2.2 о наличии положительной взаимосвязи показателей инклюзивного роста и объема (H2.1), а также количества (H2.2) инструментов устойчивого (ответственного) финансирования.

В период 2016–2021 гг. взаимосвязи WACC Vale S.A. и индекса инклюзивности обнаружено не было. Это также отвергает гипотезу H3 о наличии отрицательной взаимосвязи показателей инклюзивного роста и WACC. Отметим, что, как и в случае с Anglo American Plc, WACC Vale S.A. в большей степени зависел от уровня безрисковой процентной ставки.

Кредитный рейтинг Vale S.A., рассчитанный на основе сопоставления Interest Coverage Ratio с уровнем кредитного спреда по таблице А. Дамодарана, в целом за весь рассматриваемый период находился на высоком уровне. Индекс инклюзивности не оказал влияния на уровень кредитного рейтинга, тем самым была отвергнута гипотеза H4 о наличии между показателями инклюзивного роста и уровнем кредитного рейтинга положительной взаимосвязи.

Анализ компании ПАО «ГМК «Норильский никель»»

ПАО «ГМК «Норильский никель»» («Норникель») – лидер горно-металлургической промышленности Российской Федерации, крупнейший производитель палладия и первоклассного никеля, один из лидеров по производству платины, меди, а также серебра, золота, родия, кобальта, рутения и др. Основными сегментами выручки являются палладий (32%), никель (27%) и медь (22%).

Инклюзивный рост

У компании в 2019 г. случилось ЧП на одном из рудников. В 2020 г. произошла одна из наиболее крупных аварий: резервуар хранения дизтоплива на ТЭЦ-3 получил повреждения из-за резкой просадки опор фундамента, в итоге вылилось около 21 тыс. т топлива. По данным Ростехнадзора, причинами разлива топлива стали недостатки проектирования и строительного производства, а также некачественный контроль за эксплуатацией сооружений. В 2021 г. была временно приостановлена добыча на месторождении из-за подтопления.

Произошедшие аварии негативно повлияли на ESG-показатели и индекс инклюзивности «Норникеля». Поскольку и до этого компания не была в лидерах с точки зрения ESG, особенно в области окружающей среды, ESG Combined Score и Inclusivity Index «Норникеля» снизились в 2019–2021 гг. В случае с «Норникелем» во время аварий обычный ESG Score никак на них не отреагировал. После данной аварии компания обновила свои стратегии инклюзивного роста для предотвращения в будущем подобных аварий.

«Норникель» полностью поддерживает ЦУР ООН на период до 2030 г.:

- окружающая среда: компания стремится снизить собственное воздействие на экологию, а также обеспечить эффективное управление отходами и ответственную эксплуатацию хвостохранилищ;
- социальная сфера: политика направлена на поддержку социокультурного разнообразия, борьбу с дискриминацией и укрепление долгосрочных отношений с местными сообществами в регионах присутствия компании;
- корпоративное управление: корпоративная культура призвана обеспечить эффективную реализацию стратегии развития компании с учетом принципов устойчивого развития и укрепить деловую репутацию «Норникеля».

Тем не менее в результате произошедших происшествий показатели Emissions Score и Resource Use Score у компании снизились, так как был нанесен существенный ущерб окружающей среде. Но показатель Resource Use Score на протяжении всего анализируемого периода был средним, что говорит о не самом высоком уровне ресурсоэффективности компании.

Поскольку аварии затронули жизнь и здоровье людей, это привело к соответствующему снижению показателей, относящихся к социальной сфере. Наибольшие успехи компании отмечены в части работы с местными сообществами и в создании качественной и безопасной продукции.

В целом качество корпоративного управления «Норникеля» было на низком уровне из-за частных разногласий между крупными акционерами, а также между менеджментом и крупными акционерами, которые переходили в пу-

бличное поле и судебные разбирательства. Ввиду того, что катастрофы – это ошибки, в том числе и топ-менеджмента компании, показатель качества корпоративного управления снизился и из-за этого. За анализируемый период в структуре совета директоров компании выросла доля независимых директоров, практически не изменилась доля неисполнительных директоров, а доля женщин оставалась на одном и том же уровне – 8%.

Основные производственные активы «Норникеля» расположены в России, для которой характерен выше среднего уровень достижения ЦУР на протяжении анализируемого периода. Более того, отмечен тренд на улучшение показателя.

Согласно McKinsey Corporate Horizon Index, «Норникель» можно охарактеризовать как «дальнозоркую» компанию, ориентированную на создание стоимости в долгосрочной перспективе. Ее отличают масштабные качественные капиталовложения, поддержание на высоком уровне операционной эффективности. При этом в 2021 г. было отмечено небольшое ухудшение показателя, но он все равно не сильно ниже пограничного значения 50.

Взаимосвязь показателей инклюзивного роста и политики финансирования

«Норникель» в основном финансирует свою деятельность за счет долга, и на анализируемом периоде коэффициент D/E находится на уровне около 2,0х и чуть выше. Анализ динамики уровня левериджа и сводного индекса инклюзивности «Норникеля» за 2016–2021 гг. не показал такой явной взаимосвязи этих показателей. В итоге гипотеза H1 о наличии положительной взаимосвязи показателей инклюзивного роста и коэффициента D/E была отвергнута.

У «Норникеля» наблюдается отрицательная взаимосвязь индекса цен на промышленные металлы и уровня левериджа. Это еще раз подтверждает то, что на политику финансирования компаний сектора «Металлы и добыча» в большей степени оказывает влияние текущая рыночная ситуация. Таким образом, можно утверждать, что и для «Норникеля» характерно следование концепции «порядка финансирования» (pecking order theory).

Для «Норникеля», как и для других компаний сектора, характерно преобладание долгосрочного долга в общей структуре долга. В целом, доля долгосрочного долга была на уровне 85–90%, хотя и были периоды, когда она была значительно ниже (2012 и 2022 гг.). Коэффициент «Чистый долг/ЕБИТДА» в последние годы составлял около 1, а в отдельные годы опускался до уровня 0,5–0,6, что также свидетельствует о низкой долговой нагрузке компании.

Имея не самый высокий уровень инклюзивности, «Норникель» не привлекает устойчивое (ответственное) финансирование. Это подтверждает гипотезы H2.1 и H2.2 о наличии положительной взаимосвязи показателей инклюзивного роста и объема (H2.1), а также количества (H2.2) инструментов устойчивого (ответственного) финансирования.

На анализируемом промежутке времени взаимосвязь WACC «Норникеля» и индекса инклюзивности особо не прослеживается, так как WACC в большей степени зависит от уровня безрисковой процентной ставки. Это отвергает гипотезу H3 о наличии отрицательной взаимосвязи показателей инклюзивного роста и WACC.

Кредитный рейтинг «Норникеля», рассчитанный на основе сопоставления Interest Coverage Ratio с уровнем кредитного спреда по таблице А. Дамодарана, за весь анализируемый

период находился на очень высоком уровне, не опускаясь ниже уровня АА. Индекс инклюзивности не оказал влияния на уровень кредитного рейтинга, таким образом, гипотеза H4 о наличии между показателями инклюзивного роста и уровнем кредитного рейтинга положительной взаимосвязи была отвергнута.

Заключение

В рамках данного исследования определено, что в современной научной литературе под инклюзивным ростом понимают такой экономический рост, который сопровождается созданием благоприятных условий для повышения качества жизни и обеспечения равенства возможностей всех групп населения страны или мира в целом. С точки зрения компании делается фокус не только на улучшении финансовых и операционных показателей, но и на экологическую и социальную составляющую процесса развития компании. Инклюзивный рост достигается за счет реализации 17 Целей устойчивого развития ООН, разработанных в 2015 г. Генеральной ассамблеей ООН.

Для компаний, следующих стратегиям инклюзивного роста, характерны следующие цели: ставить в приоритет максимизацию TSI, который приводит и к росту TSR; предлагать кастомизированные, цифровые решения и услуги; осуществлять избирательную стратегию роста и присутствия на рынках; создавать экосистемы, гибкую систему логистики, полноценную систему по работе с данными; реализовывать agile-подход к управлению, постоянную трансформацию в ответ на изменившиеся условия и др.

Результаты эмпирического исследования с помощью построения эконометрических моделей показали, что большинство показателей инклюзивного роста не оказывает влияния на особенности политики финансирования крупнейших публичных компаний в мире из сектора «Металлы и добыча» за период 2016–2021 гг. Это можно объяснить тем, что ESG-повестка сильно активизировалась лишь в последние годы (с 2019 г.) и что компании только начинают следовать стратегиям инклюзивного роста, а данный переход происходит не самыми быстрыми темпами.

Тем не менее были выявлены следующие взаимосвязи отдельных компонентов инклюзивности и показателей, характеризующих особенности политики финансирования:

- для компаний, показывающих высокие достижения в части ресурсоэффективности, характерно большее использование заемного капитала;
- для компаний с высокими достижениями в области улучшения прав человека свойственно использовать большее количество инструментов устойчивого (ответственного) финансирования;
- для компаний, демонстрирующих высокие достижения в части снижения выбросов загрязняющих веществ, характерна высокая стоимость капитала;
- высокие достижения компаний в области повышении качества жизни местных сообществ связаны с низкой стоимостью капитала;
- чем выше показатели компаний в части улучшения безопасности рабочих мест, создания качественной и безопасной продукции, а также снижения уровня выбросов загрязняющих веществ, тем выше уровень кредитного рейтинга;

- для компаний, показывающих высокие показатели в области улучшения прав человека, повышения качества жизни местных сообществ, а также являющихся менее «дальнозоркими», характерен низкий уровень кредитного рейтинга.

Эконометрическое исследование было дополнено исследованием кейс-методом, в рамках которого были проанализированы три крупные компании, производящие диверсифицированную корзину металлов, но отличающиеся по степени инклюзивности (Anglo American Plc, Vale S.A., ПАО «ГМК «Норильский никель»»).

В итоге был подтвержден вывод об отсутствии взаимосвязи показателей инклюзивного роста и коэффициента D/E. Более того, было обнаружено, что на структуру капитала компаний сектора «Металлы и добыча» влияет ценовая конъюнктура на товарных рынках. Была выявлена отрицательная взаимосвязь индекса цен на промышленные металлы и коэффициента D/E. В целом для всех трех проанализированных компаний был характерен делеверидж после кризисных явлений на рынках товаров в 2014–2016 гг. Мы пришли к выводу, что компании следуют концепции «порядка финансирования» (pecking order theory).

Из трех компаний только одна – Anglo American Plc, будучи одним из лидеров в области следования стратегиям инклюзивного роста, использует устойчивое (ответственное) финансирование (кредит и облигационный заем с привязкой к ЦУР), которое составляет 2% от общего инвестированного капитала и 6% от общего долга. Компании, имеющие более низкие показатели инклюзивности – Vale S.A. и «Норникель», такой вид источника финансирования не используют. В результате более инклюзивные компании могут диверсифицировать источники финансирования и применять инструменты устойчивого (ответственного) финансирования. Таким образом, был подтвержден тезис о том, что чем выше уровень инклюзивности, тем больше компании используют устойчивое (ответственное) финансирование.

Проведенное кейс-методом исследование подтверждает выводы, полученные из эконометрической модели: показатели инклюзивности не оказывают влияния на WACC компаний. На WACC в большей степени влияет уровень безрисковой процентной ставки, текущая общерыночная конъюнктура, премии за страновой и другие специфические риски.

Результаты анализа динамики показателей инклюзивности и уровней кредитного рейтинга трех рассматриваемых компаний не согласуются с выводами из эконометрического исследования, где была обнаружена взаимосвязь кредитного рейтинга и шести из девяти показателей инклюзивного роста. Так, уровни кредитного рейтинга трех компаний на всем анализируемом промежутке времени были на высоком уровне и не зависели от уровня инклюзивности. Это объясняется достаточно низкой долговой нагрузкой компаний в этот период.

Несмотря на то, что проведенный эмпирический анализ продемонстрировал неоднозначные результаты, мы считаем, что всем компаниям из сектора «Металлы и добыча», в том числе из России, стоит уделить внимание стратегиям инклюзивного роста. Это позволит компаниям снизить финансовые, операционные и репутационные риски, повысить долгосрочную устойчивость бизнеса, улучшить позиции на рынке, а также стать более инвестиционно

привлекательными. Как итог, компании смогут снизить стоимость капитала, диверсифицировать источники финансирования.

В качестве ориентира при переходе к инклюзивности могут быть применены лучшие мировые практики от компаний-лидеров в этой области. Данная трансформация неразрывно связана с необходимостью реализации масштабных инвестиционных проектов, и нужно определить источники финансирования которых. В данном случае могут быть использованы инструменты устойчивого (ответственного) финансирования с потенциально более низкой ставкой.

Мы полагаем, что при анализе длинного временного промежутка могут быть получены иные, показательные результаты, что является областью для дальнейшего исследования.

Список литературы

1. Ali H., Son H.H. Measuring Inclusive Growth. *Asian Development Review*. 2007;24(1):11-31. <https://doi.org/10.1142/S0116110507000024>
2. OECD. *All on Board: Making Inclusive Growth Happen*. Paris: OECD Publishing; 2015. 200 p. <https://doi.org/10.1787/9789264218512-en>
3. Eurasian Economic Commission, United Nations Conference on Trade and Development. *Inclusive growth of the Eurasian Economic Union Member States: assessments and opportunities*. 2019. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.30267.36649>
4. *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*. 2015. URL: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/21252030%20Agenda%20for%20Sustainable%20Development%20web.pdf> (accessed on 11.05.2023)
5. Tamimi B., Sebastianelli R. Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores. *Management Decision*. 2017;55(8):1660-1680. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2017-0018>
6. Arayssi M., Jizi M., Tabaja H.H. The impact of board composition on the level of ESG disclosures in GCC countries. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. 2020;11(1):137-161. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2018-0136>
7. Khaled R., Ali H., Mohamed E.K.A. The Sustainable Development Goals and corporate sustainability performance: Mapping, extent and determinants. *Journal of Cleaner Production*. 2021;311:127599. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.127599>
8. Bhattacharya A., Lang N., Hemerling J. *Beyond Great: Nine Strategies for Thriving in an Era of Social Tension, Economic Nationalism, and Technological Revolution*. PublicAffairs; 2020. 288 p.
9. Naciti V. Corporate governance and board of directors: The effect of a board composition on firm sustainability performance. *Journal of Cleaner Production*. 2019;237:117727. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.117727>
10. Cheng B., Ioannou I., Serafeim G. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*. 2014;35(1):1-23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
11. Benlemlih M. Corporate Social Responsibility and Firm Debt Maturity. *Journal of Business Ethics*. 2017;144:491-517. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2856-1>
12. Dimitropoulos P., Koronios K. Corporate Environmental Responsibility and Capital Structure. In: *Corporate Environmental Responsibility, Accounting and Corporate Finance in the EU*. Springer Nature; 2021. 265 p. https://doi.org/10.1007/978-3-030-72773-4_7
13. Villaron-Peramato O., Garcia-Sanchez I.M., Martinez-Ferrero J. Capital structure as a control mechanism of a CSR entrenchment strategy. *European Business Review*. 2018;30(3):340-371. <https://doi.org/10.1108/EBR-03-2017-0056>
14. Al Amosh H., Khatib S.F.A., Alkurdi A., et al. Capital structure decisions and environmental, social and governance performance: insights from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. 2022; Ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2021-0453>
15. Lindkvist L., Saric O. *Sustainability Performance and Capital Structure: An analysis of the relationship between ESG rating and debt ratio*. 2020. URL: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1447928/FULLTEXT01.pdf> (accessed on 11.05.2023)
16. El Ghouli S., Guedhami O., Kim H., et al. Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital: International Evidence. *Journal of Business Ethics*. 2018;149:335-361. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-3005-6>
17. Gianfrate G., Schoenmaker D., Wasama S. *Cost of Capital and Sustainability: A Literature Review*. 2018. URL: https://www.rsm.nl/fileadmin/Faculty-Research/Centres/EPSVC/11_04_Cost_of_Capital.pdf (accessed on 11.05.2023)
18. Goncalves T.C., Dias J., Barros V. Sustainability Performance and the Cost of Capital. *International Journal of Financial Studies*. 2022;10(3):63. <https://doi.org/10.3390/ijfs10030063>
19. Dorfleitner G., Grebler J. The social and environmental drivers of corporate credit ratings: international evidence. *Business Research*. 2020;13(3):1343-1415. <https://doi.org/10.1007/s40685-020-00127-9>
20. Bannier C.E., Bofinger Y., Rock B. Corporate social responsibility and credit risk. *Finance Research Letters*. 2022;44:102052. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102052>
21. Li H., Zhang X., Zhao Y. ESG and Firm's Default Risk. *Finance Research Letters*. 2022;47(B):102713. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102713>

Приложения

Приложение 1. Описательная статистика

Переменная	Среднее	Медиана	Ст. откл.	Мин.	Макс.
Book D/E	0.553	0.446	3.41	-105	15.8
Volume of sustainable financing	29.865	0.00000	291.02	0.0	5400.0
Number of sustainable financing	0.05110	0.0000	0.3017	0.0000	4.000
WACC	0.08445	0.08383	0.02231	0.03561	0.2945
Implied credit rating	10.2	12.0	5.11	1.00	15.0
Emissions score	51.1	55.4	29.0	0.000	99.9
Resource use score	48.9	52.0	30.0	0.000	99.9
Workforce score	51.0	53.7	29.5	0.000	99.9
Human Rights score	34.8	32.5	31.8	0.000	97.4
Community score	48.6	53.3	30.9	0.000	99.9
Product responsibility score	41.9	45.4	32.4	0.000	99.8
Governance score	51.8	54.9	25.3	0.000	98.7
Country SDG index score	74.3	74.5	5.24	57.2	86.5
McKinsey CHI	50.0	50.0	11.6	8.90	94.5
Invested capital	7,863	3,701	12,283	96.83	89,222
Size	8.47	8.54	1.33	4.80	11.8
Profitability	0.156	0.113	0.151	-0.719	0.769
Growth	1.57	1.32	0.949	0.275	8.78
CapEx intensity	0.0610	0.0499	0.0445	0.000	0.389

Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

Приложение 2. ТОП-20 компаний по рыночной капитализации из сектора «Металлы и добыча» в мире в 2021 г. и их показатели инклюзивности

№	Компания	Специализация	Страна	Emissions Score	Resource Use Score	Workforce Score	Human Rights Score	Community Score	Product Responsibility Score	Governance Score	Country SDG Index Score	McKinsey CHI	Inclusivity Index
1	Newmont Corporation	Золото		80.73	83.46	80.04	69.87	81.49	45.69	83.53	74.50	32.58	70.21
2	Grupo Mexico SAB de CV	Диверсифицированный		79.04	97.76	48.99	72.15	85.99	65.46	35.25	70.16	47.76	66.95
3	ArcelorMittal SA	Черная металлургия		68.08	58.02	66.00	67.27	70.04	53.61	58.21	75.65	42.36	62.14
4	Anglo American Plc	Диверсифицированный		60.98	66.54	66.20	65.90	62.61	31.40	61.36	80.53	60.38	61.77
5	Southern Copper Corp	Медь		65.50	76.30	40.17	72.02	94.90	64.62	24.59	70.16	43.34	61.29
6	Franco-Nevada Corp	Золото		83.20	43.67	38.68	92.79	63.34	23.79	68.94	77.68	47.56	59.96
7	Baoshan Iron & Steel Co Ltd	Черная металлургия		93.62	59.23	90.47	22.15	15.13	91.53	41.67	72.36	53.18	59.93
8	Freeport-McMoRan Inc	Медь		62.56	55.80	48.86	50.91	63.32	54.62	61.86	74.50	62.56	59.44
9	Ganfeng Lithium Group Co Ltd	Диверсифицированный		90.28	59.13	75.76	9.82	46.61	44.71	66.60	72.36	64.74	58.89
10	Saudi Arabian Mining Company SJSC	Диверсифицированный		55.34	67.41	33.97	34.06	83.97	65.46	70.36	66.36	50.42	58.59
11	Nucor Corp	Черная металлургия		42.32	57.65	32.40	83.39	49.78	65.46	50.16	74.50	42.16	55.31
12	Glencore Plc	Диверсифицированный		50.70	50.81	51.13	48.59	48.67	49.24	48.57	80.67	34.88	51.47
13	Vale SA	Диверсифицированный		51.09	54.47	52.15	51.06	49.01	32.29	48.14	72.76	41.70	50.30
14	Fortescue Metals Group Ltd	Черная металлургия		55.59	48.01	59.23	56.07	54.02	21.59	32.86	75.58	44.42	49.71
15	BHP Group Ltd	Диверсифицированный		48.95	45.92	53.40	45.27	53.29	15.47	52.51	75.58	56.20	49.62
16	Rio Tinto Plc	Диверсифицированный		42.50	41.84	51.24	48.59	48.89	34.93	34.05	80.53	50.60	48.13
17	GMK Noril'skiy Nikel' PAO	Диверсифицированный		46.18	50.68	39.74	41.57	49.95	51.66	29.60	74.06	48.70	48.02
18	Barrick Gold Corp	Золото		48.85	51.42	39.60	50.51	51.93	16.02	38.51	77.68	50.60	47.24
19	Zijin Mining Group Co Ltd	Золото		55.93	53.24	45.31	22.25	21.99	58.62	28.15	72.36	48.40	45.14
20	China Northern Rare Earth Group High-Tech Co	Диверсифицированный		28.26	16.62	39.35	69.87	8.41	51.61	49.85	72.36	49.56	35.11

Примечание: все показатели измерены по шкале от 0 до 100 (чем выше значение, тем выше достижения компании по соответствующему направлению).

Источник: составлено авторами.

Вклад авторов: авторы внесли одинаковый вклад в настоящую статью.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 06.07.2023; одобрена после рецензирования 08.08.2023; принята для публикации 14.09.2023.