

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
имени М.В. ЛОМОНОСОВА  
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ

*На правах рукописи*

**Короткова Яна Игоревна**

**Внутренний рынок капитала как инструмент смягчения финансовых  
ограничений в отношении компаний бизнес-группы**

5.2.4. Финансы

**ДИССЕРТАЦИЯ**

на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научные руководители:  
к.э.н., доцент Черкасова Татьяна Николаевна  
д.э.н. Гуров Илья Николаевич

МОСКВА – 2024

## Оглавление

<b>ВВЕДЕНИЕ</b> .....	3
<b>Глава 1. Теоретические основы исследования роли внутреннего рынка капитала бизнес-группы в смягчении финансовых ограничений компаний-участников группы</b> .....	13
1.1. Финансовые ограничения и причины их возникновения.....	13
1.2. Экономическое значение бизнес-групп и их внутренних рынков капитала .....	25
1.3. Направления воздействия внутреннего рынка капитала бизнес-группы на финансовую обеспеченность ее компаний .....	35
<b>Глава 2. Практика финансирования бизнес-групп и функционирование их внутренних рынков капитала</b> .....	56
2.1. Проблема ограничения доступа к финансовым ресурсам российских компаний и активность внутренних рынков капитала бизнес-групп.....	56
2.2. Современные тенденции долгового финансирования российских компаний-участников бизнес-групп .....	65
2.3. Современные тенденции долевого финансирования российских компаний-участников бизнес-групп .....	79
2.4. Влияние внутреннего рынка капитала российских бизнес-групп на инвестиционную активность компаний-участников.....	88
<b>Глава 3. Формирование подходов к принятию решения об использовании внутреннего рынка капитала бизнес-группы для смягчения финансовых ограничений компаний-участников</b> .....	105
3.1. Функционально-затратный подход к сравнению фондового и кредитного рынков и внутреннего рынка капитала бизнес-группы.....	105
3.2. Система информационных критериев для принятия решения об использовании внутреннего рынка капитала бизнес-группы как механизма финансирования .....	115
3.3. Апробация факторов кредитного взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала российских бизнес-групп .....	129
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</b> .....	143
<b>СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ</b> .....	147
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ А</b> .....	161
Результаты эмпирических исследований в области эффекта взаимного страхования .....	161
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ Б</b> .....	163
Систематизация факторов инвестиционной активности компаний по итогам анализа инвестиционных исследований .....	163
<b>ПРИЛОЖЕНИЕ В</b> .....	166
Корреляционная матрица переменных, используемых в моделировании инвестиционной активности компаний-участников российских бизнес-групп.....	166

## ВВЕДЕНИЕ

### Актуальность темы исследования

Необходимым условием стабильной деятельности и развития любой компании является широкий доступ к финансовым ресурсам. В соответствии с Указом Президента РФ «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» от 07.05.2024 №309, для достижения национальной цели «Устойчивая и динамичная экономика» к 2030 году предусматривается рост объема инвестиций в основной капитал не менее чем на 60 процентов по сравнению с уровнем 2020 года. Выполнение этой задачи налагает высокие требования к финансовой обеспеченности российского бизнеса. Востребованность источников долгосрочного финансирования усиливают и трансформационные проекты, нацеленные на достижение технологической независимости и модернизации экономики<sup>1</sup>.

В финансировании инвестиционной деятельности отечественных компаний доминирующую роль играют собственные средства, однако при этом российские промышленные предприятия указывают в качестве основного барьера для роста инвестиций недостаток собственных средств<sup>2</sup>. Введенные в последние годы «беспрецедентные санкционные ограничения в финансовой и экономической сфере»<sup>3</sup> против российских компаний при недостаточной для полноценного обслуживания потребностей российской экономики глубине финансовой системы России, признаваемой Банком России<sup>4</sup>, актуализируют задачи поиска и использования инструментов смягчения финансовых ограничений для отечественного бизнеса. Компании, входящие в состав бизнес-групп, с этой целью способны использовать внутренние рынки капитала своих групп.

---

<sup>1</sup> Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. М. 2023. С. 9.

<sup>2</sup> Карлова Н., Пузанова Е., Богачева И. Почему промышленные предприятия не инвестируют: результаты опроса. Аналитическая записка, январь 2020 // Банк России. 2020. С. 3.

<sup>3</sup> Российская экономика в 2022 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 44). М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2023. С. 9.

<sup>4</sup> Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов // Центральный банк Российской Федерации. 2021. С. 19

Мировой опыт последних десятилетий свидетельствует, что активное экономическое и институциональное развитие как развивающихся, так и развитых стран не только не подрывает деятельность бизнес-групп, но и сопровождается усилением экономической роли интегрированных структур. Это справедливо и для российской экономики. По мнению отечественных исследователей, на фоне меняющейся приоритизации развития частного бизнеса и государственного сектора для обеспечения экономического роста страны, именно финансово-промышленные группы оказывают устойчиво преобладающее воздействие на экономическое развитие России<sup>5</sup>. При ограниченности внешнего финансирования перераспределение финансовых средств на внутренних рынках капитала бизнес-групп позволяет финансировать обширные инвестиционные программы компаний-участников, а также развитие новых фирм, создаваемых в рамках групп, обеспечивая в итоге успех многих быстрорастущих российских компаний («газелей»)<sup>6</sup>.

Вместе с этим необходимо отметить недостаточную разработанность вопросов о факторах и масштабах использования внутренних рынков капитала российских бизнес-групп, особенностях привлечения на эти рынки средств внешних инвесторов и их дальнейшего перераспределения. Все отмеченные выше аспекты и обуславливают актуальность настоящего исследования.

### **Степень разработанности проблемы**

Начиная с 1970-х годов вопросы интеграции компаний стали объектом внимания все возрастающего числа исследователей. Вопросы, связанные с финансовыми мотивами интеграции, стали актуальными под влиянием работ Н.Леффа, В.Г.Левеллена, Дж.Штайна, Д.Шарфштайна, Р.Раджана, Г.Серваеса и Л.Зингалеса, Т. Ханна, Дж.Мацусака и В.Нанда.

Среди отечественных исследователей большой вклад в понимание интеграционных процессов и функционирования бизнес-групп внесли

---

<sup>5</sup> Российская экономика в 2018 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 40). М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2019. С. 30.

<sup>6</sup> Юданов А.Ю., Яковлев А.А. «Неортодоксальные» быстрорастущие фирмы-«газели» и порядок ограниченного доступа // Вопросы экономики. 2018. № 3. С. 80–101.

С.Б.Авдашева, Ю.Б.Винслав, Я.С.Галухина, В.В.Голикова, Е.С.Гордеева (Антипина), В.Е.Дементьев, Т.Г.Долгопятова, Я.Ш.Паппэ, Е.В.Устюжанина, А.А.Яковлев. Проблемы формирования инвестиционной стратегии холдингов были предметом исследований Д.А.Бродского, А.Д.Касатова, Е.А.Хантуевой. Моделированию денежных потоков холдинга посвящены работы А.М.Димитриева, М.А.Халикова. Подходы к измерению стоимостных эффектов финансовой синергии в холдингах разрабатывались Е.Е.Григориади и И.В.Ивашковской, а подходы к их реализации – А.Н.Кулеминым.

Мотивы использования внутреннего рынка капитала бизнес-групп анализировались в рамках нескольких направлений исследований. Большой вклад в формирование и тестирование гипотезы вывода активов на внутреннем рынке капитала внесли С.Джонсон, Р.Ла Порта, Ф.Лопез-де-Силанез и А.Шляйфер. Гипотезу «спасения слабых предприятий» (propping) разрабатывали Э.Фридман, Т.Миттон, Г.Бае, М.Бертран, Дж.Канг, П.Мехта, С.Мулайнатан, Й.Риянто, Л.Тулсема, Ю.Чеонь. Факторы распределения финансовых ролей компаний на внутреннем рынке капитала бизнес-групп исследовались в работах Р.Гопалана, В.Нанды, А.Серу, Д.Бучука, Б.Ларрейна, Ф.Муньоза, Ф.Урзуа, Г.Цзян, Ч.Ли и Х.Юэ; объектом их исследований выступали бизнес-группы Индии, Чили и Китая.

Понятие финансовых ограничений компаний и подходы к их эмпирическому анализу были предметом исследований С.Фаззари, М.Эти, Р.Хуббарда, Б.Петерсена, А.Блиндера, Дж.Потербы, С.Каплана, Л.Зингалеса, С.Кумара, К.Ранджани и других.

Влияние внутреннего рынка капитала на инвестиционное поведение компаний – участников бизнес-групп стало предметом анализа в трудах Т.Хоши, А.Кашьяпа, Д.Шарфштайна, М.Делуфа, Л.Лэвена, Э.Перотти, С.Гелфера, А.Готье, М.Хамади, Р.Джорджа, Р.Кабира, Цз.Цянь и других. Среди отечественных исследований необходимо отметить работы Н.А.Волчковой, исследовавшей чувствительность сбережений к денежным средствам компаний-участников российских интегрированных бизнес-групп на рубеже XX–XXI веков, а также Е.А.Хантуевой, тестировавшей влияние денежного потока бизнес-групп на

инвестиции крупнейших российских компаний в 2006–2011 годах. М.С.Крылова, Т.В.Теплова, В.А.Черкасова исследовали влияние ряда факторов на инвестиционное поведение российских компаний, однако участие фирм в бизнес-группах и их вовлеченность во внутригрупповые кредитные операции при этом не учитывались.

Результаты проведенного анализа научных источников свидетельствуют о наличии значительного круга работ, посвященных эффектам функционирования внутренних рынков капитала бизнес-групп, включая его влияние на интересы различных стейкхолдеров и экономическую стоимость. Вместе с тем недостаточно изученными остаются аспекты, связанные с проблемой выбора между альтернативными механизмами финансирования, доступными компаниям-участникам бизнес-группы, целесообразностью использования ресурсов внутреннего рынка капитала бизнес-группы для финансирования инвестиций в условиях финансовых ограничений. Это обусловило выбор цели и задач исследования.

**Цель диссертационного исследования** состоит в выявлении и научном обосновании направлений воздействия внутренних рынков капитала российских бизнес-групп на финансовую обеспеченность компаний-участников.

Для достижения поставленной цели исследования должны быть выполнены следующие **основные задачи**:

- 1) Выявить факторы возникновения у компании финансовых ограничений, учет которых позволит определить направления их смягчения;
- 2) Разработать теоретико-методологический подход к исследованию функционирования внутреннего рынка капитала бизнес-группы как инструмента смягчения финансовых ограничений компаний-участников;
- 3) Охарактеризовать практику финансирования ведущих российских бизнес-групп в условиях международных санкций и роль внутренних рынков капитала групп в поддержании инвестиционной активности их участников;

4) Провести сравнение внутреннего рынка капитала бизнес-группы, фондового и кредитного рынков как альтернативных механизмов финансирования инвестиционных проектов компании-участника бизнес-группы;

5) На основе предложенного автором теоретико-методологического подхода к исследованию внутреннего рынка капитала бизнес-группы выделить факторы, обуславливающие целесообразность использования внутригрупповых займов для финансирования инвестиционных проектов компаний группы, и оценить их эмпирическую значимость.

### **Объект и предмет исследования**

Объектом исследования выступает внутренний рынок капитала как система движения финансовых ресурсов между компаниями-участниками бизнес-групп. Предмет исследования – влияние внутреннего рынка капитала российских бизнес-групп на доступность финансовых ресурсов для аффилированных компаний.

### **Теоретическая и методологическая основа исследования**

Теоретическую основу диссертационного исследования составляют работы ведущих зарубежных и отечественных исследователей, посвященные особенностям бизнес-групп как предпринимательских объединений, функционированию внутреннего рынка капитала, факторам кредитной и инвестиционной активности входящих в бизнес-группу компаний.

Работа построена на общенаучных методах анализа и синтеза, дедукции, методах абстрагирования и классификации, систематизации, статистических методах, методах теоретического и эконометрического моделирования.

### **Информационная база исследования**

В процессе работы над диссертационным исследованием использовались данные статистических и аналитических материалов Банка России, Московской биржи, информация, доступная в базе данных СПАРК<sup>7</sup>, сведения, публикуемые агентствами, уполномоченными раскрывать информацию на российском рынке

---

<sup>7</sup> «СПАРК» Система профессионального анализа рынков и компаний [Электронный ресурс] URL: <http://www.spark-interfax.ru/> (дата доступа: 31.05.2024).

ценных бумаг<sup>8</sup>, включая списки аффилированных лиц, отчеты эмитента, годовую консолидированную финансовую отчетность по МСФО и годовую бухгалтерскую (финансовую) отчетность по РСБУ российских компаний.

### **Научная новизна диссертационного исследования**

В диссертации разработан и обоснован функционально-затратный подход к сравнению внутреннего рынка капитала бизнес-группы, фондового и кредитного рынков как альтернативных механизмов финансирования инвестиционных проектов компаний группы. Предложенный подход углубляет и дополняет научные знания и практические представления о причинах, относительных преимуществах и недостатках применения этих финансовых механизмов в бизнес-группах. Научная новизна диссертации раскрывается в следующих результатах исследования:

1. На основе *систематизации* несовершенств финансовых рынков *выявлены* факторы возникновения у компании финансовых ограничений. *Показана* непосредственная зависимость финансовых ограничений компании от величины транзакционных издержек механизма финансирования, что позволило взять минимизацию транзакционных издержек за критерий выбора механизма финансирования.

2. *Разработан* теоретико-методологический подход к исследованию функционирования внутреннего рынка капитала как инструмента смягчения финансовых ограничений в отношении компаний группы. На основе различных теорий (теории асимметрии информации, агентской и компромиссной теорий) *раскрыт* механизм функционирования внутреннего рынка капитала бизнес-группы и его возможные последствия, реализующиеся либо в создании, либо в разрушении стоимости.

3. Комплексно *охарактеризована* практика финансирования ведущих российских бизнес-групп в период с 2014 по 2023 год. *Показана* динамика и характерные особенности привлечения российскими группами финансовых

---

<sup>8</sup> «Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации» [Электронный ресурс] URL: <http://www.e-disclosure.ru/> (дата доступа: 31.05.2024)

ресурсов с международных и внутренних финансовых рынков и их последующего внутригруппового перераспределения. *Эмпирически установлено* положительное влияние функционирования внутренних рынков капитала российских бизнес-групп на инвестиционную активность компаний-участников.

4. *Предложен и реализован* функционально-затратный подход к сравнению фондового рынка, кредитного рынка и внутреннего рынка капитала бизнес-группы как альтернативных механизмов финансирования инвестиционных проектов компании-участника бизнес-группы. *Результатом* является система показателей финансовых затрат, соответствующих этим механизмам финансирования, на основе которой контролирующее лицо осуществляет выбор наименее затратного из них.

5. *Были идентифицированы* параметры компаний и инвестиционных проектов, обуславливающие целесообразность использования внутригрупповых займов для финансирования инвестиционных проектов компаний группы. Сопоставление обозначенных параметров с факторами кредитного взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала российских бизнес-групп, выявленными в рамках проведенного эмпирического исследования, *позволило апробировать* предложенный автором функционально-затратный подход для целей смягчения финансовых ограничений компаний.

**Теоретическая значимость** работы состоит в углублении и дополнении научных знаний о причинах, преимуществах и недостатках использования внутреннего рынка капитала бизнес-группы, фондового и кредитного рынков как альтернативных механизмов финансирования инвестиционных проектов компаний группы.

**Практическая значимость исследования.** Разработанная автором концептуальная модель выбора способа финансирования компании-участника бизнес-группы применима для использования в практической деятельности финансовых менеджеров при оценке целесообразности использования внутреннего рынка капитала группы для финансирования компаний-реципиентов и инвестирования свободных средств компаний-сберегателей. Результаты

диссертационного исследования также могут быть использованы государственными органами при разработке мер по повышению доступности финансовых ресурсов для реального сектора экономики.

### **Положения, выносимые на защиту**

1. Проведен факторный анализ возникновения финансовых ограничений компании. Смягчение финансовых ограничений компании должно обеспечиваться выбором контролирующего группу лица такого механизма финансирования, который обеспечит экономию сопутствующих ему транзакционных издержек.

2. Комплексный подход к исследованию внутреннего рынка капитала как инструмента смягчения финансовых ограничений в отношении компаний бизнес-группы должен учитывать системные взаимосвязи между факторами возникновения финансовых ограничений компаний и спецификой функционирования внутреннего рынка капитала бизнес-группы.

3. Характерные особенности модели финансирования ведущих российских бизнес-групп в условиях санкций включают в себя: (1) сокращение привлечения финансовых ресурсов с международных финансовых рынков; (2) установление тесных связей с российскими кредитными организациями, прежде всего системно значимыми; (3) наиболее частое выполнение функции привлечения внешнего долгового финансирования материнскими компаниями групп; (4) внутренние рынки капитала позволяют активнее осуществлять инвестиции бизнес-группам большего размера, с высокой рентабельностью активов и долговой нагрузкой.

4. Функционально-затратный подход к выбору механизма финансирования инвестиционного проекта компании-участника бизнес-группы базируется на сопоставлении финансовых затрат с позиции контролирующего лица по различным механизмам финансирования.

5. Целесообразность выбора внутреннего рынка капитала бизнес-группы как механизма финансирования повышается в случаях, когда компания-заемщик является молодой или небольшой компанией, характеризуется высокой долговой нагрузкой и капиталоемкостью, волатильностью операционного денежного потока,

финансирует проект технологического или инновационного характера и не имеет больших финансовых вложений.

### **Соответствие диссертации паспорту научной специальности**

Диссертационное исследование соответствует пункту 15 «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент» паспорта специальности 5.2.4. Финансы.

### **Степень достоверности и апробация результатов диссертационного исследования**

Достоверность результатов исследования обеспечивается использованием в процессе подготовки диссертации обширного спектра академических работ по исследуемой проблематике, а также применением в работе комплекса научных методов: анализа и синтеза, дедукции, методов абстрагирования и классификации, систематизации, методов статистического и эконометрического анализа. Достоверность результатов исследования подтверждается их апробацией на международных конференциях и публикацией в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ.

Результаты исследования прошли апробацию на следующих международных научных конференциях:

- 1) Международная ежегодная научная конференция «Ломоносовские чтения-2024. Секция экономических наук» на тему: «Человеческий и социальный капитал России: новые вызовы и возможности», г. Москва (17–19 апреля 2024 года);
- 2) Ежегодная научная конференция «Современные проблемы философии и методологии экономики», г. Москва (14 декабря 2023 года);
- 3) Пятый Российский экономический конгресс (РЭК-2023), г. Екатеринбург (11–15 сентября 2023 года);
- 4) Международная ежегодная научная конференция «Ломоносовские чтения–2023. Секция экономических наук» на тему «Новая экономическая реальность: структурные и региональные аспекты», г. Москва (11–13 апреля 2023 года);

- 5) Ежегодная научная конференция «Ломоносовские чтения–2021» на тему «Поколения экономических идей», г. Москва (20–23 апреля 2021 года);
- 6) XXVIII Международная научная конференция студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов 2021», г. Москва (12–23 апреля 2021 года);
- 7) Международная научная конференция «Хачатуровские чтения – 2019» – "Устойчивое развитие и новые модели экономики", г. Москва (21–22 ноября 2019 года);
- 8) VI международная конференция «Modern Econometric Tools and Applications – META2019», г. Нижний Новгород (19–21 сентября 2019 года);
- 9) XXVI Международная научная конференция студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов-2019», г. Москва (8–12 апреля 2019 года);
- 10) Международная научная конференция ибероамериканистов «V Мартианские чтения», г. Москва (26 марта 2019 года);
- 11) XXV Международная научная конференция студентов, аспирантов и молодых учёных «Ломоносов 2018», г. Москва (9–13 апреля 2018 года).

По теме исследования опубликовано 9 работ, выполненных автором лично (общий объем – 6,64 п.л.), в том числе 3 публикации в изданиях, индексируемых в базах данных Web of Science, Scopus, RSCI (общий объем – 3,56 п.л.), 2 публикации в изданиях, рекомендованных Ученым советом МГУ имени М.В.Ломоносова для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности 5.2.4. Финансы (общий объем – 2,46 п.л.), 4 публикации в прочих научных изданиях.

**Структура работы** определяется целью и задачами диссертационного исследования. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, 3 приложений. Список литературы включает 223 наименования. Общий объем диссертации составляет 167 страниц, в том числе 27 таблиц и 3 рисунка в основном тексте работы.

## **Глава 1. Теоретические основы исследования роли внутреннего рынка капитала бизнес-группы в смягчении финансовых ограничений компаний-участников группы**

В данной главе проведен аналитический обзор академических работ, исследующих причины возникновения у компании финансовых ограничений – разрыва в стоимости ее внутреннего и внешнего финансирования. Предложена система факторов, обуславливающих возникновение финансовых ограничений. В рамках этой системы выделены транзакционные издержки, сопряженные с привлечением нового финансирования. Именно эти издержки выступают в качестве непосредственной причины финансовых ограничений. На основе анализа академической литературы аргументирована ведущая роль бизнес-групп в экономическом развитии России и других стран. Систематизированы отличительные особенности финансирования с помощью внутреннего рынка капитала бизнес-группы входящих в ее состав компаний, а также охарактеризованы направления воздействия внутреннего рынка капитала на финансовую обеспеченность компаний-участников.

### **1.1. Финансовые ограничения и причины их возникновения**

В рамках неоклассической теории необходимый объем финансирования (капитала) фирмы определяется ценами факторов производства и технологией и не зависит от финансовых факторов и денежных потоков. Предполагается, что любой привлекательный инвестиционный проект может быть профинансирован компанией<sup>9</sup>. В ставшей классической работе Ф.Модильяни и М.Миллера 1958 года было показано, что для совершенных рынков капитала инвестиционная политика компании не зависит от структуры ее источников финансирования, поскольку внутренние и внешние финансовые ресурсы предприятия служат абсолютными субститутами при финансировании инвестиционных возможностей<sup>10</sup>. В мире без

---

<sup>9</sup> Fazzari S.M., Athey M.J. Asymmetric Information, Financing Constraints, and Investment // The Review of Economics and Statistics. 1987. Vol. 69(3). P. 481

<sup>10</sup> Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // The American Economic Review. 1958. Vol. 48(3). P. 261-297

рыночных несовершенств инвестиционные решения компаний зависят от  $Q$  Тобина и от спроса на продукцию фирмы. Но, начиная с 1980-х годов, внимание исследователей фокусируется на несовершенствах рынков капитала, изучается их влияние на инвестиционную активность фирм.

С.Фаззари и М.Эти систематизировали теоретические исследования о влиянии асимметрии информации на финансирование инвестиций, демонстрирующие, что инвестиции фирмы могут ограничиваться финансовыми ресурсами, которые она генерирует<sup>11</sup>. В условиях асимметрии информации не происходит полной корректировки процентных ставок и стоимости ценных бумаг, позволившей бы фирмам осуществить все желаемые инвестиции. Как результат, внутренние финансовые ресурсы и процентные расходы ограничивают инвестиционные возможности компаний. Впоследствии С.Фаззари и соавторы<sup>12</sup> предложили рассматривать инвестиции компании как функцию от ее внутрифирменных характеристик и целого ряда финансовых факторов: наличия у компании внутренних источников финансирования, доступа к дополнительному долговому или долевым финансированию, функционирования финансовых рынков. При существенном разрыве в стоимости внутреннего и внешнего финансирования инвестиционная активность компаний, уже направивших все внутренние ресурсы на финансирование инвестиций, будет проявлять чувствительность к колебаниям ее денежного потока. Степень этой чувствительности будет монотонно увеличиваться по мере возрастания степени финансовой ограниченности компании. С.Фаззари и соавторы предложили характеризовать компании как *финансово ограниченные*, если они полностью или почти полностью используют внутренний потенциал финансирования. В рамках эмпирического исследования они относили к финансово ограниченными фирмы с высокими значениями коэффициентов реинвестирования<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Fazzari S.M., Athey M.J. Op. cit. P. 481-487.

<sup>12</sup> Fazzari S.M., Hubbard R.G., Petersen B.C., Blinder A.S., Poterba J.M. Financing Constraints and Corporate Investment // Brookings Papers on Economic Activity. 1988. Vol. 19. P. 141-206

<sup>13</sup> Ibid. P. 142.

В последующих исследованиях понятие финансовых ограничений раскрывалось по-разному. С.Каплан и Л.Зингалес определили компании как финансово ограниченные, если они сталкиваются с разрывом в стоимости внутреннего и внешнего капитала, при этом степень финансовых ограничений тем выше, чем больше такой разрыв<sup>14</sup>. С.Кумар и К.Ранджани трактуют финансовую ограниченность компании как ее неспособность вследствие различий между внутренними и внешними источниками финансирования осуществлять инвестиции, которые она бы профинансировала при доступности внутренних ресурсов<sup>15</sup>. Л. Лэвен определяет компанию как финансово ограниченную, если непредвиденный рост предложения внутренних финансовых средств приводит к более высокому уровню ее инвестиционных расходов<sup>16</sup>. При этом под непредвиденным ростом предложения внутренних финансовых ресурсов подразумевается изменение, не открывающее новой информации о прибыльности текущих инвестиций. Дж.Штайн определяет финансовые ограничения как невозможность профинансировать все инвестиционные проекты с положительной чистой приведенной стоимостью<sup>17</sup>. А.Хюютинен и Л.Вяяннен характеризуют финансово ограниченную фирму как фирму, упускающую хорошие инвестиционные возможности вследствие несовершенств рынка капитала<sup>18</sup>. Т.В.Теплова, М.С.Крылова характеризуют финансовые ограничения компании как «наличие существенных различий в затратах на капитал по внутренним (прибыль) и внешним (дополнительная эмиссия акций, новый заемный, например, публичный, капитал) источникам финансирования»<sup>19</sup>. И.В.Черкашин оперировал понятием «жестких» (и «мягких») бюджетных ограничений компании и понимал под ними ситуацию, когда инвестиции компании «зависят (не зависят) от

---

<sup>14</sup> Kaplan S.N., Zingales L. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? // The Quarterly Journal of Economics. 1997. Vol. 112(1). P. 172–173.

<sup>15</sup> Kumar S., Ranjani K.S. Financial constraints and investment decisions of listed Indian manufacturing firms // Financial Innovation. 2018. Vol. 4(6). P. 2.

<sup>16</sup> Laeven L. Does Financial Liberalization Reduce Financing Constraints? // Financial Management. 2003. Vol. 32(1). P. 8.

<sup>17</sup> Stein J.C. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources // The Journal of Finance. 1997. №52(1). P. 111.

<sup>18</sup> Huytinen A., Väänänen L. Where Do Financial Constraints Originate from? An Empirical Analysis of Adverse Selection and Moral Hazard in Capital Markets // Small Business Economics. 2006. Vol. 27. P. 326.

<sup>19</sup> Теплова Т.В., Крылова М.С. Эмпирическое исследование факторов, определяющих инвестиционную активность российских компаний // Корпоративные финансы. 2007. №1. С. 25.

изменений в показателях, характеризующих поступление денежных средств» от ее деятельности<sup>20</sup>. А.Банерджи и Э.Дюфло проводят важное разграничение между рационированными (credit rationed) и финансово ограниченными (credit constrained) компаниями: рационированные фирмы (фирмы, столкнувшиеся с рационированием банковского кредита) не являются финансово ограниченными, если имеют возможность занять средства на рынке капитала по рыночной ставке процента<sup>21</sup>. Таким образом, финансовые ограничения компании понимаются ими как недостаточность всех ее источников финансирования для удовлетворения спроса на капитал.

При всем разнообразии трактовок финансовых ограничений консенсусным для зарубежной и отечественной литературы является тезис о взаимно однозначном соответствии между наличием у компании финансовых ограничений и разрыва в стоимости дополнительного внешнего финансирования и ее внутренних средств.

В академических исследованиях *причинами возникновения финансовых ограничений* называют несовершенства финансовых рынков, ведущие к удорожанию для компании дополнительного внешнего финансирования относительно ее внутренних средств. Например, С.Фаззари и соавторы отмечали множественность факторов финансовых ограничений, указывали на трансакционные издержки, налогообложение, агентские проблемы, издержки финансовых затруднений и особо выделяли важность асимметрии информации<sup>22</sup>. Компромиссная модель структуры капитала подчеркивает взаимосвязь между налогообложением и риском дефолта в возникновении финансовых ограничений через ценовой механизм. Для наращивания налоговых преимуществ долга менеджеры увеличивают долговую нагрузку компании, это, в свою очередь, сопровождается ростом вероятности дефолта и вызывает рост кредитного спреда

---

<sup>20</sup> Черкашин И.В. Характер бюджетных ограничений участников финансово-промышленных групп и инвестиционный процесс: автореф. дис. ... канд.экон.наук: 08.00.05/Черкашин Иван Владимирович. – М., 2004. С. 13

<sup>21</sup> Banerjee A.V., Duflo E. Do Firms Want to Borrow More? Testing Credit Constraints Using a Directed Lending Program // The Review of Economic Studies. 2014. Vol. 81. P. 582

<sup>22</sup> Fazzari S.M., Hubbard R.G., Petersen B.C., Blinder A.S., Poterba J.M. Op. cit. P. 148

по рисковым долговым обязательствам<sup>23</sup>. Модель иерархии финансирования подчеркивает роль асимметрии информации и информационных проблем в возникновении финансовых ограничений<sup>24</sup>.

Вместе с тем вопросы комплексной взаимосвязи отдельных факторов финансовых ограничений недостаточно проработаны. Мы утверждаем, что *транзакционные издержки* являются непосредственной причиной возникновения у компании финансовых ограничений, а именно разрыва в стоимости внешнего и внутреннего финансирования. Сопутствующие агентским проблемам агентские издержки с позиции теории прав собственности включаются в состав транзакционных издержек как их разновидность<sup>25</sup>. Возникновение агентских издержек связано с тем, что одни экономические агенты затрачивают ресурсы, вовлекая их в эксплуатацию плохо определенных прав собственности в форме неблагоприятного отбора, морального риска, прочих оппортунистических действий (отлынивания – *shirking*), другие экономические агенты затрачивают ресурсы, предотвращая такую эксплуатацию<sup>26</sup>. Остальные факторы финансовых ограничений, отмечаемые исследователями, – асимметрия информации, издержки финансовых затруднений и налогообложение – влияют на финансовые ограничения не напрямую, а опосредованно, через величину транзакционных издержек компании, требуемых для привлечения нового финансирования. Систематизация ранее обозначенных факторов и взаимосвязей между ними позволяет комплексно раскрыть механизм возникновения финансовых ограничений компаний (Таблица 1).

---

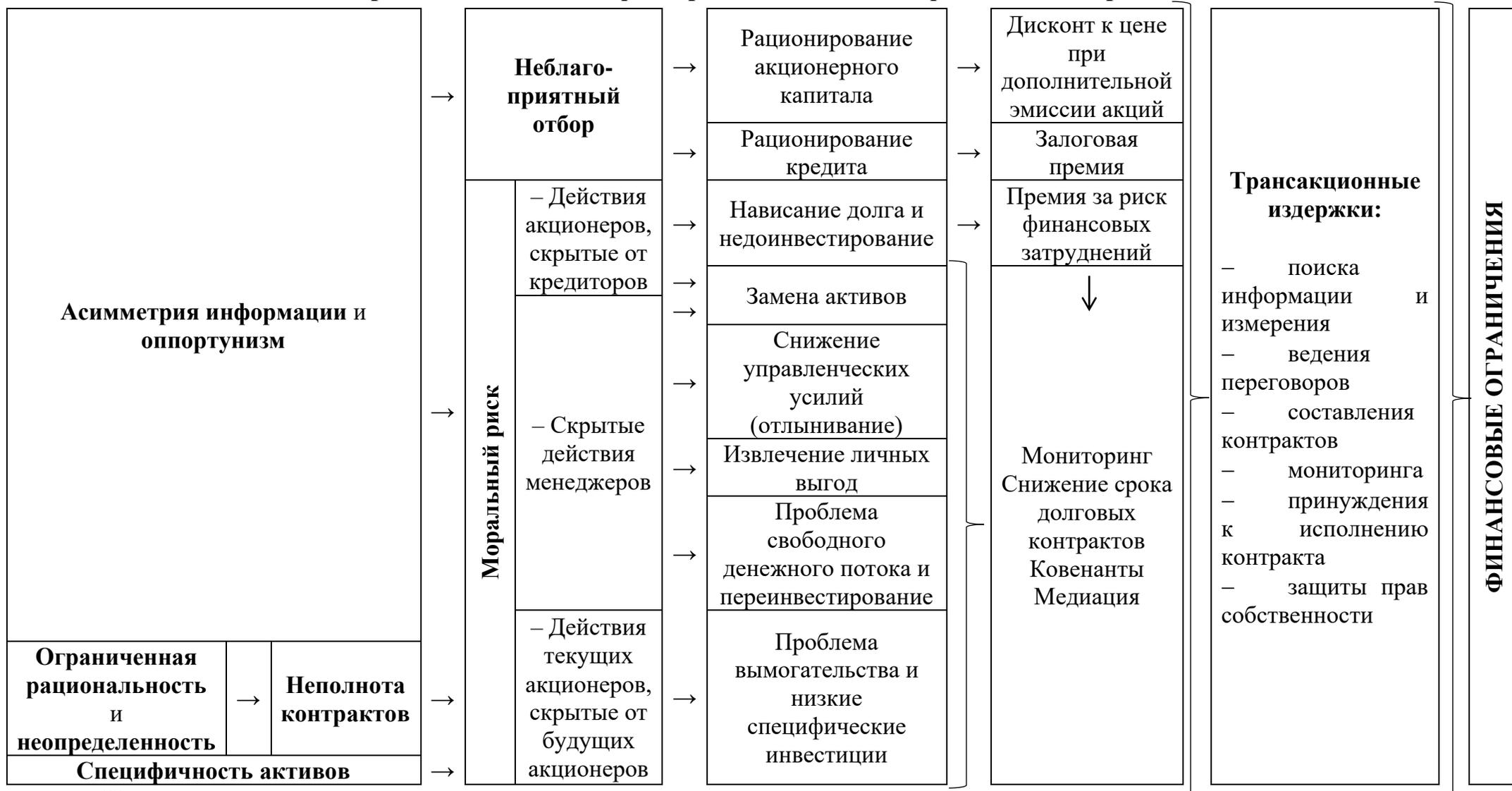
<sup>23</sup> Nikolov B., Schmid L., Steri R. The Sources of Financing Constraints // ECGI Working Paper Series in Finance. 2018. No. 641. P. 12

<sup>24</sup> DeGennaro P.R., Robotti C. Financial Market Frictions // Economic Review. Federal Reserve Bank of Atlanta. 2007. Vol. 92(Q3). P. 11.

<sup>25</sup> Allen D.W. What Are Transaction Costs? // Research in Law and Economics. 1991. Vol. 14. P. 10.

<sup>26</sup> Ibid. P. 9–10.

**Таблица 1 – Система прямых и косвенных факторов возникновения финансовых ограничений компании**



Источник: составлено автором

В мировой литературе отсутствует научный консенсус относительно понятия *транзакционных издержек*. Теория прав собственности связывает транзакционные издержки «с установлением и поддержанием прав (прежде всего собственности)», неоклассический подход – «с обменом правами собственности»<sup>27</sup>. Операционализация транзакционных издержек требует их структурирования. К настоящему времени обосновано выделение издержек поиска информации и измерения, издержек координации ресурсов (мониторинга коллективных действий<sup>28</sup>), агентских издержек<sup>29</sup>, издержек ведения переговоров и заключения контрактов, издержек оппортунистического поведения и принуждения к соблюдению условий контракта, насильственного принуждения к обмену<sup>30</sup>. Это позволяет дополнить широко применяемую<sup>31</sup> типологию транзакционных издержек Т.Эггертсона<sup>32</sup> и структурировать их следующим образом: (1) издержки поиска информации и измерения, (2) издержки ведения переговоров, (3) издержки составления контрактов, (4) издержки мониторинга, (5) издержки принуждения к исполнению контракта, (6) издержки защиты прав собственности.

В свою очередь, возникновение ненулевых транзакционных издержек обуславливается целым рядом факторов, затрудняющих осуществление трансакций, – ограниченной рациональностью и неопределенностью (исключающих возможность заключения полных контрактов), оппортунизмом,

---

<sup>27</sup> Тамбовцев В.Л. Транзакционные издержки: Трактовки и следствия // Экономическая наука современной России. 2023. №1(100). С. 20

<sup>28</sup> Alchian A., Demsetz H. Production, information costs, and economic organization // American Economic Review. 1972. Vol. 62(5). P. 785

<sup>29</sup> С позиции агентской теории М.Дженсен и У.Меклинг ассоциировали агентские издержки с отделением собственности от контроля и выделяли три их составляющих: (1) издержки мониторинга принципала (monitoring costs), (2) издержки самоограничения агента (bonding costs), (3) издержки расхождения (residual loss) – остаточное снижение благосостояния принципала из-за того, что решения агента отклоняются от оптимальных. См.: Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3(4). P. 308, 328

Либман А.В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорациях // Вестник СПбГУ. Сер. 8. 2005. Вып. 1(8). С. 123–140.

<sup>30</sup> Тамбовцев В.Л. Указ. соч. С. 20

<sup>31</sup> Цителадзе Д.Д. Классификация и оценка транзакционных издержек для технологического бизнеса // Инновации. 2014. № 12(194). С. 93.

<sup>32</sup> Эггертсон Т. Экономическое поведение и институты. М.: Дело, 2001. С. 29–30.

небольшим числом контрагентов, специфичностью активов, асимметрией информации<sup>33</sup>.

*Асимметрия информации* предполагает не только ненулевые затраты на получение информации, но и то, что эти затраты неодинаковы для разных экономических агентов<sup>34</sup>. На финансовых рынках она связана с отделением собственности от контроля, неизбежно наделяющим менеджеров компании инсайдерской информацией о ней<sup>35</sup>. В сочетании с оппортунизмом экономических агентов асимметрия информации приводит к возникновению неблагоприятного отбора и моральных рисков.

*Неблагоприятный отбор* на финансовых рынках связан с тем, что агент обладает большей информацией, чем принципал. На рынке акций повышение требуемой доходности акционеров компании при выпуске новых акций может обуславливаться опасениями недостаточно информированных инвесторов относительно вероятного отслеживания рынка менеджерами<sup>36</sup>. На долговом рынке заемщики лучше осведомлены о вероятности дефолта, чем кредиторы<sup>37</sup>, из-за чего с ростом процентной ставки по займу вероятно ухудшение пула заемщиков на рынке<sup>38</sup>. Неэффективность процентной ставки как инструмента управления качеством заемщиков вследствие неблагоприятного отбора приводит к использованию кредиторами других скрининговых инструментов – обеспечения, в том числе залога, гарантий, оценки заемщика на основе аудированных данных<sup>39</sup>. *Ограниченные залоговые и другие возможности обеспечения исполнения компанией своих долговых обязательств*, в свою очередь, также становятся источником ее финансовых ограничений. На них фокусируется внимание в

---

<sup>33</sup> Jones G.R., Hill C.W.L. Transaction Cost Analysis of Strategy-Structure Choice // Strategic Management Journal. 1988. Vol. 9(2). P. 160.

<sup>34</sup> Allen D.W. Op. cit. P. 9.

<sup>35</sup> Myers S.C., Majluf N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. 1984. Vol. 13(2). P. 196.

<sup>36</sup> Houston J.F., Ryngaert M.D. Equity Issuance and Adverse Selection: A Direct Test Using Conditional Stock Offers // The Journal of Finance. 1997. Vol. 52(1). P. 197

<sup>37</sup> Beck T.H.L. Financing constraints of SMEs in developing countries : Evidence, determinants and solutions // Tilburg University. 2007. P. 10.

<sup>38</sup> Stiglitz J.E., Weiss A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information // The American Economic Review. 1981. Vol. 71(3). P. 396

<sup>39</sup> Beck T.H.L. Op. cit. P. 10.

моделях ограниченного обеспечения исполнения обязательств (limited commitment models). Ограниченные залоговые возможности приводят к тому, что: (1) количество заключаемых контрактов тоже ограничено, а вместе с ними ограничены и возможности разделения финансовых рисков (risk sharing); (2) залоговые требования со стороны кредиторов создают «залоговую премию» (collateral premium) – активы, допускающие их использование в качестве залогового обеспечения, имеют дополнительную ценность<sup>40</sup>.

*Моральный риск* на финансовых рынках возникает вследствие того, что инвестиционные решения принимаются после решений о финансировании, и инвесторы не знают, как предоставленные ими средства инвестируются компанией<sup>41</sup>. Другими словами, инсайдеры – акционеры и менеджеры – совершают скрытые действия, способные нанести ущерб аутсайдерам компании. Проявления морального риска многогранны.

*Возможности акционеров совершать скрытые действия* (благодаря информационному преимуществу акционеров перед кредиторами на постконтрактной стадии<sup>42</sup>) в литературе отражены в моральных рисках замены активов (asset substitution)<sup>43</sup> и недоинвестирования из-за проблемы «нависания» долга<sup>44</sup>.

*Возможности менеджеров совершать скрытые действия* (поскольку акционеры и кредиторы компании хуже менеджеров осведомлены об уровне управленческих способностей последних, уровне затрачиваемых менеджерами усилий и злоупотреблений привилегиями<sup>45</sup>) отражаются в моральных рисках:

- Слабых управленческих усилий<sup>46</sup>;

---

<sup>40</sup> Kilenthong W.T. Collateral premia and risk sharing under limited commitment // Economic Theory. 2011. Vol. 46. P. 477.

<sup>41</sup> Greenwald B., Stiglitz J.E., Weiss A. Informational imperfections on the capital market and macro-economic fluctuations // American Economic Review. 1984. Vol. 74(2). P. 195.

<sup>42</sup> Thakor A.V. Corporate Investments and Finance // Financial Management. 1993. Vol. 22(2). 1993. P. 137.

<sup>43</sup> Jensen M.C., Meckling W.H. Op. cit. P. 335.

<sup>44</sup> Myers S. Op. cit. P. 155

<sup>45</sup> Thakor A.V. Op. cit. P. 139.

<sup>46</sup> Fairchild R. Conflicts between Managers and Investors over the Optimal Financial Contract // International Journal of Business and Economics. 2003. Vol. 3 (2). P. 197-212

- Злоупотребления привилегиями (perquisites) и направления денежного потока компании на личное потребление<sup>47</sup>;
- Замены активов – изменения инвестиционной программы после привлечения долгового финансирования в пользу проектов с большей вариацией денежных потоков (большим операционным риском)<sup>48</sup>;
- Переинвестирования (overinvestment) из-за проблемы свободного денежного потока<sup>49</sup>;
- В других видах морального риска.

Агентские проблемы управления вынуждают инвесторов требовать от компании премию за внешнее финансирование, устанавливать ковенанты, ограничивающие финансовую гибкость компании.

К возникновению финансовых ограничений может приводить также конфликт интересов будущих и текущих акционеров из-за информационного преимущества последних как на предконтрактной (неблагоприятный отбор), так и на постконтрактной стадии (моральный риск). Возникает проблема вымогательства (hold-up problem)<sup>50</sup>, сдерживающая специфические инвестиции<sup>51</sup>, например, в форме затрат на исследования и разработку. Если уже осуществленные текущими акционерами вложения в подготовку нового проекта ненаблюдаемы для потенциальных акционеров, то они не будут отражаться в цене акций. Следовательно, будущие акционеры не разделят с текущими акционерами такие расходы, но будут участвовать в распределении доходов проекта наравне с текущими акционерами<sup>52</sup>. Это будет стимулировать акционеров к ориентации на внутренние источники финансирования проектов, и в конечном счете может привести к инвестиционной «близорукости» (investment myopia) – выбору проектов

<sup>47</sup> Grossman S., Hart O. Corporate Financial Structure and Managerial Incentives / Lippman E., McCall J. [eds.] // The Economics of Uncertainty. Chicago, University of Chicago Press. 1982. P. 107.

<sup>48</sup> Jensen M.C., Meckling W.H. Op. cit. P. 336.

<sup>49</sup> Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // American Economic Review. Vol. 76. 1986. P. 323-329.

<sup>50</sup> Anderson R.W., Nyborg K.G. Financing and corporate growth under repeated moral hazard // Journal of Financial Intermediation. 2011. Vol. 20(1). P. 3.

<sup>51</sup> Сторчевой М.А. Экономическая теория фирмы: Систематизация // Вопросы экономики. 2012. №9. С. 43

<sup>52</sup> Thakor A.V. 1993. Op. cit. P. 138–139.

по принципу быстрой окупаемости для ускоренного восполнения внутренних финансовых ресурсов<sup>53</sup>. Финансирование с помощью акций также снижает дисциплинирующую менеджмент функцию долга и, обостряя проблему свободного денежного потока, повышает риск перенаправления денежных потоков.

Таким образом, неблагоприятный отбор и моральный риск, в свою очередь, могут приводить к (1) рациированию кредита (*credit rationing*) на равновесном рынке капитала<sup>54</sup> – «кредитной политике банков, заключающейся в целенаправленном ограничении предоставления кредитов за счет жесткого отбора потенциальных заемщиков с целью минимизации кредитных рисков банка»<sup>55</sup> и (2) к рациированию акционерного капитала (*equity rationing*)<sup>56</sup> – ограниченному использованию компаниями эмиссий акций для привлечения финансирования. Оба вида рациирования приводят к разрыву в стоимости внутреннего и внешнего финансирования, а значит, к финансовой ограниченности компаний.

Среди инструментов минимизации негативных последствий асимметрии информации стоит выделить осуществление мониторинга и пересмотр условий контракта (*ex post*), уменьшение срока долговых контрактов, медиацию (включая банкротство и реорганизацию), ковенанты. Доступности капитала через снижение асимметрии информации способствует и длительность финансовых отношений заемщика и кредитора. Чем дольше заемщик обслуживает займы, тем вероятнее его благонадежность<sup>57</sup>. Если информация о финансовых отношениях заемщика с отдельными кредиторами наблюдаема для всех кредиторов на рынке, то фактором доступности финансовых ресурсов может выступать возраст компании-заемщика. Если такая информация носит частный характер, текущий кредитор компании получает информационную монополию над заемщиком<sup>58</sup>. Имеет значение и

---

<sup>53</sup> Thakor A.V. Investment "Myopia" and the Internal Organization of Capital Allocation Decisions // Journal of Law, Economics, & Organization. 1990. Vol. 6(1). P. 133-134

<sup>54</sup> Stiglitz J.E., Weiss A. Op. cit. P. 393-410.

<sup>55</sup> Обзор региональных кредитных рисков [Электронный ресурс] // Банк России. 2016. №4. С. 23

<sup>56</sup> Greenwald B., Stiglitz J.E., Weiss A. Op. cit. P. 195.

<sup>57</sup> Diamond D.W. Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt // Journal of Political Economy. 1991. Vol. 99(4). P. 703.

<sup>58</sup> Petersen M.A., Rajan R.G. The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data // The Journal of Finance. 1994. Vol. 49(1). P. 5-6.

концентрация заимствований (показатели – максимальная доля кредитов, полученных заемщиком в одном банке, и количество источников заемного финансирования), которая может снижать совокупные издержки мониторинга и улучшать контроль<sup>59</sup>.

Структура долга по срокам погашения также может служить смягчению агентского конфликта «акционеры-кредиторы». Краткосрочный долг может использоваться как инструмент снижения агентских затрат «нависания долга» – защиты текущих кредиторов от размытия их прав на денежные потоки компании в случае наращивания долговой нагрузки. При преобладании краткосрочного долга в плохом состоянии мира (при снижении прибыльности компании) у акционеров чаще возникает возможность снизить долговую нагрузку компании путем частичного погашения истекающего долга за счет собственных средств, а не нового долга (неполного рефинансирования истекающих долговых обязательств), не прибегая к выкупу имеющихся долговых обязательств, который бы перевел часть стоимости от акционеров к кредиторам. Как следствие, краткосрочная структура долга позволяет увеличить долговой потенциал компании.

Предложенная в рамках данного параграфа система прямых и косвенных факторов возникновения финансовых ограничений компании показывает непосредственную зависимость финансовых ограничений компании от величины транзакционных издержек ее финансовых контрактов. Это позволяет определить целевую функцию контролирующего лица при смягчении финансовых ограничений в отношении компании как функцию минимизации транзакционных издержек используемого механизма финансирования.

---

<sup>59</sup> Petersen M.A., Rajan R.G. Op.cit. P. 10, 16.

## 1.2. Экономическое значение бизнес-групп и их внутренних рынков капитала

В вышедшей в 1937 году работе «Природа фирмы» Р.Коуз объяснял возникновение в рамках рынков фирм, вытесняющих механизм цен благодаря координирующей функции предпринимателя<sup>60</sup>. Вместе с тем он отмечал, что «возможны и рынки в рамках фирм», когда отдельные трансакции координируются ценовым механизмом, а не распоряжениями предпринимателя<sup>61</sup>. Эту идею впоследствии развил О.Уильямсон, показав, что штаб-квартира мультидивизиональной фирмы выполняет ряд функций рынка капитала: подвергает внутренней конкуренции денежные потоки операционных дивизионов и направляет их на наиболее эффективные инвестиционные проекты<sup>62</sup>. Это послужило фундаментом для исследований бизнес-групп и их внутренних рынков капитала.

Выработка консенсусного определения для понятия бизнес-группы затрудняется многогранностью типов бизнес-групп в экономиках развитых и развивающихся стран (в том числе вследствие межстрановых институциональных различий<sup>63</sup>), различиями в подходах к исследованию их феномена в зарубежной и отечественной науке, а также в различных ее отраслях – экономике, социологии, праве.

В исследованиях, посвященных проблемам экономической координации, принято делить *формы координации экономической деятельности* на два вида<sup>64</sup>: сетевые формы, основанные на хозяйственных связях без участия в капитале (мягкая интеграция или квазиинтеграция<sup>65</sup>), и иерархические формы, основанные

---

<sup>60</sup> Природа фирмы: К 50-летию выхода в свет работы Р. Коуза "Природа фирмы" / Под ред. О. И. Уильямсона и С. Дж. Уинтера ; Пер. с англ. М. Я. Каждана ; Науч. ред. пер. В. Г. Гребенников. – М.: Дело, 2001. С. 35–36.

<sup>61</sup> Там же. С. 85

<sup>62</sup> Hill C.W.L. Oliver Williamson and the M-Form Firm: A Critical Review // Journal of Economic Issues. 1985. Vol. 19(3). P. 733

<sup>63</sup> Lee J.Y., Colpan A.M., Ryu Y.S., Sekiguchi T. What do we know about the internationalization of Asian business groups? A systematic review and future research agenda // Asian Business and Management. 2022. Vol. 21. P. 803

<sup>64</sup> Дементьев В.Е. Жизнеспособность иерархических организаций в условиях изменчивости экономической среды // Российский журнал менеджмента. 2019. №17 (3). С. 369.

<sup>65</sup> Бутаков И.А. Методическое обеспечение аллокативной эффективности ресурсов группы промышленных предприятий : дис. ... канд. экон. наук: 5.2.3 / Бутаков Иван Александрович. – Екатеринбург, 2023.

на владельческом контроле ((жесткая) интеграция). Это деление отчасти условно<sup>66</sup>, но позволяет отграничить понятие бизнес-группы от понятия сетевой структуры. Сетевые структуры отличаются горизонтальными отношениями участников и «виртуальным по форме характером объединения»<sup>67</sup>. Бизнес-группы, напротив, соответствуют жестким формам интеграции бизнеса.

Встречающееся в литературе мнение о том, что бизнес-группа – это разновидность сетевой формы организации крупного бизнеса<sup>68</sup>, представляется методологически неоправданным. Оно обосновывается большим значением выстроенных на доверии (вследствие родственных, исторических, культурно-политических факторов) *неформальных* связей компаний-участников группы для их взаимодействия. Этот достоверный факт стоит признать необходимым, но не достаточным условием признания интегрированной структуры сетевой. Большинство исследователей сходятся во мнении, что бизнес-группа формируется на основе *формальных* и неформальных связей (Таблица 2). Таким образом, именно наличие (или отсутствие) формальных связей между участниками интеграционной структуры определяет ее отнесение к бизнес-группе (или сети). *Формальные связи* между компаниями-участниками бизнес-группы опираются на владельческий, административный, финансовый контроль, включают в себя операционные взаимосвязи, стандартизацию корпоративных процессов<sup>69</sup>.

**Таблица 2 – Подходы к определению понятия «бизнес-группа»**

Авторы	Трактовка бизнес-группы
Р.Джордж, Р.Кабир	Организационная структура, объединяющая компании, которые являются юридически независимыми, взаимосвязаны с помощью <i>формальных</i> и <i>неформальных связей</i> и привыкли к осуществлению <i>скоординированных действий</i> <sup>70</sup> .

<sup>66</sup> Дементьев В.Е., Евсюков С.Г., Устюжанина Е.В. Гибридные формы организации бизнеса: к вопросу об анализе межфирменных взаимодействий // Российский журнал менеджмента. 2017. Том 15, № 1. С. 93.

<sup>67</sup> Бодяко А.В. Информационные источники управления кругооборотом средств в холдингах : монография / А. В. Бодяко. — М.: Русайнс, 2018. С. 18.

<sup>68</sup> Курбатова М.В., Кислицын Д.В. Интегрированная бизнес-группа как основная форма существования российского крупного бизнеса // Вестник Кемеровского государственного университета. 2008. №2(34). С. 238

<sup>69</sup> Винслав Ю.Б. Корпоративные отношения в интегрированном бизнесе: ключевые задачи и направления совершенствования // Менеджмент и бизнес-администрирование. 2020. №1. С. 52.

<sup>70</sup> George R., Kabir R. Business groups and profit redistribution: A boon or bane for firms? // Journal of Business Research. 2008. Vol. 61. P. 1005

С.Чанг, Дж.Хонг	Совокупность формально независимых компаний под <i>общим административным и финансовым контролем</i> одной семьи <sup>71</sup> .
Г.Честоне и К.Фумагалли	Совокупность юридических лиц, которые <i>частично или полностью принадлежат одному лицу</i> (или семье), контролирующему активы компаний-участников <sup>72</sup> .
Р.Агилера соавторы	Совокупность юридически независимых фирм, которые <i>связаны различными устойчивыми экономическими и социальными отношениями</i> и действуют слаженным образом для достижения <i>общих целей</i> <sup>73</sup> .
С.Б.Авдашева, В.В.Голикова, Т.Г.Долгопятова, А.А.Яковлев	«Совокупность предприятий и организаций - юридических лиц, связанных <i>имущественными, договорными или иными, в том числе неформальными, отношениями</i> , руководимая из единого центра принятия решений» <sup>74</sup> .
Я.Ш.Паппэ, Я.С.Галухина	Интегрированная бизнес-группа – «совокупность предприятий из разных отраслей и секторов, которые <i>в силу сложившихся между ними связей регулярно выступают</i> в некоторых важных аспектах как <i>единый экономический агент</i> и в которой можно выделить некоторый центральный элемент» <sup>75</sup> .
Д.А.Бродский	Холдинг – «иерархическая структура, построенная на <i>отношениях экономической субординации</i> на основе владения контрольным пакетом акций либо другим элементом доминирования» <sup>76</sup>

*Источник:* составлено автором на основе анализа академической литературы

С точки зрения природы интегрирующих отношений<sup>77</sup> интегрированные бизнес-группы можно классифицировать на *имущественные* (основанные на имущественных отношениях, акционерном контроле) и *управленческие*

<sup>71</sup> Chang S.J., Hong J. Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions // The Academy of Management Journal. 2000. Vol. 43 (3). P. 429

<sup>72</sup> Cestone G., Fumagalli C. The Strategic Impact of Resource Flexibility in Business Groups // The RAND Journal of Economics. 2005. Vol. 36(1). P. 196

<sup>73</sup> Aguilera R.V., Federo R., Pascual-Fuster B., Crespi-Cladera R. The Corporate Governance of Business Groups: What We Know and What Lies Ahead // Annals of Corporate Governance. 2023. Vol. 7(3). P. 157

<sup>74</sup> Крупные новые компании («бизнес-группы») в российской переходной экономике: состояние проблемы в экономической литературе: препринт WP1/2005/09 / С.Б. Авдашева, В.В. Голикова, Т.Г. Долгопятова, А.А. Яковлев —М.: ГУ ВШЭ, 2005. С. 3.

<sup>75</sup> Паппэ Я.Ш., Галухина Я.С. Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993–2008 гг. М.: ГУ-ВШЭ, 2009. С. 16.

<sup>76</sup> Бродский Д.А. Инвестиционная стратегия холдинговой организации : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.01. – Москва, 2010. С. 24.

<sup>77</sup> Паппэ Я.Ш. «Олигархи»: Экономическая хроника, 1992–2000. М.: ГУ-ВШЭ, 2000. С. 26–29.

(основанные на управленческих механизмах). Имущественные бизнес-группы можно классифицировать на системы взаимочастия (построенные на перекрестном владении контрольными пакетами основными участниками группы) и холдинги, подразделяя последние на классические («пирамидальные») и распределенные.

Проблематика бизнес-групп затрагивается в исследованиях альтернативных *форм экономической организации*. В рамках этого исследовательского направления многогранность понятия бизнес-группы проявляется в том, что оно включает в себя несколько форм экономической организации. Во-первых, это холдинговая форма (H-структура), предполагающая объединение группы компаний по формальному признаку – на основе владения холдинговой компанией правами контроля над дочерними предприятиями<sup>78</sup>. Во-вторых, это мультидивизиональная форма (M-структура) в виде группы компаний, предполагающая функционирование под центральным контролем нескольких дивизионов (сегментов), выделенных «по рыночному (товарному или территориальному) признаку»<sup>79</sup> и обладающих определенной хозяйственной самостоятельностью. Наконец, рядом отечественных исследователей предлагается рассматривать также квазифедеративную форму организации (Z-форму), в рамках которой дивизионы наделены лишь функциями управления операционной деятельностью<sup>80</sup>.

Рассмотренная выше многогранность понятия бизнес-группы требует уточнения подхода, применяемого в настоящем исследовании. Под бизнес-группами мы будем понимать *группы компаний, в основе которых лежит иерархическая координация*, тем самым исключая сетевые объединения<sup>81</sup>. Среди иерархически организованных групп компаний объектом нашего исследования

---

<sup>78</sup> Colli A., Colpan A.M. Business Groups and Corporate Governance: Review, Synthesis, and Extension // Corporate Governance: An International Review. 2016. Vol. 24(3). P. 278.

<sup>79</sup> Устюжанина Е.В. Формы интеграции бизнеса: взгляд с позиции институциональной теории // Вестник РЭУ им. Г.В. Плеханова. 2015. №2 (80). С. 35.

<sup>80</sup> Дементьев В.Е., Евсюков С.Г., Устюжанина Е.В. Указ. соч. С. 98.

<sup>81</sup> Это не приводит к неоправданному сужению объекта исследования, поскольку считается, что в России жесткая интеграция преобладает над мягкой, квазиинтерацией. См. Орехова С.В., Заруцкая В.С. Интеграция бизнеса: эволюция подходов и новая методология // Журнал экономической теории. 2019. Т. 16. №3. С. 567.

будут лишь группы, в которых *контроль основан на имущественных правах*. Такой подход можно назвать акционерно-центрированным<sup>82</sup>.

С правовой точки зрения понятия бизнес-группы, холдинга, интегрированной корпоративной структуры в России не являются законодательно закрепленными. Федеральный закон от 30.11.1995 г. «О финансово-промышленных группах» стал законодательным оформлением постфактум бурного развития групп компаний, однако к середине 2000-х годов утратил свою актуальность и в 2007 году был отменен<sup>83</sup>. В настоящее время законодательно закрепленными являются только понятия банковской группы и банковского холдинга, при этом «банковской группой признается не являющееся юридическим лицом объединение юридических лиц, в котором одно юридическое лицо или несколько юридических лиц (далее – участники банковской группы) находятся под контролем либо значительным влиянием одной кредитной организации (далее – головная кредитная организация банковской группы)»<sup>84</sup>. На наш взгляд, данное определение может быть использовано для аналогичного определения бизнес-групп в целом, то есть и за пределами банковской сферы.

Проведенная нами систематизация опыта как развивающихся, так и развитых стран свидетельствует, что деятельность бизнес-групп не только не подрывается по мере активного экономического и институционального развития стран и регионов, но и обретает всё большее экономическое значение<sup>85</sup>. Общемировой практике функционирования крупного бизнеса соответствует также глубокое проникновение бизнес-групп в экономические процессы в России. В бизнес-группах локализованы производственные системы страны<sup>86</sup>.

К началу XXI века в большинстве российских компаний сформировался доминирующий акционер, а создаваемые компании сразу же характеризовались

---

<sup>82</sup> Gopalan R., Nanda V., Seru A. Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups // Journal of Financial Economics. 2007. Vol. 86. P. 763

<sup>83</sup> Федеральный закон "О признании утратившим силу Федерального закона "О финансово-промышленных группах" от 22.06.2007 №115-ФЗ

<sup>84</sup> Федеральный закон от 02.12.1990 №395–1 (ред. от 19.12.2023) «О банках и банковской деятельности». Статья 4

<sup>85</sup> Короткова Я.И. Бизнес-группы и их внутренние рынки капитала: зарубежный и российский опыт // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. 2021. №5. С. 75–76.

<sup>86</sup> Абдикеев Н.М., Тютюкина Е.Б., Богачев Ю.С. Формирование цепочек воспроизводства добавленной стоимости в промышленности на основе бизнес-аудита // Экономика. Налоги. Право. 2019. Т. 12(3). С. 70.

наличием крупного собственника<sup>87</sup>. Уже в тот период российские бизнес-группы характеризовались многоуровневой структурой (от 5 до 7 уровней дочерних компаний, последовательно контролировавших друг друга<sup>88</sup>). Накануне введения первых антироссийских санкций вклад крупнейших интегрированных структур (в том числе с государственным участием) в ВВП страны оценивался в 40–50%<sup>89</sup>.

По подсчетам А.Ю.Юданова и А.А.Яковлева<sup>90</sup>, анализируя российские быстрорастущие компании («газели») за периоды 2010–14 гг. и 2011–15 гг., треть компаний—«газелей», отобранных на основе «жесткого» критерия (ежегодный рост выручки на 30% и более в период по двум выборкам, соответственно), были участниками бизнес-групп. При этом медианное значение выручки аффилированных быстрорастущих компаний оказалось примерно в два раза больше медианной выручки независимых «газелей». По более поздним оценкам А.В.Жиганова и А.Ю.Юданова<sup>91</sup>, в первой половине 2010-х годов с бизнес-группами были аффилированы порядка 80% быстрорастущих российских компаний.

Отечественные исследователи связывают существование бизнес-групп с недостатками институциональной среды (прежде всего, недостаточной защищенностью прав собственности), меньшей прозрачностью для государственного надзора и недостаточной развитостью финансовой системы в стране, приводящей к ограниченности доступа к инвестиционным ресурсам<sup>92</sup>. Участие компаний в бизнес-группах рассматривается как индикатор встроенности этих фирм в систему получения ренты<sup>93</sup>. Тем не менее, А.Ю.Юданов и А.А.Яковлев связывают успехи аффилированных с бизнес-группами «газелей» не столько с извлечением ренты, сколько с перераспределением внутригрупповых ресурсов.

---

<sup>87</sup> Долгопятова Т.Г. Концентрация собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки // Известия Уральского государственного экономического университета. 2016. №4 (66). С. 31.

<sup>88</sup> Крупные новые компании... Указ. соч. С. 9.

<sup>89</sup> Карелина М.Г. Методология статистического исследования интеграционной активности российских холдингов: дис. ... д-ра. экон. наук: 08.00.12/ Карелина Мария Геннадьевна. – М., 2015. С. 63.

<sup>90</sup> Юданов А.Ю., Яковлев А.А. Указ. соч. С. 80–101.

<sup>91</sup> Жиганов А.В., Юданов А.Ю. Быстрорастущие компании в России: влияние аффилированности на факторы роста // Российский журнал менеджмента. 2019. №17(3). С. 287–308.

<sup>92</sup> Там же. С. 288.

<sup>93</sup> Юданов А.Ю., Яковлев А.А. Указ. соч. С. 80–101.

Один из ключевых сценариев успеха аффилированных компаний, по их мнению, базируется на возможности осуществлять инвестиционные проекты, которые компания не могла бы осуществить без использования ресурсной базы материнской компании – иными словами, на смягчении финансовых ограничений, которое внутренний рынок капитала групп обеспечивает компаниям.

Еще один драйвер развития бизнес-групп – инновационная деятельность<sup>94</sup> и процессы цифровой трансформации крупного бизнеса. Реализация соответствующих проектов силами обособленных юридических лиц в составе бизнес-группы целесообразна для обеспечения им большей свободы и оперативности, а создание центров инноваций позволяет координировать проекты и процессы в дочерних компаниях<sup>95</sup>.

Таким образом, существенная роль бизнес-групп в экономике многих стран, включая Россию, актуализирует исследование функциональных особенностей бизнес-групп, обеспечивающих этой организационной форме крупного бизнеса универсальный характер и устойчивость к изменениям экономического и институционального окружения на протяжении многих десятилетий. Одним из преимуществ бизнес-групп является общий доступ аффилированных компаний к ограниченным ресурсам, что создает интеграционные эффекты от их совместного использования<sup>96</sup>. Применительно к финансовым ресурсам, это обуславливает необходимость исследования внутренних рынков капитала бизнес-групп и их особенностей.

Определяя понятие *внутреннего рынка капитала бизнес-группы*, многие исследователи либо сосредотачивают свое внимание на отдельных элементах рынка, либо фокусируются преимущественно на финансовом взаимодействии его участников. Зарубежные авторы сводят внутренний рынок капитала к *финансовым*

---

<sup>94</sup> Antipina Z.P., Gordeeva E.S. Business groups, innovation and structural transformations in developing economies // The European Proceedings of Social & Behavioural Sciences EpSBS. Vol. 57. Samara: Future Academy, 2019. P. 111.

<sup>95</sup> Рождение корпоративных экосистем / В.В. Сараев, Д.С. Медовников, С.Д. Розмирович [и др.]. – М.: «Иннопрактика», 2020. С. 20, 38–39.

<sup>96</sup> Орехова С.В., Бутаков И.А. Аллокация ресурсного портфеля группы промышленных предприятий // Journal of New Economy. 2022. Т. 23, № 4. С. 87.

связям<sup>97</sup> и аллокации финансирования между аффилированными компаниями<sup>98</sup>, характеризуют его как *набор механизмов*, обеспечивающих движение финансовых средств между компаниями группы<sup>99</sup>. Д.А.Бродский определяет внутренний рынок капитала холдинга как «*сумму средств, находящуюся в распоряжении управляющей компании и подлежащую распределению между дочерними организациями*»<sup>100</sup>. По мнению И.В.Вякиной, «*бизнес-группа выступает в качестве институциональной структуры внутреннего финансового рынка, обеспечивающей распределение капитала среди дочерних фирм в условиях недостаточности и неопределенности внешнего финансирования*»<sup>101</sup>.

На наш взгляд, комплексный подход к определению внутреннего рынка капитала реализован в его трактовке как «*системы движения долгосрочных финансовых ресурсов непосредственно между бизнес-единицами, а также между бизнес-единицами и головной компанией*»<sup>102</sup>.

Характеристика внутреннего рынка капитала бизнес-группы как системы позволяет определить его не только через выполняемую им функциональную задачу (перераспределение финансовых средств), но и через устойчивое взаимодействие участников, с акцентированием целостности внутреннего рынка капитала (в противовес атомарным «*наборам механизмов*» и «*сумме средств*») и значения механизма связи (обеспечиваемого правами контролирующего группу лица). Вместе с тем данное определение требует одного уточнения, необходимого для российских бизнес-групп: вследствие широкого использования российскими компаниями краткосрочных источников финансирования на постоянной основе, финансовые инструменты со сроком жизни от 3 месяцев до года мы также будем относить к внутреннему рынку капитала бизнес-групп.

---

<sup>97</sup> Gopalan R., Nanda V., Seru A. 2007. Op. cit. P. 760.

<sup>98</sup> Beyer B., Downes J., Rapley E.T. Internal capital market inefficiencies, shareholder payout, and abnormal leverage // Journal of Corporate Finance. 2017. Vol. 43. P. 39.

<sup>99</sup> Giannini V., Iacobucci D. The Role of Internal Capital Market in Business Groups // The Palgrave Handbook of Managing Family Business Groups. 2023. P. 49.

<sup>100</sup> Бродский Д.А. Указ. соч. С. 19.

<sup>101</sup> Вякина И.В. Бизнес-интеграция и квазинтеграция в инвестиционном обеспечении экономической безопасности // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2017. №13 (5). С. 887.

<sup>102</sup> Кулемин А.Н. Финансовое управление внутренним рынком капитала в холдинговой компании: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. М., 2007. С. 7.

Раскрыть работу внутреннего рынка капитала бизнес-группы как механизма финансирования позволяет произведенная нами систематизация (Таблица 3) преимуществ контролирующего группу лица, обеспечиваемых выбором внутригруппового финансирования вместо финансирования за счет средств внешних инвесторов, их факторов и последствий (как благоприятных, так и неблагоприятных).

Во-первых, особенности финансирования с помощью инструментов внутреннего рынка капитала (далее – внутригруппового финансирования) обуславливаются, прежде всего, наличием у контролирующего группу компаний лица остаточных прав контроля над всеми компаниями-участниками. Это обеспечивает контролирующее группу компаний лицо *информационным преимуществом*<sup>103</sup> при использовании внутригруппового финансирования.

Во-вторых, права контроля над всеми компаниями-участниками внутреннего рынка капитала группы наделяют контролирующее лицо доступом к значительно *большему объему информации* об аффилированных компаниях, чем тот, что возможен у внешних инвесторов. Менеджеры контролируемых компаний заинтересованы в раскрытии контролирующему лицу достоверной информации об инвестиционных возможностях компаний с целью получения большего объема перераспределяемых на внутреннем рынке капитала ресурсов<sup>104</sup>.

---

<sup>103</sup> Stein J.C. 1997. Op. cit. P. 130.

<sup>104</sup> Stein, J.C. Information production and capital allocation: decentralized vs. hierarchical firms // Journal of Finance. 2002. Vol. 57. P. 1893.

**Таблица 3 – Система факторов создания и разрушения стоимости внутренним рынком капитала бизнес-группы**



*Источник:* составлено автором.

*Пояснения:* КЛ – контролирующее лицо; ВРК – внутренний рынок капитала бизнес-группы.

Как следствие, при выборе в пользу внутригруппового финансирования вместо финансирования с помощью рынков капитала контролирующее группу компаний лицо способно использовать свои *мониторинговые преимущества*<sup>105</sup>. Централизация финансирования у источника смягчает проблему «безбилетника» – обладая остаточными правами контроля контролирующее группу компаний лицо имеет больше стимулов и прилагает больше усилий к мониторингу компании-заемщика по сравнению с отдельными инвесторами из потенциально широкого круга участников финансовых рынков.

Отмеченные информационное и мониторинговое преимущества позволяют *снижать остроту проблем асимметрии информации* между менеджерами и инвесторами и *оппортунизма инсайдеров*<sup>106</sup>.

Если на внешних рынках капитала перераспределение инвестированных средств часто требует «пожарных продаж активов» с убытком<sup>107</sup>, на внутреннем рынке остаточные права контроля над предприятиями группы обеспечивают контролируемому акционеру *широкие перераспределительные возможности*<sup>108</sup>. Они способствуют созданию стоимости в случае, если ресурсы перераспределяются от компаний/инвестиционных проектов с меньшими возможностями роста к компаниям/проектам с большими возможностями роста («выбор победителя» – winner picking) или используются стратегически для улучшения положения компаний-реципиентов на рынках<sup>109</sup>.

Кроме того, благодаря гибкому перераспределению капитала и смягчению агентского конфликта между акционерами и кредиторами внутригрупповое финансирование *меньше повышает ожидаемые издержки банкротства*, чем внешний долг<sup>110</sup>. Перераспределение капитала внутри группы имеет большое

---

<sup>105</sup> Gertner R.H., Scharfstein D.S., Stein J.C. Internal versus external capital markets // Quarterly Journal of Economics. 1994. Vol. 109(4). P. 1212.

<sup>106</sup> Locorotondo R., Dewaelheyns N., Van Hulle C. The Consequences of Business Group Affiliation: A Review of the Literature // Review of Business and Economic Literature. 2012. Vol. 57(1). P. 80.

<sup>107</sup> Черкасова В.А., Тиммербулатов Б.С. Инновационный подход к снижению систематического риска компаний через отраслевую диверсификацию // Инновации. 2017. № 2(220). С. 94.

<sup>108</sup> Stein J.C. 1997. Op. cit. P. 117.

<sup>109</sup> Cestone G., Fumagalli C. Op. cit. P. 193–214.

<sup>110</sup> Verschueren I., Deloof, M. How does intragroup financing affect leverage? Belgian evidence // Journal of Accounting, Auditing and Finance. 2006. Vol. 21. P. 87.

значение для управления рисками финансовых затруднений компаний-участников группы: Г.Нихаус на примере страховых компаний демонстрирует, что уменьшение прибыльности компании сопровождается большим привлечением финансовых ресурсов от связанных сторон<sup>111</sup>.

Однако высокие перераспределительные возможности внутреннего рынка капитала могут иметь и *негативные последствия*.

Во-первых, к разрушению стоимости ведет «гибкость» в предоставлении или продолжении внутригруппового финансирования проекта при его плохих экономических результатах – *корпоративный социализм*<sup>112</sup>. Его причинами могут служить лоббирующие действия менеджеров таких проектов или инертность кредитных соглашений со связанными сторонами, а следствиями – *снижение стимулов менеджмента к управлению и предпринимательской инициативе*<sup>113</sup> и *переинвестирование*<sup>114</sup>. Менеджеры компаний с высокими инвестиционными возможностями, боясь перераспределения свободного денежного потока компании в пользу связанных сторон, могут инвестировать не в проекты с наибольшей отдачей, а в «защитные» проекты, доходы от которых труднее перераспределить в пользу других компаний<sup>115</sup> («окапывание»).

Во-вторых, перераспределительные возможности внутреннего рынка капитала могут использоваться в корыстных интересах самих контролирующих лиц. Гипотеза *вывода активов* (tunneling) подчеркивает роль агентских конфликтов между инсайдерами (ключевым собственником и менеджментом) и аутсайдерами (миноритарными акционерами и кредиторами) группы компаний в функционировании ее внутреннего рынка капитала<sup>116</sup>. Управленческие действия контролирующего лица при выводе активов мотивируются извлечением частных

---

<sup>111</sup> Niehaus G. Managing capital via internal capital market transactions: The case of life insurers // The Journal of Risk and Insurance. 2018. Vol. 85 (1). P. 69–106.

<sup>112</sup> Scharfstein D.S., Stein J.C. The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment // The Journal of Finance. 2000. Vol. 60 (6). P. 2537-2564.

<sup>113</sup> Gertner R.H., Scharfstein D.S., Stein J.C. Op. cit. P. 1211-1230.

<sup>114</sup> Scharfstein D.S., Stein J.C. Op. cit. P. 2537-2564.

<sup>115</sup> Rajan R., Servaes H., Zingales L. The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment // The Journal of Finance. 2000. Vol. 40(1). P. 37-38.

<sup>116</sup> Johnson, S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Tunneling // American Economic Review Papers and Proceedings. 2000. Vol. 90. P. 22.

выгод в ущерб миноритарным акционерам, кредиторам, государственным интересам в налоговой сфере. В эмпирических исследованиях индикаторами вывода активов контролирующим собственником могут служить свидетельства о падении рентабельности активов или доходности акций компаний-доноров<sup>117</sup>.

Таким образом, остаточные права контроля над всеми компаниями-участниками группы и каналы обмена информацией в группе обеспечивают контролирующее группу лицо доступом к широкому кругу информационных потоков, обширными возможностями мониторинга и заинтересованностью в нем. Как следствие, на внутреннем рынке капитала бизнес-группы снижается острота проблемы асимметрии информации между менеджерами и акционером, ограничивается вероятность возникновения финансовых затруднений. Вместе с тем совокупные выгоды от перераспределения финансовых средств в рамках внутреннего рынка капитала определяются соотношением выгод от данных преимуществ и издержек от снижения стимулов менеджмента к эффективному управлению, а также потенциального оппортунизма контролирующих лиц.

### **1.3. Направления воздействия внутреннего рынка капитала бизнес-группы на финансовую обеспеченность ее компаний**

Воздействие широких перераспределительных возможностей внутреннего рынка капитала бизнес-группы на финансовую обеспеченность компаний зависит: (1) от силы эффекта взаимного страхования обязательств компаний группы; (2) от характера перекрестного субсидирования; (3) от выбора степени централизации внешнего финансирования бизнес-группы.

#### **1.3.1. Взаимное страхование обязательств компаний группы**

В 1971 году В.Г.Левеллен теоретически обосновал, что при слабой корреляции денежных потоков двух фирм их слияние приводит к *взаимному страхованию* (co-insurance) долговых обязательств: для любого заданного уровня совокупных долговых обязательств двух фирм вероятность дефолта снижается в

---

<sup>117</sup> Короткова Я.И. Бизнес-группы и их внутренние рынки капитала... Указ. соч. С. 81.

результате их слияния<sup>118</sup>. Таким образом, кредитный риск образованной компании становится меньше, чем совокупный кредитный риск объединившихся фирм, в то время как ее долговой потенциал превосходит сумму долговых потенциалов, которые были присущи объединившимся фирмам.

В бизнес-группах наличие у компаний-участников доступа к средствам внутреннего рынка капитала также способствует росту заемного потенциала компаний. Благодаря внутреннему рынку капитала бизнес-группы компания может выполнять свои обязательства перед внешними кредиторами даже при возникновении у нее финансовых затруднений, если будет поддержана связанными сторонами. Такая групповая поддержка обеспечивается, во-первых, стремлением менеджмента и контролирующих акционеров группы к сохранению высокой финансовой репутации подконтрольных компаний и, во-вторых, относительной простотой реструктуризации внутригруппового долга<sup>119</sup>.

Благоприятные последствия взаимного страхования заключаются в том, что перераспределение денежных средств между компаниями с помощью внутреннего рынка капитала позволяет сглаживать волатильность денежных потоков отдельных участников бизнес-группы и предотвращать тем самым возникновение у них финансовых затруднений<sup>120, 121</sup>. Ограниченность внешнего финансирования повышает ценность взаимного страхования и распределения рисков с помощью внутреннего рынка капитала бизнес-группы<sup>122</sup>. Действие в бизнес-группах эффекта взаимного страхования подтверждено исследователями эмпирически (Приложение 1).

Поскольку условия платежей по внутригрупповым требованиям могут легко адаптироваться под потребности фирмы в ликвидности, внутренний рынок

---

<sup>118</sup> Lewellen W.G. A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger // *The Journal of Finance*. 1971. Vol. 26(2), Papers and Proceedings of the Twenty-Ninth Annual Meeting of the American Finance Association Detroit, Michigan, 1970. P. 532.

<sup>119</sup> Buchuk D., Larrain B., Muñoz F., Urzúa F.I. The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans // *Journal of Financial Economics*. 2014. Vol. 112. P. 193.

<sup>120</sup> Hsiao C.-Y., Shiu Y.-M. Risk-sharing function in internal capital markets: Evidence from intragroup reinsurance activities // *International Review of Financial Analysis*. 2023. Vol. 87. 18 p.

<sup>121</sup> Khanna T., Yafeh Y. Business Groups and Risk Sharing around the World // *The Journal of Business*. 2005. Vol. 78(1). P. 302.

<sup>122</sup> Avramidis P., Asimakopoulos I., Malliaropoulos D., Travlos N.G. Do banks appraise internal capital markets during credit shocks? Evidence from the Greek crisis // *The Journal of Financial Intermediation*. 2021. Vol. 45. 13 p.

капитала бизнес-групп позволяет аффилированным компаниям экономить на резервах ликвидности, тем самым способствуя росту рентабельности<sup>123</sup>. Этот эффект иллюстрирует часто наблюдаемое сокращение коэффициента наличности компаниями-целями после сделок слияния и поглощения<sup>124</sup>.

Более высокий долговой потенциал аффилированных с группой компаний при его использовании также позволяет снижать налоговую нагрузку фирм благодаря росту приведенной стоимости налоговых щитов.

Эффект увеличения объема доступного компаниям внешнего финансирования (“more money” effect)<sup>125</sup> благодаря активному внутреннему рынку капитала особенно благоприятен в том случае, если компании группы сталкиваются с проблемой недоинвестирования. Острота этой проблемы может быть обусловлена недостаточной развитостью в стране (регионе) рынка капитала, в частности, а также в целом экономических, правовых и судебных институтов. С позиции *теории институционального вакуума* (institutional voids hypothesis) в условиях рыночных несовершенств внутренний рынок капитала бизнес-группы замещает внешние рынки капитала<sup>126, 127</sup>, обеспечивая участникам транзакционные преимущества благодаря многократному снижению издержек контрактации, высокой адаптивности в условиях слабой правовой защищенности бизнеса и/или ограниченности финансовых ресурсов в экономике.

### 1.3.2. Перекрестное субсидирование компаний в бизнес-группе

Важной характеристикой внутреннего рынка капитала является возможность перераспределения ресурсов одной фирмы в пользу другой фирмы с целью финансирования деятельности последней – так называемое *перекрестное субсидирование* (cross-subsidization). Причинами перераспределения финансовых

<sup>123</sup> Lefebvre V. A bird in the hand is better than two in the bush: Investigating the relationship between financial slack and profitability in business groups // Business Research Quarterly. 2021. Vol. 27(3). P. 1–21.

<sup>124</sup> Stiebale J., Wößner N. M&As, Investment and Financing Constraints // International Journal of the Economics of Business. 2020. Vol. 27(1). P. 50–51.

<sup>125</sup> Qian X., Kong D., Du L. Proximity, information, and loan pricing in internal capital markets: Evidence from China // China Economic Review. Vol. 54. 2019. P. 436.

<sup>126</sup> Khanna T., Palepu K. The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-Run Evidence from Chile // The Academy of Management Journal. 2000. Vol. 43 (3). P. 269–270.

<sup>127</sup> Manikandan S., Ramachandran J. Beyond institutional voids: Business groups, incomplete markets, and organizational form // Strategic Management Journal. 2015. Vol. 36. P. 598–600.

средств на внутреннем рынке капитала, как правило, служат: (1) реальная потребность компаний в финансировании инвестиций при невозможности привлечь внешние финансовые ресурсы; (2) инвестирование свободных денежных потоков в другие компании; (3) перераспределение прибыли для оптимизации налогообложения; (4) преследование стратегических целей (например, финансирование дочерней компании с целью ее более агрессивного участия в конкуренции на рынке)<sup>128</sup>. Перекрестное субсидирование компаний в бизнес-группе может улучшать распределение финансовых ресурсов группы (“smart money” effect)<sup>129</sup>.

В рамках перекрестного субсидирования компаний в группе контролирующее бизнес-группу лицо может осуществлять *практику выбора победителя* (winner-picking)<sup>130</sup>. Автор данного понятия Дж. Штайн исследовал внутренние рынки капитала диверсифицированных фирм и определил его как практику активного перераспределения штаб-квартирой компании финансовых ресурсов между проектами. В этом случае вероятность того, что проект получит на внутреннем рынке капитала необходимое финансирование, зависит не только от абсолютных показателей самого проекта, но также от его относительных показателей – результатов сопоставления данного проекта с совокупным портфолио компании. В бизнес-группе объем финансовых ресурсов подконтрольной компании также зависит от решений головной компании о распределении ресурсов, но в несколько меньшей степени, поскольку участники бизнес-группы, как и независимые компании, могут привлекать средства на внешнем рынке капитала в дополнение к имеющимся ресурсам.

Перекрестное субсидирование на внутреннем рынке капитала может способствовать более эффективному распределению финансовых ресурсов благодаря тому, что контролирующее лицо на внутреннем рынке капитала лучше осведомлено о перспективах компаний/сегментов по сравнению с внешними

---

<sup>128</sup> George R., Kabir R. Op. cit. P. 1005.

<sup>129</sup> Qian X., Kong D., Du L. Op. cit. P. 436.

<sup>130</sup> Stein J.C. 1997. Op. cit. P. 111-133.

инвесторами. Полагаясь на более полную и достоверную информацию об инвестиционных возможностях внутри бизнес-группы и реализуя практику «выбора победителя», контролирующее группу лицо может увеличивать стоимость бизнеса при неизменном объеме доступных группе финансовых средств. В соответствии с выводами Дж.Штайна, вероятность следования практике «выбора победителя» выше, если компании группы (сегменты) функционируют в смежных сферах – это облегчает оценку относительной привлекательности инвестиционных проектов различных компаний.

Дж.Мацусака и В.Нанда отмечают, что внутренний рынок капитала, с одной стороны, позволяет компаниям избегать дорогостоящего внешнего финансирования, но, с другой стороны, способствует возникновению проблемы переинвестирования в случае полного устранения финансовых ограничений компаний, поскольку в этом случае также исчезает и дисциплинирующая функция внешнего финансирования<sup>131</sup>. Они не считают, что внутренний рынок капитала позволяет принимать более информированные инвестиционные решения, но утверждают, что он характеризуется большей гибкостью в перераспределении финансовых средств, чаще позволяя обходить трудности, связанные с внешним финансированием. Исследователи предлагают рассматривать внутренний рынок капитала диверсифицированной фирмы как реальный опцион, позволяющий избегать потерь от привлечения внешнего финансирования: внутренний рынок капитала утрачивает свою ценность в случае, когда доступные компании финансовые ресурсы достаточны для финансирования всех прибыльных инвестиционных возможностей, но становится более ценным с ростом изменчивости инвестиционных возможностей.

Р.Раджан, Г.Серваес и Л.Зингалес на примере внутреннего рынка капитала диверсифицированной фирмы отмечают, что менеджеры подразделений, реализуя эффективные инвестиционные проекты (вместо проектов, максимизирующих их личные выгоды), рискуют разделить создаваемую такими проектами стоимость с

---

<sup>131</sup> Matsusaka J.G., Nanda V. Internal Capital Markets and Corporate Refocusing // Journal of Financial Intermediation. 2002. Vol. 11. P. 176–211

менеджерами остальных подразделений<sup>132</sup>. Вместе с тем такой риск, снижающий стимулы менеджмента следовать эффективной инвестиционной политике, уменьшается, если подразделения сопоставимы между собой по инвестиционным возможностям, и выгоды, получаемые менеджерами от инвестиционных проектов других подразделений, компенсируют утрату части выгод от собственных проектов. Это обстоятельство частично оправдывает «корпоративный социализм» на внутреннем рынке капитала, поскольку он приводит к снижению разнородности подразделений (хоть и ценой неэффективного распределения финансовых ресурсов *ex ante*).

Распространенность практики социалистического перекрестного субсидирования на внутренних рынках капитала диверсифицированных фирм и бизнес-групп подтверждается эмпирически<sup>133, 134</sup>.

В отечественной литературе встречается мнение о том, что финансирование с помощью внутреннего рынка капитала менее эффективно по сравнению с внешним финансированием, поскольку имеет нерыночный характер и предполагает, что критерием принятия финансовых решений является не ожидаемая доходность, а другие факторы<sup>135</sup>.

Например, при прочих равных условиях, больше внутригрупповых ресурсов могут получать менеджеры подразделений, имеющие социальные связи (благодаря опыту работы, образованию, некоммерческим организациям) с лицом, принимающим решения о распределении средств с помощью внутреннего рынка капитала<sup>136, 137</sup>. При недостатках в системе корпоративного управления это может приводить к разрушающей стоимости бизнеса инвестиционной политике. Однако при высоких издержках асимметрии информации тесные социальные связи между

---

<sup>132</sup> Rajan R., Servaes H., Zingales L. *Op. cit.* P. 38.

<sup>133</sup> Wang J., Ye K. Managerial Agency Costs of Socialistic Internal Capital Markets: Empirical Evidence from China // *Journal of International Financial Management & Accounting*. 2014. Vol. 25(1). 37 p.

<sup>134</sup> Locorotondo R., Dewaelheyns N., Van Hulle C. 2012. *Op. cit.* P. 85.

<sup>135</sup> Авдашева С.Б. Бизнес-группы как форма реструктуризации предприятий: движение вперед или шаг назад? // *Российский журнал менеджмента*. 2005. Т.3(1). С. 3–26.

<sup>136</sup> Duchin R., Soslura D. Divisional Managers and Internal Capital Markets // *The Journal of Finance*. 2013. Vol. 68(2). P. 387–429

<sup>137</sup> Glaser M., Lopez-de-Silanes F., Sautner Z. Opening the Black Box: Internal Capital Markets and Managerial Power // *The Journal of Finance*. 2012. Vol. 68 (4). P. 1577–1631

менеджерами связанных компаний могут, напротив, содействовать повышению эффективности инвестиционных решений группы.

### **1.3.3. Выбор между концентрацией и распределением внешнего финансирования бизнес-группы**

Способность компаний-участников группы самостоятельно привлекать внешний капитал в сочетании с возможностью перераспределять внутри группы имеющиеся ресурсы позволяет контролирующему лицу выбирать между политикой централизации внешнего финансирования бизнес-группы и политикой его децентрализации с учетом соотношения выгод и издержек этих политик.

**Концентрированное долговое финансирование (consolidated liabilities).** Централизация привлечения долгового капитала в бизнес-группе позволяет воспользоваться *выгодами от эффекта взаимного страхования*. Следовательно, чем ниже корреляция денежных потоков материнской и дочерних компаний, тем выгоднее централизация финансирования<sup>138, 139</sup>, при прочих равных условиях. Эффект взаимного страхования при централизации позволяет (1) смягчать проблему ресурсных диспропорций между компаниями группы, которую обостряют большой разброс в их результативности<sup>140</sup> и различия в эффективности их систем внутреннего контроля<sup>141</sup>, (2) снижать риски финансовых затруднений компаний группы<sup>142, 143</sup>.

Также через эффект взаимного страхования – за счет повышения кредитоспособности и инвестиционной привлекательности бизнес-группы – централизация долгового финансирования может способствовать привлечению большего объема долговых ресурсов. По данным эмпирических исследований,

---

<sup>138</sup> John T.A. Optimality of Spin-Offs and Allocation of Debt // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1993. Vol. 28(1). P. 141

<sup>139</sup> Flannery M.J., Houston J.F., Venkataraman S. Financing Multiple Investment Projects // Financial Management. 1993. Vol. 22. P. 170

<sup>140</sup> Cao Y., Li C., Liu X., Lu M., Shan Y. Economic policy uncertainty and debt allocation within business groups // Economic Modelling. 2022. Vol. 116. 9 p.

<sup>141</sup> Dhaliwal D., Hogan C., Trezevant R., Wilkins M. Internal control disclosures, monitoring, and the cost of debt // Accounting Review. 2011. Vol. 86. P. 1131–1156.

<sup>142</sup> Черкасова В.А., Тимербулатов Б.С. Указ. соч. С. 93–94.

<sup>143</sup> Santioni R., Schiantarelli F., Strahan P.E. Internal Capital Markets in Times of Crisis: The Benefit of Group Affiliation // Review of Finance. 2020. Vol. 24(4). P. 774.

более высокий уровень централизации заемного финансирования характерен для бизнес-групп с большим дефицитом внешнего финансирования – групп из стимулируемых государством отраслей, групп без государственного участия в капитале компаний и групп без высокоприбыльных компаний-участников<sup>144</sup>, групп, столкнувшихся с отрицательными финансовыми шоками, например, вследствие ужесточения монетарной политики в стране<sup>145</sup>. В целом, неопределенность экономической политики повышает привлекательность политики централизации долгового финансирования бизнес-групп вследствие двух ключевых факторов. Во-первых, это изменения на рынке долгового финансирования. Применительно к кредиторам, неопределенность экономической политики ведет к росту системных рисков, усложнению оценки кредитных рисков заемщиков – и к ограничению предложения долгового капитала. Применительно к заемщикам, неопределенность повышает их финансовые риски, что усиливает ценность эффекта взаимного страхования в бизнес-группах. Во-вторых, это динамика внутренних проблем бизнес-групп: риски обострения проблем асимметрии информации внутри бизнес-группы и агентского конфликта между материнской и дочерними компаниями вследствие экономической неопределенности повышают значимость централизации долгового финансирования как инструмента их смягчения<sup>146</sup>.

Централизация заемного финансирования бизнес-группы благоприятствует *снижению затрат на капитал*. Помимо эффекта взаимного страхования, этому способствуют мониторинговые и информационные преимущества контролирующего акционера группы, его влияние на обе стороны любой сделки на внутреннем рынке капитала бизнес-группы<sup>147</sup>, сокращение асимметрии информации и снижение риска экспроприации внешних инвесторов<sup>148</sup>. Более

---

<sup>144</sup> Wu J., Zou Z., Wang H. Industrial Policies and Group Company Debt Distribution // Journal of Finance and Economics. 2019. Vol. 4. P. 18.

<sup>145</sup> He J., Zhang H., Lu Z. Research on Monetary Policy and Group Corporate Debt Patterns // Management World. 2017. Vol. 5. P. 158-169.

<sup>146</sup> Cao Y., Li C., Liu X., Lu M., Shan Y. Op. cit. P. 3.

<sup>147</sup> Buchuk D., Larrain B., Muñoz F., Urzúa F.I. Op. cit. P. 193.

<sup>148</sup> Dewaelheyns N., Van Hulle C. Internal Capital Markets and Capital Structure: Bank Versus Internal Debt // European Financial Management. 2010. Vol. 16(3). P. 349

высокий (как правило) кредитный рейтинг материнской компании по сравнению с другими компаниями бизнес-группы<sup>149</sup> делает материнскую компанию ключевым кандидатом на роль концентратора внешних долговых обязательств группы. Концентрация долга на уровне материнской компании группы способствует улучшению мониторинга дочерних компаний контролирующим собственником и позволяет использовать информационные преимущества внутреннего рынка капитала при дальнейшем перераспределении средств. Положительным следствием может быть ограничение переинвестирования в дочерних компаниях<sup>150</sup>,<sup>151</sup>, а также экономия на издержках приспособления к оптимальной структуре капитала компаний-участников при задействовании ресурсов внутреннего рынка капитала группы<sup>152</sup>. Также при централизации внешнего долгового финансирования контролирующей собственник группы может использовать долговой потенциал материнской компании для усиления своего контроля над другими компаниями группы при неизменной доле своего участия в их капитале (гипотеза экспроприации).

Централизация долгового финансирования может *смягчать асимметрию информации между инсайдерами* (контролирующим собственником) *и аутсайдерами* (внешними инвесторами) бизнес-группы *и остроту соответствующих агентских конфликтов*. В пирамидальных бизнес-группах в дочерних компаниях сосуществуют агентские проблемы конвергенции интересов управленцев и собственников (convergence of interests) и «окапывания» менеджмента. Первая проблема связана с тем, что наличие у контролирующего акционера в бизнес-группе больших прав контроля при невысоких правах на свободные денежные потоки дочерних компаний создает стимулы к извлечению им частных выгод контроля, по аналогии с менеджерами<sup>153</sup>. Вторая проблема в бизнес-группах связана с тем, что присутствие контролирующего акционера в

---

<sup>149</sup> Kolasinski A.C. Subsidiary debt, capital structure and internal capital markets // Journal of Financial Economics. 2009. Vol. 94. P. 331.

<sup>150</sup> He J., Zhang H., Lu Z. Op. cit. P. 158-169.

<sup>151</sup> Wu J., Zou Z., Wang H. Op. cit. P. 17-29.

<sup>152</sup> Fier S.G., McCullough K.A., Carson J.M. Internal capital markets and the partial adjustment of leverage // Journal of Banking & Finance. 2013. Vol. 37. P. 1031

<sup>153</sup> Jensen M.C., Meckling W.H. Op. cit. P. 305-360

капитале дочерних компаний, сокращая вероятность их враждебного поглощения, снижает внешние стимулы к эффективному управлению компаниями и искажает риск-аппетит управленца - контролирующего собственника в отношении инвестиций<sup>154</sup>. Концентрация долговых обязательств группы компаний позволяет ограничить расхождение интересов инсайдеров и аутсайдеров.

Централизация долгового финансирования сокращает вероятность вывода активов – падения стоимости дочерних компаний из-за экспроприации в отношении внешних кредиторов<sup>155</sup>. При децентрализации долгового финансирования одним из инструментов такой экспроприации могут выступать гарантии связанных сторон по долгам дочерних компаний. В частности, согласно теории «поиска корреляций» (correlation-seeking)<sup>156</sup>, привлечение долга дочерними компаниями под гарантии связанных сторон может быть проявлением оппортунизма собственника группы, взаимоувязывающего через гарантии обязательства компаний со схожим распределением вероятности дефолта. В хорошем состоянии мира группа остается платежеспособной, и собственник извлекает частные выгоды благодаря экономии затрат на заемный капитал; в плохом состоянии мира группа компаний банкротится, но предоставленные гарантии не наносят ущерба собственнику, так как стоимость его долей в компаниях уже обесценена. Таким образом, гарантии связанных сторон по долгу дочерних компаний могут служить инструментом перераспределения стоимости от кредиторов, предоставивших заемные средства без гарантийного обеспечения, в пользу контролирующего собственника<sup>157</sup>. Также гарантии, предоставляемые материнской компанией в пользу дочерней компании, приоритизируют кредиторов дочерней компании над кредиторами материнской компании, соответственно, являются потенциальным инструментом перераспределения стоимости от одних групп кредиторов к другим<sup>158</sup>. При децентрализации долгового финансирования

---

<sup>154</sup> Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. Management ownership and market valuation // Journal of Financial Economics. 1988. Vol. 20. P. 294

<sup>155</sup> Dewaelheyns N., Van Hulle C. Op. cit. P. 349

<sup>156</sup> Squire R. Strategic Liability in the Corporate Group // The University of Chicago Law Review. 2011. Vol. 78(2). P. 622.

<sup>157</sup> Ibid. P. 607.

<sup>158</sup> Westbrook J.L. Op. cit. P.44-45.

вывод активов может осуществляться также с помощью внутригрупповых займов от дочерних предприятий, перенаправляющих полученное ими внешнее заемное финансирование в материнскую компанию при ограниченной передаче риска финансовых затруднений<sup>159</sup>.

Консолидация финансовой отчетности является еще одним значимым фактором, затрудняющим внешним инвесторам задачу определения юридической дислокации активов и обязательств внутри группы, столь важную при оценке кредитных рисков<sup>160</sup>. Ввиду этого неудовлетворительное для инвесторов качество раскрытия финансовой информации также может усугублять агентские конфликты и косвенно стимулировать к централизации финансирования в бизнес-группах.

Централизация долговых обязательств бизнес-группы может обеспечивать *увеличение налоговой экономии*. К росту приведенной стоимости долговых налоговых щитов ведет использование материнской компанией своего долгового потенциала, сравнительно высокого вследствие меньших издержек финансовых затруднений<sup>161</sup> и стабильности уровня прибыли благодаря эффекту взаимного страхования<sup>162</sup>.

Концентрация долговых обязательств группы на уровне материнской компании также позволяет ей направлять дивиденды, выплачиваемые дочерними компаниями, на обслуживание своих долговых обязательств (гипотеза *обслуживания долга* – *debt service hypothesis*). В исследующих данную гипотезу работах<sup>163, 164</sup> долговая нагрузка материнской компании тестируется как фактор дивидендной политики дочерних компаний в бизнес-группе, то есть рассматривается как причина, а не следствие. На наш взгляд, важна и обратная

---

<sup>159</sup> Paligorova T., Xu Z. Complex ownership and capital structure // Journal of Corporate Finance. 2012. Vol. 18. P. 701–716

<sup>160</sup> Westbrook J.L. Op. cit. P.46.

<sup>161</sup> Hoshi T., Kashyap A., Scharfstein D. The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan // Journal of Financial Economics. 1990. Vol. 27. P. 70

<sup>162</sup> Ferris, S.P., Kim, K.A., Kitsabunnarat, P. The costs (and benefits?) of diversified business groups, the case of Korean chaebols // Journal of Banking & Finance. 2003. Vol. 27. P. 254

<sup>163</sup> De Jong A., DeJong D.V., Hege U., Mertens G. Debt and Dividends in Pyramidal Structures: Evidence from France // University of Iowa. Working paper. 2009. 44 p.

<sup>164</sup> Guranlu M. Propping in the Pyramidal Business Groups in Turkey // Corporate Accounting & Finance. 2018. Vol. 29(2). P. 114-126

связь: дивидендный потенциал дочерних компаний может быть фактором долговой нагрузки материнской компании.

Во-первых, централизация внешнего долгового финансирования может служить в качестве встроенного инструмента поддержки компаний в бизнес-группе (гипотеза стабильности): у дочерних компаний не возникает фиксированных обязательств, обременительных в случае плохих финансовых результатов. В случае хороших финансовых результатов дочерние компании распределяют часть своей прибыли в пользу материнской компании в форме дивидендов, предоставляя ей средства для обслуживания внешнего долга. В случае плохих финансовых результатов дочерних компаний их финансовые риски ограничены, дивиденды не выплачиваются, а материнская компания либо использует собственные финансовые резервы для обслуживания долга, либо получает адресное дополнительное финансирование (например, от контролирующего собственника группы). В случае децентрализации внешних долговых обязательств бизнес-группы транзакционные издержки поддержки компаний были бы выше, поскольку дополнительный капитал потребовалось бы довести до каждой дочерней компании, столкнувшейся с дефицитом средств на обслуживание долга.

Во-вторых, сами дивидендные выплаты дочерних компаний, включаемые в обслуживание долга материнской компании, создают ряд благоприятных эффектов:

- ограничивают экспроприационные возможности инсайдеров (менеджеров и ключевого акционера), то есть служат способом смягчения проблемы свободного денежного потока, альтернативным наращиванию долговой нагрузки самих дочерних компаний<sup>165</sup>;
- положительно влияют на стоимость компаний (в соответствии с гипотезой свободного денежного потока и сигнальной моделью дивидендов).

**Распределенное долговое финансирование (distributed liabilities).** Политика децентрализации внешнего долгового финансирования в бизнес-группе

---

<sup>165</sup> De Jong A., DeJong D.V., Hege U., Mertens G. Op. cit. P. 8.

также имеет свои преимущества. Аллокация долговых обязательств на уровне дочерних компаний позволяет *использовать принцип ограниченной ответственности материнской компании по долгам дочерних компаний* для сокращения ожидаемых издержек банкротства материнской компании группы и увеличения ее частных выгод контроля<sup>166</sup>. Опция выборочного дефолта<sup>167</sup> уменьшает риск распространения финансовых проблем внутри бизнес-группы<sup>168</sup>: в случае финансовых затруднений у одной дочерней компании группа может допустить ее банкротство для спасения остальной части группы<sup>169</sup>. Напротив, централизация долга может создавать у компаний «скрытые» обязательства и даже вызывать чрезмерные системные финансовые риски<sup>170</sup>. Сложная структура бизнес-группы и большое число дочерних компаний в бизнес-группе, при прочих равных условиях, повышают риск потерь в случае дефолта для кредиторов, увеличивают кредитный спред по долговым обязательствам материнской компании и, соответственно, благоприятствуют децентрализации долгового финансирования в бизнес-группах<sup>171</sup>. Негативные шоки ликвидности, повышая риски банкротства компаний, также могут приводить к распространению политики распределенного долгового финансирования<sup>172</sup>, ограничивающей возможность распространения финансовых рисков внутри бизнес-группы, а также стимулирующей менеджмент компаний к эффективному управлению.

Распределенное долговое финансирование бизнес-групп позволяет *смягчать проблемы морального риска и замены активов*. Пример банков и финансовых компаний (отличающихся высоким левэриджем и большой гибкостью в выборе размеров, уровней риска и доходности дочерних компаний, которые они могут сформировать) показывает, что децентрализация внешнего долгового финансирования выгодна, когда риск снижения стоимости части активов (downside

---

<sup>166</sup> Bianco M., Nicodano G. Op. cit. P. 937–961

<sup>167</sup> Лопатенко В.В., Карминский А.М. Моделирование события банкротства компаний, связанных с бизнес-группой // Финансы: теория и практика. 2023. Т. 28(3). С. 96.

<sup>168</sup> Dewaelheyns N., Van Hulle C. Op. cit. P. 349

<sup>169</sup> Bianco M., Nicodano G. Op. cit. P. 937–961

<sup>170</sup> Kolasinski A.C. Op. cit. P. 327–343

<sup>171</sup> Sikochi A. Corporate legal structure and bank loan spread // Journal of Corporate Finance. 2020. Vol. 64 (101656). 30 p.

<sup>172</sup> Liu X., Liu X., Chen J., Gao J. Where there is policy, there is strategy: The impact of a green credit policy on the debt allocation strategy of business groups // Pacific-Basin Finance Journal. 2024. Vol. 83. P. 7

risk) достаточно высок, чтобы подрывать стимулы к эффективному выбору и мониторингу остальных активов. Разделение компании на две дочерние компании, финансируемые децентрализованно, сократит масштабы замены активов: у дочерней компании с более рискованными активами сохранятся стимулы к замене активов, в то время как у другой компании с менее рискованными активами стимулы сократятся (инвесторы смогут установить разные требуемые доходности по капиталу для этих дочерних компаний)<sup>173</sup>. А.Коласински на данных американских корпораций также приходит к выводу, что с ростом вариации уровня операционного риска компаний в группе растет вероятность наличия у дочерних компаний необеспеченных внешних долговых обязательств<sup>174</sup>, то есть децентрализации финансирования группы. Усугубляя остроту проблемы замены активов, также усиливают выгоды децентрализации непрозрачность информации о деятельности и инвестиционных проектах компаний, слабый внутренний контроль, большие различия в волатильности денежных потоков материнской и дочерних компаний<sup>175</sup>.

Распределенное привлечение заемного капитала позволяет привлекать его под залог активов заемщиков - дочерних компаний, снижая тем самым моральный риск и, соответственно, удешевляя стоимость займов<sup>176</sup>. Привлечение дочерними компаниями внешнего долга также открывает бизнес-группам возможность использовать гарантии связанных сторон для обеспечения оптимального баланса между издержками банкротства и налоговыми преимуществами долга<sup>177</sup>. Возможность компании-гаранта спасти дочернюю компанию в финансовом затруднении становится для бизнес-группы дополнительным источником стоимости: снижает ожидаемые издержки банкротства дочерней организации и позволяет дальше наращивать долговую нагрузку, увеличивать экономию на налоге на прибыль. По мнению Н.Дэвэлхайнс и С. ван Хулле, значимость

---

<sup>173</sup> Kahn C., Winton A. Moral hazard and optimal subsidiary structure for financial institutions // *Journal of Finance*. 2004. Vol. 59(6). P. 2537–2575

<sup>174</sup> Kolasinski A.C. Op. cit P. 327–343

<sup>175</sup> Flannery M.J., Houston J.F., Venkataraman S. Op. cit. P. 170

<sup>176</sup> Dewaelheyns N., Van Hulle C. Op. cit. P. 349–350

<sup>177</sup> Luciano E., Nicodano G. Guarantees, Leverage, and Taxes // *The Review of Financial Studies*. 2014. Vol. 27(9). P. 2736–2772

обеспеченного долга дочерних компаний как источника внешнего финансирования бизнес-группы усиливается по мере нарастания ее долговой нагрузки<sup>178</sup>. Так, привлекая внешний долг через дочерние компании, бизнес-группы с высокой общей долговой нагрузкой снижают издержки, связанные с моральным риском.

Распределенное долговое финансирование бизнес-групп позволяет *использовать дисциплинирующий эффект долга в отношении менеджмента дочерних компаний* для смягчения проблем его рентоориентированного поведения (rent-seeking) в компаниях с относительно низкими инвестиционными возможностями<sup>179</sup> и корпоративного социализма в группе<sup>180</sup>. При централизации внешнего долгового финансирования вследствие рентоориентированного поведения менеджеров в компаниях с относительно низкими инвестиционными возможностями группа выделяла бы этим компаниям капитал в объеме большем, чем оптимальный, а инвесторы, предвидя это, сокращали бы общий объем финансирования бизнес-группы. Напротив, децентрализация долгового финансирования в группе позволяет дочерним компаниям с высокими инвестиционными возможностями адресно получать капитал для развития<sup>181</sup>. При этом может быть целесообразным предоставление материнской компанией гарантий по долгу, привлекаемому дочерними компаниями, поскольку такие долги отвечают интересам как дочерних, так и материнской компаний. Среди факторов, влияющих на остроту проблем корпоративного социализма, стоит отметить гетерогенность компаний-участников бизнес-группы по величине их переговорной силы (в частности, из-за размеров, возраста компаний, опыта их менеджеров) и низкое качество раскрытия информации дочерними компаниями. Они усиливают асимметрию информации, которая, в свою очередь, обостряет проблемы корпоративного социализма<sup>182</sup>.

---

<sup>178</sup> Dewaelheyns N., Van Hulle C. Op. cit. P. 350

<sup>179</sup> Scharfstein D.S., Stein J.C. Op. cit. P. 2537-2564

<sup>180</sup> Rajan R., Servaes H., Zingales L. Op. cit. P. 35-80

<sup>181</sup> Kolasinski A.C. Op. cit. P. 327-343

<sup>182</sup> Wulf J. Influence and inefficiency in the internal capital market // Journal of Economic Behavior & Organization. 2009. Vol. 72. P. 305-321

Чем выше изначальные стимулы менеджмента к эффективному управлению, тем важнее не нарушить их централизацией финансирования. Подразделяя выгоды менеджеров от управления компанией на выгоды контроля и выгоды строительства империй, Б.Акбель и М.Шнитцер показывают, что при централизованном финансировании тщательный мониторинг контролирующего лица и перекрестное субсидирование дочерних компаний группы снижают менеджерам дочерних компаний выгоды обоих типов, подрывая их управленческие стимулы<sup>183</sup>. Напротив, распределенное финансирование стимулирует менеджеров эффективнее управлять дочерними компаниями с тем, чтобы избежать финансовых затруднений (сохранение выгод контроля), а также снижает вероятность перераспределения прибыли компании в пользу других участников бизнес-группы (сохранение выгод строительства империй). В рамках предложенной ими теоретической модели через стимулы менеджмента к эффективному управлению на вероятность реализации политики распределенного финансирования положительно влияют вероятность и быстрая окупаемость инвестиционных проектов дочерних компаний. Чем вероятнее успех инвестиционных проектов дочерней компании, тем больше стимулов у ее менеджмента к приложению усилий и эффективному управлению (больше выгоды строительства империй), которые пострадают при централизации финансирования. С точки зрения выгод контроля, чем быстрее окупаются проекты, тем важнее стимулировать менеджмент компаний к приложению новых усилий, а значит, повышается значение дисциплинирующей функции распределенной долговой нагрузки. Чем дольше период окупаемости проектов, тем важнее снизить угрозу неполучения части их будущих денежных потоков из-за банкротства компании, тем ценнее, напротив, эффект взаимного страхования при централизации финансирования. Вероятность и срок окупаемости инвестиционных проектов компании, в свою очередь, зависят от отраслевой принадлежности (вида деятельности) компании, уровня конкуренции (чем он ниже, тем вероятнее и быстрее успех, при прочих равных условиях), типа проекта, срока его жизни.

---

<sup>183</sup> Akbel B., Schnitzer M. Creditor rights and debt allocation within multinationals // Journal of Banking & Finance. 2011. Vol. 35. P. 1367–1379

Компании с большим уровнем затрат на исследования и разработки скорее будут отличаться невысокой вероятностью и долгим сроком окупаемости инвестиционных проектов; соответственно, для них ценность централизации финансирования ожидается большей.

Напротив, Т.Джон отмечала наибольшую актуальность децентрализации финансирования для технологических компаний, компаний с большими затратами на исследования и разработки и нематериальными активами ввиду необходимости ограничить свободу действий менеджеров (*managerial discretion available*) при принятии инвестиционных решений<sup>184</sup>. Обеспечить это, снизив ожидаемые менеджерами выгоды контроля, позволяют ковенанты по долговым обязательствам дочерних компаний<sup>185</sup>. Существует также мнение, что склонность к децентрализации финансирования в отношении технологических и инновационных компаний должна быть выше из-за больших рисков, присущих таким компаниям, и, как следствие, большей вероятности банкротства и значимости принципа ограниченной ответственности<sup>186</sup>.

*Наличие государственного участия* в бизнес-группах также может быть фактором децентрализации долгового финансирования – возникающие дополнительные агентские издержки<sup>187</sup> повышают ценность дисциплинирующей роли долга при децентрализации. Напротив, компании из частных бизнес-групп чаще страдают от кредитного рациирования и сталкиваются с большими финансовыми ограничениями. Эти компании, не обладая политико-информационными преимуществами, больше подвержены рискам макроэкономической неопределенности<sup>188</sup>, и, соответственно, могут быть более склонны использовать эффект взаимного страхования, централизуя привлечение долгового финансирования.

---

<sup>184</sup> John T.A. Op. cit. P. 159.

<sup>185</sup> Chemmanur T., Kose J. Optimal incorporation, structure of debt contracts, and limited-recourse project financing // *Journal of Financial Intermediation*. 1996. Vol. 5. P. 375.

<sup>186</sup> Liu X., Liu X., Chen J., Gao J. Op. cit. P. 5.

<sup>187</sup> Пирогов Н.К., Бобрышев Н.А. Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на примере российских и восточноевропейских компаний // *Корпоративные финансы*. 2009. №2(10). С. 53.

<sup>188</sup> Cao Y., Li C., Liu X., Lu M., Shan Y. Op. cit. 9 p.

Распределенное долговое финансирование бизнес-группы помогает обеспечивать необходимые различия в структуре капитала компаний-участников группы, разнородных по своим возможностям роста<sup>189</sup>. Децентрализация долговых обязательств предупреждает *проблемы нависания долга и недоинвестирования* заемщиками<sup>190</sup>. Поскольку эти проблемы усугубляются с ростом риска проекта, потенциальный выигрыш от децентрализации финансирования растет с большим разбросом возможностей роста компаний в группе (при относительно высокой корреляции денежных потоков)<sup>191</sup>.

В заключение необходимо добавить, что при оценке баланса преимуществ и недостатков концентрированного и распределенного финансирования бизнес-групп крайне важно разграничивать задачу привлечения капитала в бизнес-группу и задачу распределения капитала внутри нее. В условиях, способствующих усилению финансовой ограниченности бизнеса (например, при сдерживающей монетарной политике государства<sup>192</sup>), бизнес-группы будут более склонны приоритизировать первую задачу, при которой выгоды от эффекта взаимного страхования долговых обязательств будут «склонять чашу весов» в пользу концентрированного финансирования бизнес-группы.

### **Основные выводы Главы 1**

В академической литературе в качестве причин возникновения финансовых ограничений указывают несовершенства рынков, ведущие к удорожанию для компании дополнительного внешнего финансирования относительно ее внутренних средств. Аналитический обзор широкого круга исследований позволяет сделать вывод, что непосредственной причиной возникновения у компании финансовых ограничений являются транзакционные издержки, сопряженные с привлечением нового финансирования. Это позволяет определить целевую функцию контролирующего лица при смягчении финансовых

---

<sup>189</sup> He J., Zhang H., Lu Z. Op. cit. P. 158-169.

<sup>190</sup> Myers S. Op. cit. P. 147-175

<sup>191</sup> Kolasinski A.C. Op. cit. P. 327-343

<sup>192</sup> He J., Zhang H., Lu Z. Op. cit. P. 161

ограничений компании как функцию минимизации транзакционных издержек используемого механизма финансирования.

Анализ эмпирических исследований показывает, что в экономическом развитии России и многих других стран ведущую роль играют бизнес-группы. Они способны использовать свои внутренние рынки капитала для перераспределения доступных финансовых средств между компаниями-участниками. Это означает, что у бизнес-групп есть особый инструмент смягчения финансовых ограничений, недоступный независимым компаниям. Аналитический обзор научных источников позволяет заключить, что отличительные особенности внутригруппового финансирования обуславливаются различиями в правах контроля, информационных потоках, стимулах, уровне специфичности активов. Анализ исследований внутригруппового финансирования показывает, что на внутреннем рынке капитала бизнес-группы смягчается острота проблемы асимметрии информации между менеджерами и ключевым собственником, а широкие перераспределительные возможности контролирующего группу лица снижают вероятность возникновения финансовых затруднений. Вместе с тем стоимостной результат внутригруппового перераспределения средств может быть как положительным, так и отрицательным. Он определяется соотношением выгод от обозначенных преимуществ и потерь от снижения стимулов менеджмента к эффективному управлению, а также потенциального оппортунизма инсайдеров.

Аналитический обзор теоретических и эмпирических исследований по вопросам финансирования бизнес-групп позволяет заключить, что влияние перераспределительных возможностей внутреннего рынка капитала бизнес-группы на финансовую обеспеченность ее компаний зависит: (1) от силы эффекта взаимного страхования обязательств компаний группы; (2) от характера перекрестного субсидирования; (3) от выбора степени централизации внешнего финансирования бизнес-группы.

## **Глава 2. Практика финансирования бизнес-групп и функционирование их внутренних рынков капитала**

В данной главе охарактеризована практика финансирования ведущих российских бизнес-групп в период с 2014 по 2023 год, отличающийся действием антироссийских экономических санкций. В первой части главы статистически обоснована ограниченная доступность финансовых ресурсов для российских компаний, что актуализирует использование бизнес-группами своих внутренних рынков капитала в целях смягчения финансовых ограничений компаний-участников. Проведена оценка масштабов использования внутренних рынков капитала ведущих российских бизнес-групп для эмпирического подтверждения гипотезы об общей тенденции к повышению объемов используемого ими внутригруппового финансирования. Далее показаны характерные особенности привлечения бизнес-группами капитала с российского и международного финансовых рынков и его последующего внутригруппового перераспределения. В завершение главы эмпирически установлено благоприятное воздействие функционирования внутренних рынков капитала российских бизнес-групп на инвестиционную активность компаний-участников.

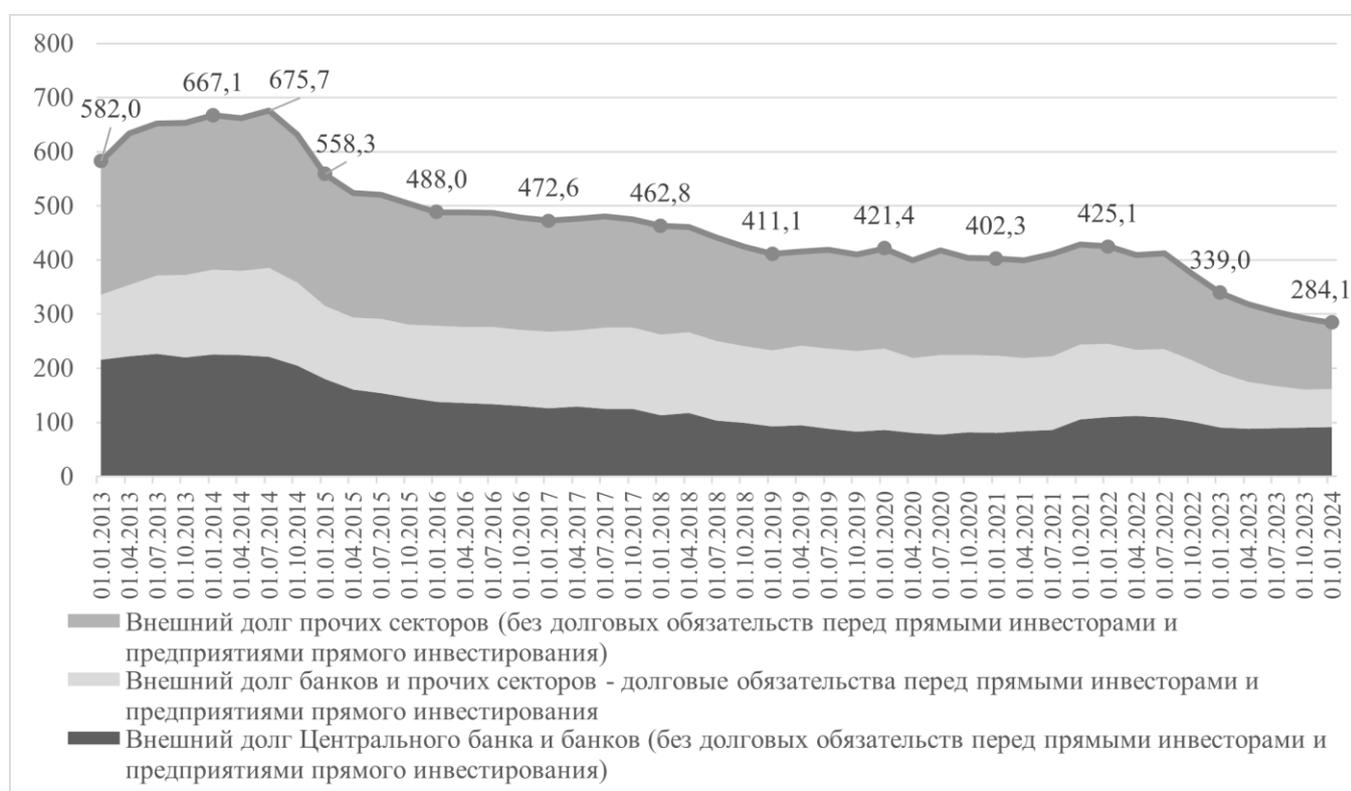
### **2.1. Проблема ограничения доступа к финансовым ресурсам российских компаний и активность внутренних рынков капитала бизнес-групп**

В последние годы использование внутренних рынков капитала российских бизнес-групп участвующими в них компаниями перестает быть предметом внимания лишь отдельных групп стейкхолдеров и становится экономическим императивом. В современных экономических и институциональных условиях накапливается всё больше предпосылок к выполнению более финансово обеспеченными участниками российских бизнес-групп роли «кредиторов первой инстанции» для своих связанных сторон, сталкивающихся с нехваткой финансовых ресурсов<sup>193</sup>.

---

<sup>193</sup> Короткова Я.И. Бизнес-группы и их внутренние рынки капитала... Указ. соч. С. 82.

Мощным негативным фактором ограниченности и дальнейшего сокращения доступного финансирования для отечественного бизнеса служат экономические санкции, вводимые против российских компаний с 2014 года, и сохраняющиеся риски их дальнейшего расширения. Динамика внешнего долга отечественного корпоративного сектора отражает падение объемов финансирования российского бизнеса зарубежными инвесторами: внешняя задолженность российских финансовых и нефинансовых компаний и Банка России<sup>194</sup> за период 2014–23-х годов сократилась на 57,4%, составив 254,1 млрд долларов США на 01.01.2024 против 667,1 млрд долларов на 01.01.2014 (Рисунок 1).



**Рисунок 1 – Динамика объемов внешнего долга корпоративного сектора и Центрального Банка России в период с 01.01.2013 по 01.01.2024, млрд долл. США**

*Источник:* составлено автором по данным Банка России (URL: [http://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/svs/](http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/)).

<sup>194</sup> Частный сектор (банки и прочие секторы, без органов государственного управления и Банка России) выделялся отдельно в аналитическом представлении внешнего долга России по 01.01.2022; аналитическое представление внешнего долга России с 2022 года группирует долг банков с долгом Центрального банка РФ. В связи с этим для целей сопоставимости данные по внешнему долгу за период с 01.01.2013 по 01.01.2022 тоже приведены к новому аналитическому представлению (частный сектор и Центральный Банк России).

Предоставление капитала российскими инвесторами не компенсирует в достаточной мере сжатие объемов зарубежного финансирования. Внутриэкономическими факторами, оказывающими негативное воздействие на доступность капитала для отечественных компаний, являются недостаточная для полноценного обслуживания потребностей российской экономики глубина финансовой системы России (признаваемая Банком России<sup>195</sup>), а также ее институциональная слабость, выражающаяся в ограниченной трансформации краткосрочной ликвидности финансовых институтов (главным образом, банковского сектора) в долгосрочный капитал, необходимый для финансирования инвестиционной активности<sup>196</sup>.

Так, несмотря на рост объемов кредитования нефинансовых организаций российским банковским сектором в абсолютном выражении (с 21,8 трлн рублей на 01.01.2014 до 62,0 трлн рублей на 01.01.2024), в процентном отношении к ВВП объемы кредитования на начало 2024 года (36,0%) сопоставимы с уровнем начала 2015 года (36,5%) (Рисунок 2). В процентном отношении к совокупным активам банковского сектора на десятилетнем периоде 2014–23 гг. объемы кредитования показали отрицательную динамику (сократившись с 40,1% до 37,0% за период).

Риски удорожания банковского фондирования и последующего повышения процентных ставок на межбанковском рынке и по кредитам бизнесу<sup>197</sup> может нести ожидаемое широкое внедрение в России цифрового рубля (пилотный проект был запущен в августе 2023 года). Замещение цифровым рублем безналичных денег будет способствовать росту конкуренции банков за высоколиквидные пассивы и может усиливать роль более дорогостоящих собственных источников финансирования<sup>198</sup>.

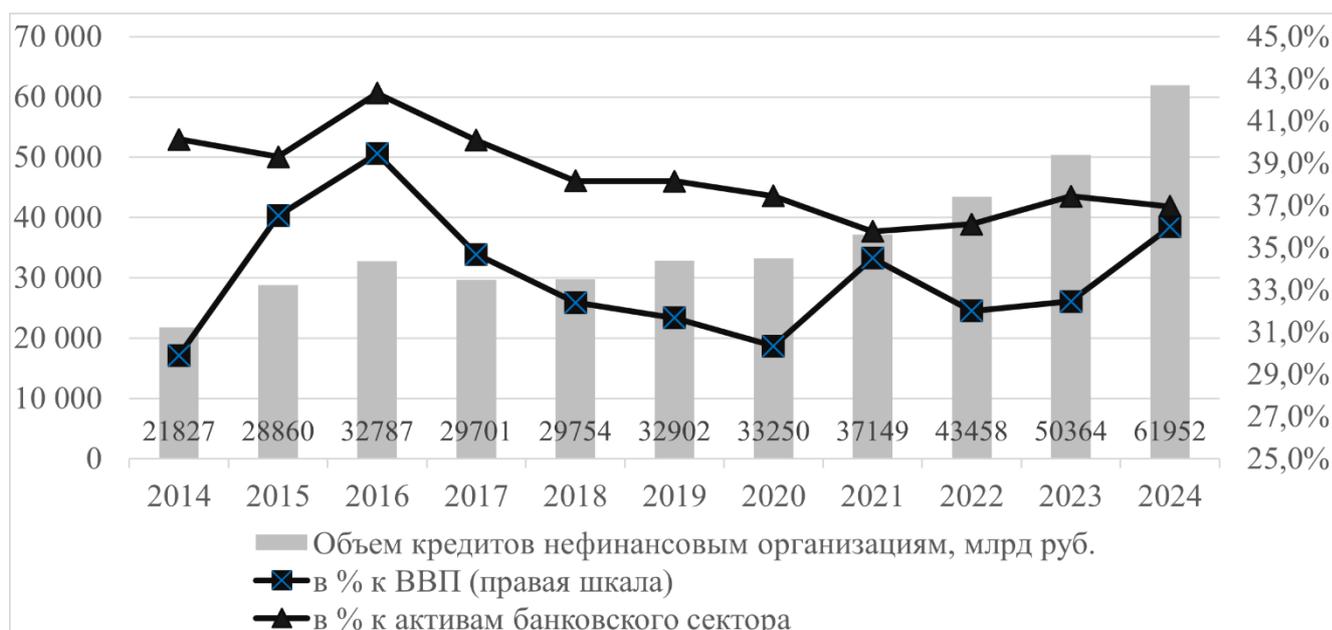
---

<sup>195</sup> Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов. 2021. С. 19.

<sup>196</sup> Дубинин С.К. Финансализация экономического роста и российская национальная финансовая система // Финансы: теория и практика. 2017. Т. 21. № 4. С. 10

<sup>197</sup> Андриюшин С.А., Григорьев Р.А., Никитина С.А., Свиридов А.П. Денежно-кредитная политика Банка России в условиях экосистемной трансформации банковской деятельности и введения цифрового рубля // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2021. №6. С. 153

<sup>198</sup> Грищенко В., Морозов А., Петренева Е., Синяков А. Что изменится для банков и их клиентов с введением цифрового рубля // Аналитическая записка. Банк России. 2021. С. 11



**Рисунок 2 – Динамика объемов банковского кредитования нефинансовых организаций (в т. ч. просроченная задолженность; на начало года)**

*Источник:* построено автором по данным сборников «Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации» Банка России (URL: [http://www.cbr.ru/statistics/bank\\_sector/review/](http://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/review/)).

Ограниченные объемы банковского кредитования стимулируют смещение российских компаний на долговой рынок в поисках финансирования. Однако российский рынок облигаций тоже ограничен с точки зрения объемов привлечения капитала и количества эмитентов. Кроме того, годовой номинальной стоимости облигаций, размещаемых российским корпоративным сектором на Московской бирже, характерна высокая волатильность (Рисунок 3). Вместе с тем основная часть привлекаемого финансирования приходится на однодневные биржевые облигации, регулярно размещаемые Банком ВТБ с 2016 года. Без учета данных размещений (однодневные облигации не являются источником долгосрочного финансирования) объемы финансовых средств, привлекаемых отечественными компаниями на облигационном рынке Московской биржи, хоть и демонстрируют долгосрочный тренд к росту, в 2021–2022 годах все же возвращались к уровню 2017 года<sup>199</sup>.

<sup>199</sup> Короткова Я.И. Облигационное финансирование российских бизнес-групп (на примере рынка облигаций Московской Биржи) // V Российский экономический конгресс «РЭК-2023» (сборник тезисов докладов). 2023. Т. XIX. С.302-303.



**Рисунок 3 – Динамика годовой номинальной стоимости российских корпоративных облигаций, размещенных на Московской бирже за 2013-2023 гг. (млрд рублей)**

*Примечание:* стоимость облигационных выпусков, номинированных в иностранной валюте, пересчитывалась в рубли по официальному курсу Банка России для соответствующей валюты на дату окончания размещения выпуска<sup>200</sup>.

*Источник:* рассчитано и составлено автором по данным статистики размещения облигаций на сайте Московской Биржи (URL: <https://www.moex.com/a1601>)

В целом, по оценкам исследователей Института Гайдара, в период с 2016 по 2021 год долговая нагрузка крупнейших российских публичных компаний, оцениваемая как индикатор D/EBITDA индекса РТС (0,6 на 31.12.2021, 0,4 в среднем за 2017–2021 годы) была одной из самых низких в мире<sup>201, 202</sup>. За период 2016–2020 годов коэффициент D/EBITDA российских компаний индекса РТС был самым низким среди всех стран в выборке<sup>203</sup>.

С точки зрения динамики привлечения российскими компаниями дополнительного финансирования за счет источников собственного капитала, объем сделок первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичного размещения акций

<sup>200</sup> Короткова Я.И. Бизнес-группы и их внутренние рынки капитала... Указ. соч. С. 84.

<sup>201</sup> Российская экономика в 2021 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 43). М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2022. С. 117

<sup>202</sup> Российская экономика в 2019 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 41). М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2020. С. 91–92.

<sup>203</sup> Российская экономика в 2020 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 42). М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2021. С. 116.

российскими эмитентами в период с 2014-го по 2023-й годы не показал устойчивой положительной динамики (Таблица 4). Значимую отрицательную динамику демонстрировала стоимость заключенных сделок слияний-поглощений (M&A).

**Таблица 4 – Динамика совокупной стоимости сделок IPO-SPO российских компаний на Московской и зарубежных биржах и сделок M&A в период с 2013-го по 2023 год (млрд долларов США)**

Год	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Сделки IPO-SPO	9,0	1,7	0,6	2,1	4,7	0	2,3	2,9	4,9	0,05	0,53
Сделки M&A	156,1	58,7	56,9	41,7	31,4	34,9	41,9	37	37,7	28,1	22,3

*Источник:* составлено автором по данным серии монографий «Российская экономика. Тенденции и перспективы»<sup>204</sup> за 2019–2023 годы (Раздел «Финансовые рынки и финансовые институты»)

Приток средств частных инвесторов на биржевой рынок, оказывающий стимулирующее влияние на его развитие, в 2022–2023 годах замедлялся. Для перелома этой негативной тенденции требуется расширение льготного режима налогообложения в отношении долгосрочных сбережений населения и стимулирование вложений институциональных инвесторов<sup>205</sup>.

Можно заключить, что в текущих экономических условиях российские компании вынуждены функционировать в условиях существенной ограниченности финансовых ресурсов. Это вызвано такими факторами, как санкции и связанный с ними отток ресурсов нерезидентов, недостаточная глубина и устойчивость российской финансовой системы, слабый уровень развития внутренних инвесторов. Фактором недостаточной трансформации краткосрочной ликвидности финансовых институтов в долгосрочные источники финансирования являются сохраняющиеся структурные проблемы российской экономики.

<sup>204</sup> URL: <https://www.iep.ru/ru/publikacii/category/1332.html>

<sup>205</sup> Российская экономика в 2023 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 45). М.: Изд-во Ин-та Гайдара, 2024. С. 72.

В условиях ограниченной доступности финансовых ресурсов внешних инвесторов происходит усиление значимости внутренних источников капитала как для отдельных фирм, так и для бизнес-групп. Таким образом, современный экономический контекст актуализирует использование внутренних рынков капитала российских бизнес-групп, мотивируемое смягчением финансовых ограничений компаний-участников.

К институциональным факторам, влияющим на развитие внутренних рынков капитала бизнес-групп, следует отнести также правовое регулирование взаимодействия компаний-участников бизнес-групп. По нашему мнению<sup>206</sup>, реализуемый в Российской Федерации подход к регулированию внутригрупповых сделок в целом благоприятствует смягчению финансовых ограничений, а также спасению слабых участников групп с помощью внутренних рынков капитала. В то же время, в соответствии с мировой практикой, им предусмотрен и комплекс мер по защите интересов миноритариев, кредиторов и государства.

Таким образом, экономические и институциональные условия в России актуализируют внутригрупповое финансовое взаимодействие компаний-участников бизнес-групп, главным образом, для решения задачи финансовой обеспеченности компаний. В связи с этим представляется важным оценить количественно динамику использования внутригруппового финансирования. Для этого мы провели анализ раскрытий об операциях со связанными сторонами компаний первого уровня листинга Московской Биржи (на 01.01.2024) за 2014-2023 годы.

Из анализа были предварительно исключены 6 компаний, чья основная деятельность носит финансовый характер, поскольку их консолидированные отчеты о финансовом положении имеют качественно иную структуру, чем у остальных компаний выборки<sup>207</sup>.

---

<sup>206</sup> Короткова Я.И. Экономический анализ нормативного регулирования взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала бизнес-групп // Проблемы теории и практики управления. 2021. №9. С. 218–235

<sup>207</sup> Таким образом, были исключены из рассмотрения ПАО "Московская Биржа ММВБ-РТС" и ПАО "САФМАР Финансовые инвестиции", а также 4 банка – Банк ВТБ (ПАО), ПАО "Банк "Санкт-Петербург", ПАО «Московский кредитный банк», ПАО Сбербанк.

С целью сохранения сопоставимости данных по годам также не включались в анализ МКПАО "ВК" (ранее – ВК Компани Лимитед / Mail.ru Group Limited), ПАО "ЕвроТранс" и ПАО "Сегежа Групп" (компании стали раскрывать отчетность по МСФО только с 2019, 2018 и 2017-го годов, соответственно). По этой же причине исключено и ПАО «Ростелеком» – в его публикуемой отчетности изъяты примечания об операциях со связанными сторонами, начиная с 2019 года.

С помощью годовой консолидированной финансовой отчетности компаний по МСФО на конец каждого года с 2014-го по 2023-й<sup>208</sup> по каждой компании были вручную собраны данные по предоставленному и привлеченному финансированию и рассчитаны соответствующие сальдо (совокупные, а также отдельно – по операциям со связанными сторонами) (Таблица 5).

**Таблица 5 – Перечень балансовых (под)статей, включенных в анализ при расчете сальдо по операциям привлечения и предоставления финансирования<sup>209</sup>**

<b>Вид финансирования</b>	<b>(Под)статьи</b>
Предоставленное финансирование	Займы выданные (долгосрочные, краткосрочные)
	Банковские депозиты (долгосрочные, краткосрочные со сроком размещения свыше трех месяцев)
	(Прочие) финансовые активы / финансовые вложения (долгосрочные, краткосрочные)
Привлеченное финансирование	Кредиты и займы (долгосрочные, краткосрочные)
	Обязательства по аренде (долгосрочные, краткосрочные)

Источник: составлено автором

Проведенные нами расчеты представлены в Таблице 6.

<sup>208</sup> В зависимости от доступности данных отчетности по некоторым компаниям удалось собрать информацию только по 2021-й или 2022 год.

<sup>209</sup> Короткова Я.И. Бизнес-группы и их внутренние рынки капитала... Указ. соч. С.85.

**Таблица 6 – Сведения о совокупных остатках (на конец года) по операциям предоставления и привлечения финансирования, в том числе со связанными сторонами, российских компаний первого уровня листинга Московской Биржи, за 2014–2023 гг.**

	Число компаний с раскрытой информацией	Предоставленное финансирование			Привлеченное финансирование		
		Всего	Связанным сторонам		Всего	От связанных сторон	
			млрд руб.	млрд руб.		доля, %	млрд руб.
2014	34 <sup>210</sup>	2 348,9	939,2	40,0%	12 023,6	735,7	6,1%
2015	35	3 326,3	1 405,4	42,3%	13 925,0	932,0	6,7%
2016	35	3 335,4	1 587,8	47,6%	12 518,9	1 192,5	9,5%
2017	35	3 221,8	1 605,4	49,8%	13 178,1	1 304,2	9,9%
2018	35	3 762,9	1 832,6	48,7%	15 885,2	2 017,9	12,7%
2019	35	3 832,5	1 675,8	43,7%	15 484,8	1 708,7	11,0%
2020	35	3 897,5	1 435,5	36,8%	18 384,1	2 443,6	13,3%
2021	35	5 358,4	1 924,3	35,9%	18 717,7	2 490,1	13,3%
2022	26	2 829,8	394,0	13,9%	13 459,3	1 411,1	10,5%
2023	22	4 328,3	569,8	13,2%	16 139,2	1 709,5	10,6%

*Источник:* рассчитано и составлено автором по данным годовой консолидированной финансовой отчетности по МСФО, публикуемой агентством «Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации» (URL: <https://e-disclosure.ru/>).

В 2022–2023 годах не все компании, вошедшие в выборку, раскрыли сведения об операциях со связанными сторонами. Тем не менее, по имеющимся данным можно утверждать, что до 2022 года доля связанных сторон в предоставленном финансировании существенно превосходила долю в привлеченном финансировании. В 2022 и 2023 годах предоставление капитала связанным сторонам резко сократилось, в то время как привлечение капитала от связанных сторон осталось на сопоставимом с 2019–2021 годами уровне.

<sup>210</sup> Сведения, раскрытые ПАО «Селигдар» в первой отчетности по МСФО, относятся к 2015 году.

Полученные в результате наших расчетов сальдо внутригрупповых финансовых сделок учитывают операции ограниченного круга публичных нефинансовых компаний и только со связанными сторонами, подпадающими под определение МСФО (IAS) 24 «Раскрытие информации о связанных сторонах»<sup>211</sup>.

Поэтому полученные значения дают представление о масштабах работы внутренних рынков капитала отечественных бизнес-групп лишь в самом первом приближении, но уже свидетельствуют об активном внутригрупповом перераспределении средств. На следующем шаге необходимо определить особенности привлечения финансовых ресурсов на внутренние рынки капитала российскими бизнес-группами.

## **2.2. Современные тенденции долгового финансирования российских компаний-участников бизнес-групп**

### **2.2.1. Банковское финансирование российских бизнес-групп**

Ведущие российские бизнес-группы, возглавляемые компаниями первого уровня листинга Московской Биржи, активно взаимодействовали с зарубежными банками для привлечения кредитных средств в 2014–2017 годах: ежегодно доля зарубежных банков в общем числе упоминаний банков-кредиторов в годовой консолидированной отчетности по МСФО компаний из 39 бизнес-групп<sup>212</sup>, превосходила 45% (Таблица 7).

---

<sup>211</sup> Это операции с контролирующим акционером и компаниями под общим контролем, ассоциированными организациями и совместными предприятиями.

<sup>212</sup> По состоянию на 01.01.2024 в списке первого уровня листинга 48 компаний; не рассматриваются контролируемые 5 банками бизнес-группы, бизнес-группы, возглавляемые МКПАО ЮМГ (отсутствует отчетность), ПАО Московская Биржа (вследствие специфики вида деятельности). Кроме того, на протяжении всего анализируемого периода с 2014 по 2023 годы группа ПАО МТС консолидируется группой АФК Система, группа ОК РУСАЛ – группой ЭН+ ГРУП.

**Таблица 7 – Анализ числа банков-кредиторов бизнес-групп в 2014–2022 гг.**

Год	Число упоминаний банков-кредиторов			Доля в общем числе упоминаний банков-кредиторов		Число бизнес-групп, не раскрывших банки-кредиторов
	Зарубежные банки	Российские банки	Всего	зарубежных банков-кредиторов	российских банков-кредиторов	
2014	75	87	162	46,3%	53,7%	15
2015	67	74	141	47,5%	52,5%	19
2016	56	67	123	45,5%	54,5%	18
2017	45	54	99	45,5%	54,5%	19
2018	34	52	86	39,5%	60,5%	21
2019	31	50	81	38,3%	61,7%	23
2020	27	45	72	37,5%	62,5%	24
2021	6	29	35	17,1%	82,9%	25
2022	0	19	19	0,0%	100,0%	36

*Источник:* составлено и рассчитано автором на основе данных консолидированной годовой отчетности по МСФО компаний

Вместе с тем, начиная с 2015 года, в списках банков-кредиторов ведущих российских бизнес-групп неуклонно возрастала доля российских банков, достигнув 100% в 2022 году (Таблица 8).

Это позволяет сделать вывод, что ведущие российские бизнес-группы установили тесные широкие связи с российскими кредитными организациями, прежде всего системно значимыми<sup>213</sup>. К последним относятся девять из десяти наиболее популярных российских банков-кредиторов.

<sup>213</sup> Перечень системно значимых кредитных организаций на 17.10.2023. URL: [http://cbr.ru/banking\\_sector/credit/SystemBanks.html/](http://cbr.ru/banking_sector/credit/SystemBanks.html/) (дата обращения: 31.05.2024)

**Таблица 8 – Рэнкинг российских банков по количеству поддерживавшихся кредитных отношений с ведущими бизнес-группами, 2014–2023 годы (одно наблюдение = одна бизнес-группа в одном году)**

№	Название банка	Число бизнес-групп, указавших банк в числе кредиторов в соответствующий год									Общее число групп-лет	Системно значимая кредитная организация
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
1	ПАО Сбербанк	15	12	12	13	12	8	7	5	1	85	да
2	Банк ГПБ (АО)	11	8	8	9	8	8	9	5	3	69	да
3	Банк ВТБ (ПАО)	11	11	12	10	8	7	5	2	2	68	да
4	ПАО «Московский Кредитный Банк»	4	4	5	3	3	6	2	2	2	31	да
5	АО «АЛЬФА-БАНК»	5	3	4	4	2	4	4	1	3	30	да
6	ПАО РОСБАНК	4	4	4	1	2	1	2	1	1	20	да
7	«АБ «РОССИЯ»	3	3	1	2	3	3	1	1		17	
8	АО ЮниКредит Банк	7		2	1	2		1			13	да
9	ПАО «Совкомбанк»		2	2	2	1	1	1	2	1	12	да
10	ПАО «Промсвязьбанк»	1	1			2	2	2	3	1	12	да
11	АО «Райффайзенбанк»	4	2	2	1		1	1	1		12	да
12	Креди Агриколь КИБ	4	2	1	1	1	1	1			11	
13	ВЭБ*	2	3	2	1	1	1				10	
14	ПАО Банк «ФК Открытие»		1		1	2	2	1	1	1	9	да
15	ИНГ Банк	1		1	1	1	1	1	1	1	8	
16	Банк Москвы	3	4	1							8	
17	Связь-Банк	1	2	2		1	1				7	
18	ВБРР	1	2	1				2	1		7	
19	Уралсиб	1	1	1	1		1			1	6	
20	АО «Россельхозбанк»	1	2	1			1	1			6	да

21	Северный Инвестиционный банк (СИБ)	1	1	1	1	1					5	
22	Нордеа Банк	3	1	1							5	
23	Ситибанк	1	1	1	1	1					5	
24	Банк ЗЕНИТ							1	1		2	
25	Королевский банк Шотландии	1	1								2	
26	АйСиБиСи Банк								1	1	2	
27	Межтопэнергобанк	1	1								2	
28	Мидзухо Банк / Мидзухо Корпорэйт Банк (Москва)	1								1	2	
29	Банк Санкт-Петербург		1	1							2	
30	Банк Интеза							2			2	
31	Росэксимбанк				1	1					2	
32	Банк ДОМ.РФ									1	1	
33	Возрождение		1								1	
34	Экспобанк			1							1	
35	СМП Банк							1			1	
36	Натиксис						1				1	
	<b>Итого</b>	<b>87</b>	<b>74</b>	<b>67</b>	<b>54</b>	<b>52</b>	<b>50</b>	<b>45</b>	<b>29</b>	<b>19</b>	<b>477</b>	

*Примечание:* \* «Государственная корпорация развития "ВЭБ.РФ" вправе осуществлять банковские операции, право на осуществление которых предоставлено ей на основании Федерального закона "О государственной корпорации развития "ВЭБ.РФ"» (статья 13 Федерального закона от 02.12.1990 N 395-1 (ред. от 19.12.2023) "О банках и банковской деятельности").

*Источник:* составлено и рассчитано автором на основе данных консолидированной годовой отчетности по МСФО компаний

Аффилированность с бизнес-группой открывает компаниям возможность использовать меры поддержки со стороны связанных организаций, позволяющие им дополнительно снижать кредитные риски, лежащие в основе кредитного рационарования. В анализируемый период (2014–2022 гг.) ведущие российские бизнес-группы активно использовали разные виды обеспечения со стороны связанных компаний, наиболее часто применяемые виды включают:

- 1) залог акций дочерних компаний / долей в дочерних компаниях, акций зависимых компаний;
- 2) гарантия связанной стороны по кредитному обязательству, поручительство дочерней компании в пользу материнской компании;
- 3) залог векселей, выпущенных связанной стороной (дочерней компанией, совместным предприятием).

Менее широко использовалось обеспечение в виде залога исключительных прав материнской компании на торговые знаки (ПАО "М.видео", 2018-2021 гг.), залог облигаций контролируемой компании (ПАО "Селигдар", 2018 г. и 2020-2021 гг.), поручительство акционеров группы (ПАО "ЕвроТранс", 2022 г.), передача дочерней компанией акций материнской компании в залог (в условиях перекрестного владения; ПАО "ЭсЭфАй", 2019 г.), залог прав на банковские счета дочерней компании (ПАО "ИНАРКТИКА", 2017 г.).

Наконец, особое положение занимают российские бизнес-группы, в состав которых входят кредитные организации. Участие банка в составе бизнес-группы может особенно благоприятно воздействовать на емкость ее внутреннего рынка капитала. Вместе с тем большое влияние на этот процесс оказывают регуляторные требования к сделкам со связанными сторонами, предъявляемые Банком России (Таблица 9).

**Таблица 9 – Значения норматива максимального размера риска на связанное с банком лицо (группу связанных с банком лиц) Н25 для 30 крупнейших российских банков по объему капитала на 01.01.2024**

№	Банк	01.01.18	01.01.19	01.01.20	01.01.21	01.10.21	01.01.23 <sup>214</sup>	Изменение за период
1	ПАО Сбербанк	6,90%	8,40%	8,60%	10,70%	10,5%	Не раскрывается	3,60%
2	Банк ВТБ (ПАО)	7,50%	9,30%	15,60%	18,00%	18,6%	Не раскрывается	11,10%
3	Банк ГПБ (АО)	14,20%	10,60%	13,80%	12,60%	15,1%	Не раскрывается	0,90%
4	АО "АЛЬФА-БАНК"	13,90%	12,60%	13,80%	14,40%	10,75%	Не раскрывается	-3,15%
5	АО "Россельхозбанк"	13,60%	5,70%	6,00%	8,50%	9,9%	Не раскрывается	-3,70%
6	ПАО "Промсвязьбанк"	0,00%	1,50%	8,70%	8,39%	17,67%	Не раскрывается	17,67%
7	АО "Райффайзенбанк"	5,10%	7,20%	9,40%	10,97%	15,34%	Не раскрывается	10,24%
8	ПАО "МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК"	9,30%	8,90%	8,66%	7,24%	13,61%	Не раскрывается	4,31%
9	ПАО Банк «ФК Открытие»	17,70%	19,30%	7,30%	9,44%	13,26%	Не раскрывается	-4,44%
10	ПАО «Совкомбанк»	10,60%	3,79%	6,81%	5,81%	13,44%	Не раскрывается	2,84%
11	АО ЮниКредит Банк	7,8%	10,40%	12,60%	14,20%	18,2%	Не раскрывается	10,40%
12	АО "Банк ДОМ.РФ"	19,9%	20,40%	18,80%	14,20%	11,07%	Не раскрывается	-8,83%
13	АО «Тинькофф Банк»	8,9%	17,20%	5,50%	10,30%	15,05%	Не раскрывается	6,15%
14	ПАО РОСБАНК	12,6%	14,10%	16,26%	13,61%	16,62%	Не раскрывается	4,02%
15	АО "БМ-Банк"	2,6%	2,00%	1,60%	1,6%	5,1%	Не раскрывается	2,50%
16	Банк "ВБРР" (АО)	5,1%	15,70%	14,30%	16,7%	16,0%	Не раскрывается	10,90%
17	ПАО "Банк "Санкт-Петербург"	1,19%	1,48%	1,29%	6,01%	5,5%	Не раскрывается	4,31%
18	АО "АБ "РОССИЯ"	6,4%	8,20%	16,80%	16,4%	17,0%	Не раскрывается	10,60%
19	НКО НКЦ (АО)	Не применимо						
20	АО КБ "Ситибанк"	0,9%	0,20%	0,10%	1,1%	0,8%	Не раскрывается	-0,10%

<sup>214</sup> Решение Совета директоров Банка России о требованиях к раскрытию кредитными организациями (головными кредитными организациями банковских групп) отчетности и информации в 2023 году. URL: [https://www.cbr.ru/about\\_br/dir/rsd\\_2022-12-29\\_23\\_02/](https://www.cbr.ru/about_br/dir/rsd_2022-12-29_23_02/) (дата обращения: 31.05.2024)

21	АКБ "ПЕРЕСВЕТ" (ПАО)	Н/Д (25,30% на 01.04.2018)	25,30%	24,45%	23,73%	12,45%	Не раскрывается	
22	ПАО "АК БАРС" БАНК	13,74%	9,17%	11,44%	11,35%	Н/Д	Не раскрывается	
23	ПАО "БАНК УРАЛСИБ"	26,6%	25,70%	17,10%	16,30%	12,2%	Не раскрывается	-14,40%
24	АО АКБ "НОВИКОМБАНК"	16,3%	18,40%	16,20%	16,22%	16,14%	Не раскрывается	-0,16%
25	РНКБ Банк (ПАО) («РОССИЙСКИЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК»)	0,4%	2,98%	7,31%	5,83%	3,66%	Не раскрывается	3,26%
26	АО "Почта Банк"	3,0%	2,82%	1,56%	1,56%	1,41%	Не раскрывается	-1,59%
27	ПАО "МТС-Банк"	16,32%	11,98	13,75%	12,45%	11,16%	Не раскрывается	-5,16%
28	ООО "ХКФ Банк" («Хоум Кредит энд Финанс Банк»)	0,3%	0,8%	0,57%	4,18%	4,55%	Не раскрывается	4,25%
29	АйСиБиСи Банк (АО)	5,3%	8,8%	5,1%	7,2%	10,32%	Не раскрывается	5,02%
30	АКБ "Абсолют Банк" (ПАО)	Н/Д	17,8%	19,2%	15,5%	17,2%	Не раскрывается	

*Комментарии:* Н/Д – нет данных; для выделения 30 крупнейших российских банков по объему капитала использовался рейтинг банков от РиаРейтинг<sup>215</sup>

*Источник:* составлено автором по данным 0409813 «Сведения об обязательных нормативах, показателе финансового рычага и нормативе краткосрочной ликвидности (публикуемая форма)», доступным на официальном сайте Банка России<sup>216</sup>, сайте «Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации»<sup>217</sup>, официальных сайтах банков

<sup>215</sup> Рейтинг банков по объему капитала на 1 января 2024 года. URL: <https://riarating.ru/images/63025/76/630257624.pdf> (дата доступа: 31.05.2024)

<sup>216</sup> Справочник кредитных организаций. URL: [https://www.cbr.ru/banking\\_sector/credit/](https://www.cbr.ru/banking_sector/credit/) (дата доступа: 31.05.2024)

<sup>217</sup> «Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации». URL: <http://www.e-disclosure.ru/> (дата доступа: 31.05.2024)

Введение в действие с 1 января 2017 года норматива Н25 ограничило максимальный размер риска на каждого связанного с банком заемщика или группу связанных с банком лиц 20 процентами величины собственных средств (капитала) банка как с универсальной, так и базовой лицензией (глава 8 Инструкции Банка России от 29.11.2019 №199-И, п. 2.4 главы 2 Инструкции Банка России от 06.12.2017 №183-И).

Временной анализ выполнения крупнейшими (по величине капитала) российскими банками норматива Н25 демонстрирует, что абсолютное большинство банков активно кредитуют связанные стороны, а значит, принимают непосредственное участие в работе внутреннего рынка капитала своих бизнес-групп. За 2018–21 годы 7 из 10 крупнейших банков нарастили значение норматива Н25, увеличив отношение суммы требований к связанному лицу (группе связанных лиц) к капиталу. Стоит также отметить, что за рассмотренный период три крупных банка (АО "Банк ДОМ.РФ", ПАО «Банк Уралсиб», ПАО "МИнБанк") даже допускали единичные нарушения требований к величине норматива Н25, а АКБ «Пересвет» нарушал их систематически.

### **2.2.2. Облигационное финансирование российских бизнес-групп**

Отечественные компании для привлечения внешнего финансирования активно используют российский рынок облигаций. По нашим подсчетам<sup>218</sup>, за период с 2013 по 2022 год российские компании разместили 5346 выпусков облигаций на Московской бирже. В ходе исследования данного массива размещений для всех корпоративных эмитентов по состоянию на конец каждого года (1384 наблюдений) мы проверяли наличие контролирующей и контролируемых российских организаций с использованием базы данных СПАРК, материалов Московской Биржи и агентства «Интерфакс - Центр раскрытия корпоративной информации». В зависимости от полученных результатов каждое наблюдение относилось к одной из двух подвыборок: (1) «эмитенты-участники

---

<sup>218</sup> Короткова Я.И. Облигационное финансирование ... Указ. соч. С.302-303

российских бизнес-групп», (2) «эмитенты - независимые компании». Для наблюдений из первой подвыборки также устанавливалось положение компании в группе: 1 уровень соответствует компаниям, не имеющим контролирующей организации, 2 уровень – дочерним компаниям первого уровня и т. д. Этим наблюдениям также ставился в соответствие тип бизнес-группы (частный или с государственным участием) в зависимости от наличия государственного контроля над материнской компанией.

Анализ собранных таким образом данных демонстрирует, что на российском рынке облигаций аффилированные с бизнес-группами эмитенты занимают господствующее положение, которое лишь укрепляется с течением времени (Таблица 10).

Необходимо отметить, во-первых, что эмитенты-участники российских бизнес-групп имеют численное превосходство над независимыми компаниями-эмитентами. С 2015 года последние ежегодно представляли менее 30% от совокупного числа эмитентов. Во-вторых, эмитенты-участники российских бизнес-групп в среднем совершают большее число эмиссий в год: с 2015 года их доля в общем количестве выпусков ежегодно превышает 80%. В-третьих, эмиссии, совершаемые аффилированными с бизнес-группами эмитентами, обеспечивают им более чем 90-процентную долю в привлекаемых на рынке средствах ежегодно с 2015 года. По итогам 2022 года эта доля рекордно приблизилась к 100%.

Таблица 10 – Структурный анализ компаний – эмитентов облигаций на Московской бирже, 2013–2022 гг.

Год	Эмитенты – участники бизнес-групп						Эмитенты – независимые компании						Всего		
	Число эмитентов (в % от общего числа)		Число эмиссий (в % от общего числа)		Привлеченные средства, млрд руб. (в % от общего объема)		Число эмитентов (в % от общего числа)		Число эмиссий (в % от общего числа)		Привлеченные средства, млрд руб. (в % от общего объема)		Число эмитентов	Число эмиссий	Привлеченные средства, млрд руб.
2013	131	80,9%	268	89,0%	1 545,67	92,6%	31	19,1%	33	11,0%	122,84	7,4%	162	301	1 668,51
2014	68	63,6%	160	73,7%	1 426,16	85,3%	39	36,4%	57	26,3%	245,60	14,7%	107	217	1 671,76
2015	106	78,5%	263	86,2%	1 643,23	91,9%	29	21,5%	42	13,8%	145,78	8,1%	135	305	1 789,00
2016	110	78,0%	223	82,3%	2 111,22	90,1%	31	22,0%	48	17,7%	231,87	9,9%	141	271	2 343,09
2017	87	79,8%	196	87,1%	2 595,95	93,0%	22	20,2%	29	12,9%	194,59	7,0%	109	225	2 790,54
2018	73	71,6%	287	88,3%	2 252,60	97,3%	29	28,4%	38	11,7%	61,93	2,7%	102	325	2 314,53
2019	124	73,8%	551	90,8%	3 042,78	97,0%	44	26,2%	56	9,2%	92,71	3,0%	168	607	3 135,49
2020	125	75,8%	632	92,0%	3 838,03	97,5%	40	24,2%	55	8,0%	97,91	2,5%	165	687	3 935,94
2021	122	71,8%	544	89,6%	3 242,48	96,1%	48	28,2%	63	10,4%	132,40	3,9%	170	607	3 374,88
2022	104	83,9%	302	93,5%	2 528,55	98,7%	20	16,1%	21	6,5%	34,48	1,3%	124	323	2 563,03
<b>Общий итог</b>	<b>1 050</b>	<b>75,9%</b>	<b>3 426</b>	<b>88,6%</b>	<b>24 226,67</b>	<b>94,7%</b>	<b>333</b>	<b>24,1%</b>	<b>442</b>	<b>11,4%</b>	<b>1 360,11</b>	<b>5,3%</b>	<b>1 383</b>	<b>3 868</b>	<b>25 586,77</b>

Источник: составлено автором

Объем размещений облигаций независимых компаний, полученный нами, ввиду методологии, является оценкой сверху (максимально возможным объемом). При выделении бизнес-групп мы руководствовались наличием у нескольких компаний общей российской материнской компании (юридического лица). Как участники бизнес-групп не идентифицировались сестринские компании, контролируемые одним физическим лицом или одной иностранной компанией. Таким образом, число эмитентов, отнесенных к независимым компаниям, может быть завышено. Вместе с тем устранение данного методологического нюанса способно лишь усилить общую картину абсолютного преобладания компаний-участников бизнес-групп среди эмитентов корпоративных облигаций.

Собранная нами статистика относительно положения эмитента-участника бизнес-группы в ее структуре собственности позволяет оценить предпочтения контролирующих российские бизнес-группы лиц в выборе эмитента. Практика «выбора эмитента» может реализовываться путем создания дочерней компании для эмиссии ею облигаций в целях финансирования деятельности материнской компании<sup>219</sup>. Исторически это имело особую актуальность для банковских холдингов, позволяя банкам привлекать внешнее финансирование без влияния на соблюдение ими нормативов и других регуляторных требований<sup>220</sup>, и для крупных эмитентов<sup>221</sup>.

В Таблице 11 показано построенное нами распределение номинальной стоимости размещенных в 2013–2022 гг. облигационных выпусков в зависимости от того, какой по счету уровень в структуре собственности бизнес-группы занимал эмитент.

---

<sup>219</sup> Российская экономика в 2021 году. Указ. соч. С. 144.

<sup>220</sup> Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б., Добашина И.В., Воробьев З.А. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций. М.: Альпина Паблишер, 2004. С. 185–186.

<sup>221</sup> Воробьева З.А. Финансовый инжиниринг на рынке корпоративных облигаций: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 /Воробьева З.А. М., 2004. С. 23.

**Таблица 11 – Распределение номинальной стоимости облигационных выпусков, размещенных эмитентами – участниками российских бизнес-групп на Московской бирже в 2013–2022 годах по уровню компании-эмитента в структуре бизнес-группы**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2013–2022 г..
Все эмиссии	1 668,51	1 671,76	1 789,00	2 343,09	2 790,54	2 314,53	3 135,49	3 935,94	3 374,88	2 563,03	25 586,77
<b>Эмиссии компаний-участников бизнес-групп</b>	<b>1 545,67</b>	<b>1 426,16</b>	<b>1 643,23</b>	<b>2 111,22</b>	<b>2 595,95</b>	<b>2 252,60</b>	<b>3 042,78</b>	<b>3 838,03</b>	<b>3 242,48</b>	<b>2 528,55</b>	<b>24 226,67</b>
<i>Из них:</i>											
Эмитент - компания 1 уровня	869,34 (56,2%)	365,10 (25,6%)	787,61 (47,9%)	893,59 (42,3%)	978,72 (37,7%)	1 512,56 (67,1%)	1 728,44 (55,1%)	2 580,25 (67,2%)	2 163,47 (66,7%)	1 367,72 (54,1%)	13 266,81 (54,8%)
Эмитент - компания 2 уровня	473,33 (30,6%)	939,68 (65,9%)	772,39 (47,0%)	1 062,91 (50,3%)	1 541,44 (59,4%)	639,59 (28,4%)	1 017,89 (32,5%)	1 068,79 (27,8%)	940,61 (29,0%)	964,40 (38,1)	9 401,02 (38,8%)
Эмитент - компания 3 уровня	203,00 (13,1%)	121,37 (8,5%)	68,23 (4,2%)	141,91 (6,7%)	65,79 (2,5%)	65,45 (2,9%)	210,20 (6,7%)	105,82 (2,8%)	110,90 (3,4%)	152,43 (6,0%)	1 245,10 (5,1%)
Эмитент - компания 4 уровня			15,00 (0,9%)	12,82 (0,6%)		25,00 (1,1%)	50,00 (1,6%)	83,17 (2,2%)	27,50 (0,8%)	34,00 (1,3%)	247,49 (1,0%)
Эмитент - компания 6 уровня						10,00 (0,4%)	36,25 (1,2%)			10,00 (0,4%)	56,25 (0,2%)
Эмитент - компания 7 уровня					10,00 (0,4%)						10,00 (0,0%)
<b>Частные бизнес-группы: Все эмиссии</b>	<b>715,71</b>	<b>463,04</b>	<b>701,30</b>	<b>808,77</b>	<b>618,74</b>	<b>432,06</b>	<b>1 083,71</b>	<b>1 128,30</b>	<b>1 072,88</b>	<b>953,35</b>	<b>7 977,84</b>
Эмитент - компания 1 уровня	403,84 (56,4%)	170,68 (36,9%)	473,36 (67,5%)	493,12 (61,0%)	419,77 (67,8%)	211,51 (49,0%)	611,28 (56,4%)	458,85 (40,7%)	597,50 (55,7%)	431,02 (45,2%)	4 270,93 (53,5%)

Эмитент - компания 2 уровня	265,87 (37,1%)	249,85 (54,0%)	205,73 (29,3%)	251,59 (31,1%)	155,67 (25,2%)	146,09 (33,8%)	217,48 (20,1%)	567,13 (50,3%)	347,48 (32,4%)	338,24 (35,5%)	2 745,14 (34,4%)
Эмитент - компания 3 уровня	46,00 (6,4%)	42,50 (9,2%)	22,20 (3,2%)	60,41 (7,5%)	33,29 (5,4%)	44,45 (10,3%)	178,70 (16,5%)	69,32 (6,1%)	100,40 (9,4%)	140,09 (14,7%)	737,37 (9,2%)
Эмитент - компания 4 уровня				3,65 (0,5%)		20,00 (4,6%)	40,00 (3,7%)	33,00 (2,9%)	27,50 (2,6%)	34,00 (3,6%)	158,15 (2,0%)
Эмитент - компания 6 уровня						10,00 (2,3%)	36,25 (3,3%)			10,00 (1,0%)	56,25 (0,7%)
Эмитент - компания 7 уровня					10,00 (1,6%)						10,00 (0,1%)
<b>Бизнес-группы с государственным участием: Все эмиссии</b>	829,96	963,12	941,93	1 302,45	1 977,21	1 820,54	1 959,07	2 709,73	2 169,60	1 575,20	16 248,83
Эмитент - компания 1 уровня	465,50 (56,1%)	194,42 (20,2%)	314,25 (33,4%)	400,47 (30,7%)	558,95 (28,3%)	1 301,05 (71,5%)	1 137,16 (58,0%)	2 121,40 (78,3%)	1 565,97 (72,2%)	936,71 (59,5%)	8 995,87 (55,4%)
Эмитент - компания 2 уровня	207,46 (25,0%)	689,83 (71,6%)	566,65 (60,2%)	811,32 (62,3%)	1 385,76 (70,1%)	493,49 (27,1%)	780,41 (39,8%)	501,66 (18,5%)	593,13 (27,3%)	626,15 (39,8%)	6 655,88 (41,0%)
Эмитент - компания 3 уровня	157,00 (18,9%)	78,87 (8,2%)	46,03 (4,9%)	81,50 (6,3%)	32,50 (1,6%)	21,00 (1,2%)	31,50 (1,6%)	36,50 (1,3%)	10,50 (0,5%)	12,34 (0,8%)	507,73 (3,1%)
Эмитент - компания 4 уровня			15,00 (1,6%)	9,17 (0,7%)		5,00 (0,3%)	10,00 (0,5%)	50,17 (1,9%)			89,34 (0,5%)

Источник: составлено автором

Анализ представленных данных позволяет утверждать, что обеспечение бизнес-групп финансированием с помощью облигаций чаще других осуществляют материнские организации (эмитенты 1 уровня). В среднем за анализируемый период на их долю пришлось 54,8% номинальной стоимости размещений. Эмитенты второго уровня обеспечили привлечение в среднем 38,8% финансовых средств.

Вместе с тем необходимо отметить, что материнские компании бизнес-групп не всегда вносят большой вклад в облигационное финансирование группы, чем остальные участники. Если рассматривать российские бизнес-группы в целом, на долю материнских компаний приходилось менее 50% стоимости облигационных выпусков в 2014–2017 годах. На это повлияла, главным образом, ситуация в бизнес-группах с государственным участием, где в этот период материнские компании привлекали всего лишь 20–30% общего объема облигационного финансирования. Затем распределение финансовых ролей в бизнес-группах коренным образом изменилось, и с 2017 года на долю материнских компаний приходится не менее 58% стоимости облигационных выпусков групп с государственным участием. Среди частных бизнес-групп доля материнских компаний в объемах привлекаемого облигационного финансирования ниже 50% наблюдалась в 2014, 2018, 2020 и 2022 годах.

Политика концентрации облигационного финансирования российских бизнес-групп на уровне материнских компаний способствует реализации эффекта взаимного страхования обязательств. Как было показано в первой главе, это позволяет нарастить объемы заемного финансирования бизнес-группы без значительного роста затрат на капитал даже в условиях высокой волатильности денежных потоков компаний и существенной неопределенности экономической политики.

### 2.3. Современные тенденции долевого финансирования российских компаний-участников бизнес-групп

По нашим оценкам<sup>222</sup>, в 2013–2023 годах 73 бизнес-группы, ведущие деятельность в России, проявляли активность на рынках акций и депозитарных расписок (Таблица 12):

- Компании из 39 бизнес-групп провели первоначальное размещение акций/депозитарных расписок (IPO – Initial public offering);
- В 40 бизнес-группах действующие публичные компании провели 80 сделок по продаже на бирже пакетов акций/депозитарных расписок (далее SPO – Secondary public offering);
- 23 компании из 20 бизнес-групп получили допуск к участию в торгах на Московской бирже<sup>223</sup>, 5 компаний из 5 бизнес-групп – допуск к участию в торгах на Астанинской международной бирже (AIX – Astana International Exchange<sup>224</sup>), компания из еще одной бизнес-группы (Raven Property Group Limited) получила допуск к участию в торгах на Йоханнесбургской фондовой бирже (JSE – Johannesburg Stock Exchange).

Большинство бизнес-групп (64 из 71<sup>225</sup>), чьи компании-участники проводили публичные размещения акций или получали допуск к участию в торгах на бирже, следовали принципу концентрации внешнего акционерного финансирования – активность от бизнес-группы проявляла только одна компания-эмитент.

<sup>222</sup> Необходимые для исследования данные были собраны нами с помощью публично доступных данных Preqvеса (URL <http://reqvеса.ru/placements/>), Московской Биржи, проспектов эмиссии и годовых отчетов компаний-эмитентов.

<sup>223</sup> Получение допуска несколькими компаниями из одной бизнес-группы происходило из-за редомициляции: в бизнес-группе ВК (Mail.ru Group Limited в июле 2020 года, МКПАО "ВК" – в октябре 2023 года), Софтлайн (Softline Holding PLC в ноябре 2021 года, ПАО «Софтлайн» – в сентябре 2023 года), а также ЭН+ Групп (United Company RUSAL Plc, МКПАО "ЭН+ ГРУПП"; En+ Group провело IPO с двойным листингом на LSE и ММББ в ноябре 2017 года).

<sup>224</sup> Группы Fix Price (Fix Price Group PLC), Ozon (Ozon Holdings PLC), ROS AGRO (ROS AGRO PLC), O`KEY (O`KEY Group S.A.), Polymetal (Polymetal International Plc).

<sup>225</sup> Без учета бизнес-групп эмитентов ОАО «Живой офис» и ПАО «ТПГ АЭССЕЛЬ».

**Таблица 12 – Характеристика активности бизнес-групп, ведущих деятельность в России, на рынках акций и депозитарных расписок в 2013–2023 годах**

<b>Число</b>	<b>Бизнес-групп</b>	<b>Компаний-эмитентов</b>	<b>Сделок</b>
Всего	73	80	148
ИПО (включая «Живой офис» и «Омела Холдинг»)	39	39	39
Из них с привлечением нового капитала (включая «Живой офис» и «Омела Холдинг»)	29	29	29
SPO	40	40	80
Из них с привлечением нового капитала	23	23	35
Допуск на ММВБ	20	23	-
Листинг на AIX (Казахстан)	5	5	-
Листинг на JSE (ЮАР)	1	1	-

*Источник:* составлено автором на основе данных, собранных с помощью данных Preqvesa (URL <http://preqvesa.ru/placements/>), Московской Биржи, проспектов эмиссии и годовых отчетов компаний-эмитентов

Только в семи бизнес-группах было несколько эмитентов акций – это группы:

- (1) Артген (ПАО "АРТГЕН" с декабря 2009 года и ПАО "ЦГРМ "ГЕНЕТИКО" с апреля 2023 года),
- (2) ROS AGRO (ПАО "ГРУППА "РУСАГРО" и ROS AGRO PLC, Кипр),
- (3) АФК Система (ПАО АФК Система, ПАО МТС, ПАО «Сегежа Групп» с апреля 2021 года),
- (4) Совкомфлот (ПАО «Новошип», ПАО «Совкомфлот» с октября 2020 года),
- (5) ЭН+ Групп (EN+ Group PLC, Джерси, RUSAL Plc и ОАО «Иркутскэнерго»),
- (6) Evraz (EVRAZ plc, ПАО "РАСПАДСКАЯ"),

(7) Русснефть (ПАО НК «Русснефть», ПАО «Саратовнефтегаз», ПАО «Варьеганнефть»).

**Сделки IPO.** За период с 2013 по 2023 годы первоначальное размещение акций (IPO – Initial public offering) провели 39 компаний из 39 бизнес-групп, ведущих основную деятельность на территории России. Еще одна компания, осуществившая IPO, ПАО "Светофор Групп", не входила в состав какой-либо бизнес-группы, соответствующая сделка нами не анализировалась. Из рассмотрения были исключены две сделки IPO, в отношении которых Банком России впоследствии были установлены факты манипулирования рынком (эмитенты – ОАО «Живой офис»<sup>226</sup> и ПАО «ТПГ АЭССЕЛЬ»<sup>227</sup>).

Из оставшихся 37 эмитентов 25 компаний были российскими, и 12 эмитентов представляли собой иностранные компании, ведущие активную экономическую деятельность на территории РФ. На момент проведения IPO семь эмитентов были зарегистрированы на Кипре (QIWI PLC, TCS Group Holding PLC, HeadHunter Group PLC, Ozon Holdings PLC, UNITED MEDICAL GROUP CY PLC, Softline Holding PLC и Cian PLC), три – на Британских Виргинских островах (Luxoft Holding, Inc, Lenta Limited, Fix Price Group Ltd.), по одному – на Джерси (En+ Group) и в Сингапуре (Don Agro International Limited).

В Таблице 13 представлена систематизация сделок IPO по годам и видам сделок (в соответствии с классификацией Черновой М.И.<sup>228</sup>). Большинство сделок IPO (27 из 37) позволили компаниям-эмитентам привлечь новый капитал.

---

<sup>226</sup> Об установлении фактов манипулирования рынком акций ОАО «Живой офис». URL: [http://www.cbr.ru/press/pr/?file=20102016\\_154631sbrfr2016-10-20t15\\_45\\_40.htm](http://www.cbr.ru/press/pr/?file=20102016_154631sbrfr2016-10-20t15_45_40.htm) (дата доступа: 31.05.2024)

<sup>227</sup> Информация о выявлении фактов манипулирования рынками ряда финансовых инструментов // Вестник Банка России. 2019. №65. С. 4

<sup>228</sup> Российская экономика в 2021 году. Указ. соч. С. 128

**Таблица 13 – Систематизация сделок IPO, проведенных компаниями-участниками активных в России бизнес-групп, по годам и видам сделок**

Годы	IPO с привлечением нового капитала			IPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев			Итого
	Всего	Российские эмитенты	Иностранные эмитенты	Всего	Российские эмитенты	Иностранные эмитенты	
2013	<b>4</b>	2 (50%)	2 (50%)	<b>1</b>	-	1 (100%)	<b>5</b>
2014	-	-	-	<b>1</b>	-	1 (100%)	<b>1</b>
2015	<b>2</b>	2 (100%)	-	<b>2</b>	2 (100%)	-	<b>4</b>
2016	<b>1</b>	1 (100%)	-	<b>1</b>	1 (100%)	-	<b>2</b>
2017	<b>3</b>	2 (66,7%)	1 (33,3%)	<b>1</b>	1 (100%)	-	<b>4</b>
2018	-	-	-	-	-	-	-
2019	-	-	-	<b>1</b>	-	1 (100%)	<b>1</b>
2020	<b>4</b>	2 (50%)	2 (50%)	-	-	-	<b>4</b>
2021	<b>5</b>	3 (60%)	2 (40%)	<b>2</b>	-	2 (100%)	<b>7</b>
2022	<b>1</b>	1 (100%)	-	-	-	-	<b>1</b>
2023	<b>7</b>	7 (100%)	-	<b>1</b>	1 (100%)	-	<b>8</b>
<b>Итого</b>	<b>27</b>	<b>20 (74,1%)</b>	<b>7 (25,9%)</b>	<b>10</b>	<b>5 (50%)</b>	<b>5 (50%)</b>	<b>37</b>

*Источник:* составлено автором на основе данных, собранных с помощью данных Preqvesa (URL <http://preqvesa.ru/placements/>), Московской Биржи, проспектов эмиссии и годовых отчетов компаний-эмитентов

В рамках сделок IPO, повлекших за собой привлечение нового капитала в компанию, эмитентами выделялись следующие цели использования привлекаемых средств<sup>229</sup>: финансирование инвестиций – 17 эмитентов, финансирование операционной деятельности – 11 эмитентов, общекорпоративные нужды – 4 эмитента, оптимизация структуры капитала, снижение долговой нагрузки – 4 эмитента, выдача займа дочерней компании – 1 эмитент, увеличение капитала дочерних компаний – 1 эмитент, стимулирование менеджмента – 1 эмитент. Таким образом, большинство сделок IPO с привлечением нового капитала (17 сделок из 27) было направлено на финансирование инвестиций. Систематизация целей сделок IPO во временном разрезе представлена в Таблице 14.

<sup>229</sup> Эмитенты могут выделять несколько целей эмиссии и использования привлекаемых средств.

**Таблица 14 – Систематизация сделок IPO, проведенных компаниями-участниками активных в России бизнес-групп, по целям сделок**

Годы	2013	2015	2016	2017	2020	2021	2022	2023	Итого
<b>Всего сделок IPO</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>27</b>
Сделки IPO, нацеленные на:									
Финансирование инвестиций	2	1	-	2	3	3	1	5	<b>17</b>
Финансирование текущей, операционной деятельности	3	2	-	1	-	-	1	4	<b>11</b>
Финансирование общекорпоративных нужд	-	-	-	-	2	2	-	-	<b>4</b>
Оптимизацию структуры капитала	-	-	1	1	-	1	-	1	<b>4</b>
Выдачу займа дочерней компании	-	-	-	-	-	-	-	1	<b>1</b>
Увеличение капитала дочерней компании	-	-	-	-	-	1	-	-	<b>1</b>
Стимулирование менеджмента	-	-	-	-	-	1	-	-	<b>1</b>

*Источник:* оценено и составлено автором по данным портала Preqvеса и проспектам эмиссии, опубликованным компаниями-эмитентами

Поскольку бизнес-группы имеют возможность «выбора эмитента», было исследовано, компании какого уровня в группе проводили IPO – результаты систематизированы в Таблице 15.

Большинство компаний, осуществивших IPO с привлечением нового капитала (как и IPO в целом), являются компаниями 1 уровня в своей бизнес-группе, то есть конечными материнскими компаниями. Вместе с тем IPO с привлечением нового капитала осуществили шесть компаний второго уровня и четыре компании третьего уровня в своих бизнес-группах.

**Таблица 15 – Систематизация сделок IPO, проведенных компаниями-участниками активных в России бизнес-групп, по уровню компании-эмитента в структуре бизнес-группы**

Годы	IPO с привлечением нового капитала			IPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев			Итого
	Уровень в группе	Всего	Российские эмитенты	Иностранные эмитенты	Всего	Российские эмитенты	
1 уровень	17	14	3	6	2	4	23
2 уровень	6	3 <sup>230</sup>	3	3	2	1	9
3 уровень	4	3	1	1	1	-	5
Всего	27	20	7	10	5	5	37

*Источник:* составлено автором на основе данных, собранных с помощью данных Preqvesa (URL <http://preqvesa.ru/placements/>), Московской Биржи, проспектов эмиссии и годовых отчетов компаний-эмитентов

- Российские эмитенты - компании второго уровня в группе – это *ПАО НПК ОВК* (2015, материнская компания - United Wagon Plc, Джерси), *ПАО «Группа Ренессанс Страхование»* (2021, до IPO материнской компанией было ООО "Холдинг Ренессанс Страхование", в результате IPO его доля снизилась ниже 50%) и *ПАО "ЦГРМ "ГЕНЕТИКО"* (2023, дочерняя компания ПАО "АРТГЕН", в результате IPO стала второй публичной компанией в бизнес-группе).

- Иностранные эмитенты - компании второго уровня в группе – это *Softline Holding PLC*, Кипр (2021, материнская компания - Softline Group Inc, Британские Виргинские острова), *TCS Group Holding PLC*, Кипр (2013, материнская компания - TADEK Holding and Finance S.A., Британские Виргинские острова), *Luxoft Holding, Inc*, Британские Виргинские острова (2013, материнская компания – IBS Group Holding Ltd., Остров Мэн). Таким образом, материнские компании всех выделенных эмитентов зарегистрированы на зависимых территориях Великобритании.

<sup>230</sup> Из них одна компания в результате IPO стала компанией 1 уровня (контролирующий акционер продал часть своего пакета и утратил контроль над компанией) - Ренессанс страхование, доля акционера ООО "ХОЛДИНГ РЕНЕССАНС СТРАХОВАНИЕ" до IPO - 52,12%, после - меньше 50%. Источник: URL: <http://preqvesa.ru/placements/memorandum/download/543/> (дата доступа: 31.05.2024)

- Эмитенты – компании третьего уровня в группе: *ПАО Сегежа Групп* (2021, конечная материнская компания – ПАО АФК Система; на момент IPO стала в группе третьей компанией с листингом акций, наряду с ПАО АФК Система и ПАО МТС), *ПАО «Глобалтрак менеджмент»* (2017, на момент эмиссии контролировалась компанией Litten Investments Ltd. (Кипр) через GT Globaltruck Limited (Кипр)), *EN+ Group PLC, Джерси* (2017, на тот момент контролировалась B-Finance Limited (Британские Виргинские острова), конечная материнская компания – Fidelitas International Investments Corp. (Республика Панама); стала в группе третьей компанией с листингом акций, наряду с RUSAL Plc и ОАО «Иркутскэнерго»), *ПАО «Московский кредитный банк»* (2015, на тот момент контролировалась Wellcreek Corporation (Британские Виргинские острова) через ООО «Концерн «РОССИУМ»).

Таким образом, выход на рынок акций с целью привлечения финансирования компаниями, не являющимися конечными материнскими компаниями своей бизнес-группы, как правило, связан с тем, что: (1) их материнская компания не является акционерным обществом (ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Московский кредитный банк»), (2) в бизнес-группе уже есть другие эмитенты акций (ПАО "ЦГРМ "ГЕНЕТИКО", ПАО Сегежа Групп), (3) компания контролируется иностранными юридическими лицами.

**Сделки SPO.** За период с 2013 по 2023 годы сделки SPO были совершены 40 публичными компаниями из 40 бизнес-групп, осуществляющих основную деятельность на территории России. Особое положение в списке эмитентов занимает ПАО «Детский мир»: в результате первой сделки SPO<sup>231</sup> в ноябре 2019 года компания выбыла из бизнес-группы АФК «Система» (доля ПАО АФК «Система» в капитале компании снизилась ниже 50% в результате продажи части пакета) и возглавила собственную бизнес-группу.

Из 40 компаний, совершивших с 2013 по 2023 годы сделки SPO, 27 эмитентов были российскими (на них пришлось 56 сделок SPO), еще 13 – иностранными

---

<sup>231</sup> Всего к концу 2023 года компания совершила три сделки SPO.

компаниями (24 сделки SPO). На момент проведения SPO шесть эмитентов были зарегистрированы на Кипре (Etalon Group PLC, HeadHunter Group PLC, Ozon Holdings PLC, QIWI Plc, ROS AGRO PLC, TCS Group Holding PLC), четыре – на Британских Виргинских островах (Fix Price Group Ltd., Lenta Limited, Luxoft Holding, Inc, Mail.ru Group Limited), по одному – на Джерси (Polymetal International Plc), в Великобритании (EVRAZ plc) и Нидерландах (Yandex N.V.).

В Таблице 16 представлена систематизация сделок SPO по годам и видам сделок (в соответствии с классификацией Черновой М.И.<sup>232</sup>).

**Таблица 16 – Систематизация сделок SPO, проведенных компаниями-участниками активных в России бизнес-групп, по годам и видам сделок**

Годы	SPO с привлечением нового капитала			SPO с перепродажей пакета акций действующих владельцев			Итого
	Всего	Российские эмитенты	Иностранные эмитенты	Всего	Российские эмитенты	Иностранные эмитенты	
2013	5	5	-	4	-	4	9
2014	1	-	1	1	1	-	2
2015	3	1	2	1	1	-	4
2016	4	3	1	2	2	-	6
2017	7 (5+2)	7 (5+2)	-	9	6	3	16
2018	1	1	-	2	2	-	3
2019	4 (2+2)	3 (1+2)	1	10	7	3	14
2020	3	1	2	5	3	2	8
2021	4 (2+2)	3 (1+2)	1	9	5	4	13
2022	-	-	-	1	1	-	1
2023	3 (1+2)	3 (1+2)	-	1	1	-	4
<b>Итого</b>	<b>35</b>	<b>27</b>	<b>8</b>	<b>45</b>	<b>29</b>	<b>16</b>	<b>80</b>

*Примечание:* В столбцах «SPO с привлечением нового капитала» в детализации количества сделок второе слагаемое отражает отдельно количество сделок SPO с продажей квазиказначейского пакета акций.

*Источник:* оценено и составлено автором по данным портала Preqvеса (URL <http://preqvеса.ru/placements/>) и проспектов эмиссии, опубликованных компаниями-эмитентами.

<sup>232</sup> Российская экономика в 2021 году. Указ. соч. С. 128

Привлечение нового капитала происходило менее чем в половине сделок – в 35 сделках из 80 (43,75%), таким образом дополнительное финансирование привлекли 23 компании из 23 бизнес-групп. В восьми сделках из 35 привлечение капитала осуществлялось за счет продажи квазиказначейских пакетов акций, такие сделки провели 7 российских эмитентов из 7 бизнес-групп (ПАО «Газпром» провело две сделки SPO с продажей квазиказначейских пакетов – обе в 2019 году). Всего на российских эмитентов пришлось 27 сделок SPO с привлечением нового капитала. Еще 8 сделок SPO совершили иностранные эмитенты: с Кипра (QIWI plc в 2014 году, ROS AGRO plc в 2016 году, TCS Group Holding PLC в 2019 году, Etalon Group PLC в 2021 году), Британских Виргинских островов (3 сделки: Lenta Limited – 2 сделки, обе в 2015 году, Mail.Ru Group Limited в 2020 году) и из Нидерландов (Yandex N.V. в 2020 году).

В рамках сделок SPO, повлекших за собой привлечение нового капитала в компанию, эмитентами выделялись следующие цели использования привлекаемых средств<sup>233</sup>: финансирование инвестиций – 19 сделок, финансирование операционной деятельности – 12 сделок, общекорпоративные нужды – 7 сделок, оптимизация структуры капитала (в том числе докапитализация, погашение производных обязательств) — 10 сделок, выкуп акций у миноритариев – 1 сделка, покупка контрольного пакета акций дочерней компании – 1 сделка, предоставление займов дочерним компаниям – 1 сделка, увеличение капитала дочерних компаний – 1 сделка, создание холдинга – 1 сделка.

Таким образом, большая часть сделок SPO с привлечением нового капитала (19 сделок из 35) была направлена на финансирование инвестиций, а также групповые цели.

---

<sup>233</sup> Эмитенты могут выделять несколько целей эмиссии и использования привлекаемых средств.

#### 2.4. Влияние внутреннего рынка капитала российских бизнес-групп на инвестиционную активность компаний-участников<sup>234</sup>

Анализ академической литературы показывает, что моделирование зависимости инвестиций аффилированных с бизнес-группами компаний от различных факторов применяется рядом исследователей для проверки гипотезы об использовании внутригрупповых финансовых сделок для смягчения финансовых ограничений<sup>235, 236</sup>. В этом случае в модель включается показатель денежного потока материнской компании (или бизнес-группы) и тестируется предположение о его значимом положительном влиянии на инвестиции дочерних компаний. Моделирование инвестиций также может служить определению того, как перемещение капитала на внутренних рынках бизнес-групп влияет на стоимость бизнеса – создает или разрушает ее. Аргументами в пользу благоприятного воздействия служат подтверждения гипотез об отрицательной зависимости инвестиций дочерних компаний от инвестиционных возможностей материнской компании<sup>237</sup> или о наличии положительной разницы в уровне капиталовложений компаний с высокими и низкими инвестиционными возможностями<sup>238</sup>.

Для оценки чувствительности инвестиционной активности компании к ее денежному потоку осуществляется эмпирическое моделирование инвестиций во внеоборотные активы (как правило, основные средства), учитывающее широкий круг факторов. Как правило, для этого используется один из двух основополагающих подходов: моделирование на основе Q-модели инвестиций и моделирование на основе инвестиционной модели Эйлера<sup>239</sup>.

---

<sup>234</sup> При подготовке данного параграфа диссертации использована публикация, выполненная автором лично, в которой, согласно Положению о присуждении ученых степеней в МГУ, отражены основные результаты, положения и выводы исследования: Korotkova Y. Internal Capital Markets in Russian Business Groups: Evidence from Corporate Investments // *Journal of Corporate Finance Research* / Корпоративные финансы. 2020. № 14(2). С. 58–71

<sup>235</sup> Gugler K., Peev E., Segalla E. The internal workings of internal capital markets: Cross-country evidence // *Journal of Corporate Finance*. 2013. Vol. 20. P. 60.

<sup>236</sup> Walker M.D. Industrial Groups and Investment Efficiency // *The Journal of Business*. 2005. Vol. 78 (5). P. 1984

<sup>237</sup> Gugler K., Peev E., Segalla E. Op. cit. P. 70.

<sup>238</sup> George R., Kabir R., Qian J. Investment–cash flow sensitivity and financing constraints: New evidence from Indian business group firms // *Journal of Multinational Financial Management*. 2011. Vol. 21. P. 80.

<sup>239</sup> Ibid. P. 73.

Согласно Q-модели инвестиций ключевым фактором инвестиционной политики компании является ожидаемая прибыльность инвестиционных проектов, или предельный  $q$  Тобина, который в эмпирических моделях аппроксимируется с помощью среднего  $Q$  Тобина – отношения рыночной стоимости компании к восстановительной стоимости ее активов<sup>240</sup>. В рамках неоклассической теории предполагается, что в отсутствие финансовых ограничений показатель  $Q$  Тобина является единственным фактором инвестиционной активности фирмы, однако ввиду несовершенств реальных рынков капитала, в инвестиционную модель включают также фактор ликвидности, учитываемый как поток (переменные денежного потока) и/или как запас (переменные краткосрочных финансовых вложений и денежных средств). Соответственно, в рамках подхода на основе Q-модели инвестиций при анализе значимости финансовых ограничений моделируется зависимость вида (1):

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \delta_{it} X_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

где  $I_{it}$  – инвестиции во внеоборотные активы (как правило, основные средства)  $i$ -ой компании за период времени  $t$ ;

$K_{it}$  – величина капитала  $i$ -ой компании на начало периода  $t$ ;

$Q_{it}$  – коэффициент Q-Тобина  $i$ -ой компании в период времени  $t$ ;

$CF_{it}$  – денежный поток  $i$ -ой компании за период времени  $t$ ;

$X$  – вектор контрольных переменных;

$\varepsilon_{it}$  – случайная ошибка модели.

Такой подход к моделированию инвестиций применялся, в частности, в исследованиях С.Фаззари и соавторов<sup>241</sup>, А.Готье и М.Хамади<sup>242</sup>, Р.Джорджа и соавторов<sup>243</sup>, Э.Анга и соавторов<sup>244</sup>, И.Йе и Д.Лина<sup>245</sup>. При этом предполагается,

<sup>240</sup> Hoshi T., Kashyap A., Scharfstein D. Op. cit. P. 35

<sup>241</sup> Fazzari S.M., Hubbard R.G., Petersen B.C., Blinder A.S., Poterba J.M. Op. cit. P. 141–206.

<sup>242</sup> Gautier A., Hamadi M. Internal Capital Market Efficiency of Belgian Holding Companies // Presses universitaires de Grenoble. 2005. Vol. 26(2). P. 11–34.

<sup>243</sup> George R., Kabir R., Qian J. Op. cit. P. 69–88.

<sup>244</sup> Ang A., Masulis R., Pham P.K., Zein J. Internal Capital Markets in Family Business Groups During the Global Financial Crisis // UNSW Business School Research Paper Forthcoming. 2018.

<sup>245</sup> Yeh Y.-H., Lin J.J. Investment-cash flow sensitivity to internal capital markets and shareholding structure: evidence from Taiwanese business groups // Eurasian Business Review. 2020. 21 p.

что инвестиции фирмы положительно зависят от ее инвестиционных возможностей (коэффициент  $\beta_1 > 0$ ), а при наличии финансовых ограничений ожидается также положительное влияние денежного потока на инвестиции (коэффициент  $\beta_2 > 0$  – чувствительность инвестиций к денежному потоку компании).

Плюсом Q-модели является использование рыночной информации при измерении инвестиционных возможностей фирм. В то же время использование переменной Q Тобина для оценки инвестиционных возможностей влечет за собой и недостатки модели, связанные с требованием о соблюдении строгих предпосылок для того, чтобы средний Q Тобина можно было использовать в качестве прокси-переменной для предельного q, а именно: условия о совершенных рынках капитала, постоянной отдаче от масштаба, характерной для производственной функции, отсутствие у фирмы рыночной власти<sup>246</sup>. На практике эти условия в высокой степени не соблюдаются, кроме того, сложность измерения восстановительной стоимости активов приводит к потенциальной неточности измерения q Тобина, чреватой смещением получаемых оценок и искажением выводов. Как следствие, широкое применение в исследованиях нашел альтернативный подход к тестированию финансовых ограничений – моделирование инвестиционной активности компаний на основе инвестиционной модели Эйлера<sup>247</sup>. В рамках данного подхода инвестиционное уравнение Эйлера используется для прямого тестирования условия первого порядка, что позволяет устранить теньную стоимость капитала (измеряемую с помощью Q Тобина) из модели. В результате в рамках этого подхода текущие инвестиции компании зависят от прошлых значений ее инвестиций, выручки, денежных потоков и совокупного долга. В частности, в работе Л.Лэвена<sup>248</sup> оценивается инвестиционная модель вида (2):

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \beta_1 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_2 \left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}^2 + \beta_3 \left(\frac{Y}{K}\right)_{i,t-1} + \beta_4 \left(\frac{CF}{K}\right)_{i,t-1} + d_t + f_i + v_{it} \quad (2)$$

где  $I_{it}$  – инвестиции  $i$ -ой компании за период времени  $t$ ;

<sup>246</sup> Hayashi F. Tobin's Marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation // *Econometrica*. 1982. Vol. 50(1). P.214

<sup>247</sup> Abel A.B. Empirical Investment Equations: An Integrative Framework // *Carnegie-Rochester Conferences on Economic Policy*. 1980. Vol. 12. P. 53.

<sup>248</sup> Laeven L. Op. cit. P. 5-34

$K_{it}$  – величина капитала  $i$ -ой компании на начало периода  $t$ ;

$Y_{it}$  – выручка  $i$ -ой компании за период времени  $t$ ;

$CF_{it}$  – денежный поток  $i$ -ой компании за период времени  $t$ ;

$X$  – вектор контрольных переменных.

$d_t, f_i$  – фиксированные эффекты для года и фирмы, соответственно;

$v_{it}$  – случайная ошибка модели.

Предполагается, что на текущий объем инвестиций положительно влияет объем инвестиций в предыдущем периоде и отрицательно – квадрат лагированной величины инвестиций ( $\beta_1 > 1$ ,  $\beta_2 < -1$ ), в этом случае предполагается, что компания придерживается оптимальной траектории инвестиций.

При отсутствии несовершенств рынка и финансовых искажений ожидается также, что  $\beta_3 \geq 0$ ,  $\beta_4 < 0$ . Если компании сталкиваются с финансовыми ограничениями, что коэффициент  $\beta_4 > 0$  и указывает на наращивание объема инвестиций в случае непредвиденного увеличения внутренних финансовых средств.

Большое значение при проведении эмпирического исследования играет выбор и оценка дополнительных факторов (контрольных переменных), включаемых в инвестиционную модель. Проведенный нами анализ существующих исследований, посвященных оценке чувствительности инвестиций к денежному потоку компаний, позволил систематизировать контрольные переменные, используемые исследователями, а также гипотезы об их влиянии на инвестиционную активность фирм.

В частности, в качестве переменных, объясняющих уровень инвестиций компаний, широко используются переменные, связанные с потенциальными агентскими конфликтами (финансовый рычаг, прибыльность, доля государственного участия). Например, долговая нагрузка компаний может оказывать значимое влияние на инвестиционную политику фирмы, поскольку управление долгом может смягчать проблемы недоинвестирования и переинвестирования. С одной стороны, высокая долговая нагрузка снижает стимулы менеджеров к переинвестированию: большая часть свободного денежного

потока направляется на финансирование долга – возможности для инвестиций снижаются. С другой стороны, компании с высокой долговой нагрузкой в будущем вынуждены частично отказываться от привлекательных инвестиционных возможностей (проблема недоинвестирования)<sup>249</sup>. Таким образом, в соответствии с положениями агентской теории следует ожидать наличие отрицательного влияния долговой нагрузки на финансовый рычаг компаний.

Результаты систематизации факторов инвестиционной активности компаний по итогам анализа эмпирических исследований в области инвестиционных решений в бизнес-группах приведены в Приложении 2. Можно констатировать, что потенциальными факторами инвестиционной активности фирм являются объемы продаж (выручка), прибыльность, долговая нагрузка, уровень ликвидности и размер как самой компании, так и ее группы. Эмпирические исследования на основе модели Эйлера показывают, что инвестиции компаний демонстрируют зависимость от собственных лагированных значений. Кроме того, особый интерес в рамках нашего исследования представляют чувствительность инвестиций к собственному денежному потоку компании (от операционной деятельности – как прокси для объема внутренних финансовых ресурсов), а также к денежному потоку ее бизнес-группы (как прокси для объема финансовых ресурсов группы, доступных для распределения с помощью внутреннего рынка капитала).

В рамках эмпирического исследования внутренних рынков капитала российских бизнес-групп через призму их инвестиционной активности в центре нашего внимания находятся следующие исследовательские вопросы: (1) Влияют ли внутренние рынки капитала отечественных бизнес-групп на инвестиционную активность их компаний-участников? (2) Если да, как факторы группового и внутрифирменного характера воздействуют на инвестиции дочерних компаний?

Для целей исследования была сформирована выборка из 514 российских компаний, аффилированных с бизнес-группами, за 2014–2018 годы. Для идентификации российских бизнес-групп на первом шаге был сформирован

---

<sup>249</sup> Красильникова Е.В. Подход к формированию структуры капитала российскими компаниями с учетом агентских особенностей // Финансы и кредит. 2013. №6(534). С. 78.

перечень материнских компаний, чьи дочерние общества впоследствии были проанализированы на возможность включения в выборку. В рамках данного шага анализировались компании всех уровней котировального списка Московской биржи по состоянию на 01.10.2019. Далее были исключены компании с долей государственной и/или муниципальной собственности 20% и более, с наличием «золотой акции». Это было сделано по двум причинам. Во-первых, государство как контролирующий собственник может способствовать перераспределению капитала между формально отдельными бизнес-группами с его преимущественным участием в капитале. Во-вторых, при высокой концентрации прав контроля, с одной стороны, права на денежные потоки контролируемых государством компаний оказываются распыленными среди всех налогоплательщиков, с другой стороны<sup>250</sup>. Также были исключены банки, страховые компании, компании из сферы недвижимости (из-за специфики ведения бизнеса, в частности, в связи с его особым государственным регулированием). Для получения сбалансированной панели в выборку не включались также компании, не опубликовавшие годовую отчетность по МСФО хотя бы один раз за 2013–2018 годы.

На втором шаге с помощью инструмента «Связи компании», предлагаемого базой данной СПАРК<sup>251</sup>, были проанализированы цепочки собственности отобранных на первом шаге материнских компаний. Для включения дочерней компании в выборку она должна была удовлетворить двум условиям: (1) дата ее государственной регистрации предшествовала декабрю 2013 года, (2) в период с 2013 по 2018 год контроль над ней (прямой или косвенный) осуществляла одна из отобранных публичных компаний. По итогам этого этапа в поле нашего внимания были включены 800 компаний.

На третьем шаге из полученного списка компаний мы исключили фирмы с нулевыми значениями совокупных активов и/или совокупной выручки в 2013–2018

---

<sup>250</sup> Shleifer, A., Vishny, R. A survey of corporate governance // Journal of Finance. 1997. Vol. 52. P. 768

<sup>251</sup> «СПАРК» Система профессионального анализа рынков и компаний [Электронный ресурс] URL: <http://www.spark-interfax.ru/> (дата доступа: 31.05.2024).

годах (хотя бы за один год). Эта операция, проводимая и другими исследователями (например, в работах <sup>252, 253</sup>), позволяет устранить фирмы, которые проходили через процедуры реструктуризации или банкротства. На этом этапе в выборке осталась 631 компания.

Следом были исключены из рассмотрения и компании с нулевой балансовой стоимостью основных средств по состоянию на начало или конец хотя бы одного года из анализируемого нами периода. Сохранение в выборке компаний, не имеющих основных средств, противоречило бы поставленной нами задаче идентификации факторов инвестиционной активности компаний, под которой в рамках данного параграфа мы понимаем именно инвестирование в основные средства.

По итогам описанной процедуры в итоговую выборку для эмпирического исследования вошли 514 российских компаний, аффилированных с 48 негосударственными бизнес-группами. Методология построения выборки и пятилетний период исследования – с 2014 по 2018 годы – позволили получить сбалансированную панель с 2570 наблюдениями (фирм-лет). Отраслевая структура выборки представлена в Таблице 17.

**Таблица 17 – Отраслевая структура выборки<sup>254</sup>**

<b>Отрасль (по материнской компании)</b>	<b>Число материнских компаний (бизнес-групп)</b>	<b>Число дочерних компаний</b>
Металлы и добыча	12	232
Потребительские товары и торговля	8	49
Электроэнергетика	7	12
Химическое производство	5	52
Телекоммуникации, ИТ	4	11
Нефть и газ	4	90
Машиностроение	3	8

<sup>252</sup> Ferrando A., Marchica M.-T., Mura R. Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK // European Financial Management. 2017. Vol. 23(1). P. 92.

<sup>253</sup> George R., Kabir R., Qian J. Op. cit. P. 75.

<sup>254</sup> Korotkova Y. 2020. Op. cit. С. 63–64.

Строительство и девелопмент	3	25
Транспорт	1	2
Финансы	1	33
<b>Итого компаний</b>	<b>48</b>	<b>514</b>

*Источник:* составлено автором

Кроме того, на последнем шаге мы учитывали и возможное негативное влияние экстремальных значений в выборке на качество и устойчивость результатов моделирования.

В работах, посвященных моделированию инвестиционной активности компаний, для устранения выбросов часто применяется отсечение данных опытным путем, в ходе которого выборка сокращается по устанавливаемым исследователем параметрам. В частности, в исследованиях встречаются следующие основания для исключения наблюдений из выборки: (1) отрицательная величина основных средств<sup>255</sup>; (2) более чем двукратный рост выручки за период<sup>256</sup>; (3) отрицательные значения операционной прибыли<sup>257</sup>.

Отсечение данных неизбежно сопровождается сужением выборки, а также может негативно влиять на ее репрезентативность. По этим причинам для борьбы с экстремальными значениями в нашем исследовании применялся альтернативный подход: в соответствии с другой группой работ<sup>(258, 259, 260)</sup> проводилась двусторонняя винзоризация выборки. Данный метод предполагает, что наблюдения, попавшие в 1-й и 99-й процентиля распределения переменной, идентифицируются как выбросы и им присваиваются значения 1-го или 99-го процентиля, соответственно. Это позволяет минимизировать негативное влияние выбросов на эмпирические результаты при сохранении исходного размера и уровня репрезентативности выборки.

<sup>255</sup> Laeven L. Op. cit. P. 18.

<sup>256</sup> Deloof M. Internal capital markets, bank borrowing, and financing constraints: evidence from Belgian firms // Journal of Business Finance & Accounting. 1998. Vol. 25 (7&8). P. 951.

<sup>257</sup> Mota J.H., dos Santos M.C. Does Internal Capital Market Membership Matter for Capital Allocation? Theory and Evidence from the Euro Area // CICEE Working Paper No.003/2019. 2019.

<sup>258</sup> Ferrando A., Marchica M.-T., Mura R. Op. cit. P. 92.

<sup>259</sup> Almeida H., Kim C.-S., Kim H.B. Internal Capital Markets in Business Groups: Evidence from the Asian Financial Crisis // The Journal of Finance. 2015. Vol. 70(6). P. 2554.

<sup>260</sup> Ang A., Masulis R., Pham P.K., Zein J. Op. cit. P. 45.

Значения зависимой переменной, отвечающей за инвестиционную активность, вслед за широким кругом исследований<sup>(261, 262, 263)</sup> мы рассчитывали как объем инвестиций компании в основные средства за год, нормированный на величину ее совокупных активов на начало года. При этом для оценки объема инвестиций в основные средства применялись: (1) годовой прирост балансовой стоимости основных средств (расчет на основе отчета о финансовом положении компании) и (2) приобретение внеоборотных активов (расчет на основе отчета о движении денежных средств).

С учетом этого моделировалась зависимость инвестиций от широкого круга факторов в соответствии со спецификацией вида (3):

$$\begin{aligned}
 I_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Sales_{i,t-1}^s + \beta_2 Sales_{i,t-1}^h + \beta_3 SIZE_{i,t-1}^s + \beta_4 SIZE_{i,t-1}^h + \\
 & + \beta_5 Cash\ Flow_{i,t-1}^s + \beta_6 Cash\ Flow_{i,t-1}^h + \beta_7 ROA_{i,t-1}^s + \beta_8 ROA_{i,t-1}^h + \\
 & + \beta_9 Financial\ Assets_{i,t-1}^s + \beta_{10} Cash_{i,t-1}^s + \beta_{11} Cash_{i,t-1}^h + \beta_{12} Debt_{i,t-1}^s + \\
 & + \beta_{13} Debt_{i,t-1}^h + \beta_{14} I_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t},
 \end{aligned} \tag{3}$$

где индекс  $i$  идентифицирует компанию,  $t$  – год, а  $s$  ( $h$ ) обозначает дочернюю (материнскую) компанию;

$I_{i,t}$  – показатель инвестиций компании, нормированный;

$Sales_{i,t-1}$  – выручка за год, нормированная на величину совокупных активов компании на начало года;

$SIZE_{i,t-1}$  – натуральный логарифм совокупных активов компании на начало года;

$Cash\ Flow_{i,t-1}$  – чистый денежный поток от операционной деятельности за год, деленный на совокупные активы компании на начало года;

$ROA_{i,t}$  – рентабельность активов по чистой прибыли;

$Financial\ Assets_{i,t-1}^s$  – доля долгосрочных финансовых активов компании в совокупных активах на начало года;

<sup>261</sup> Ang A., Masulis R., Pham P.K., Zein J. Op. cit. P. 14.

<sup>262</sup> Choi Y.K., Han S.H., Lee S. Investment and Cash Flows in Internal Capital Markets: Evidence from Korean Business Groups // *Multinational Finance Journal*. 2017. Vol. 21(4). P. 228.

<sup>263</sup> Gugler K., Peev E., Segalla E. Op. cit. P. 59–73.

$Cash_{i,t-1}$  – доля денежных средств и эквивалентов в совокупных активах компании на начало года;

$Debt_{i,t-1}$  – совокупные обязательства компании, нормированные на величину совокупных активов на начало года;

$\varepsilon_{i,t}$  – случайная ошибка модели.

Для предварительной оценки взаимосвязей между исследуемыми переменными, а также для анализа потенциальных рисков мультиколлинеарности в модели по исходным данным (без винзоризации) была построена корреляционная матрица (Приложение 3). Все значения парных коэффициентов корреляции по модулю не превышают 0,5, что позволило нам сделать вывод об отсутствии тесных взаимосвязей между объясняющими переменными и оценить риски возникновения мультиколлинеарности как низкие.

На первом этапе моделирования мы оцениваем зависимость инвестиций от включенных в исследование факторов без применения винзоризации данных. В случае динамических инвестиционных моделей регрессор в виде лагированной зависимой переменной, а также (часто) показатели ликвидности служат потенциальным источником проблемы эндогенности. Для ее предотвращения при оценивании модели мы используем обобщенный метод моментов (Generalized Method of Moments, GMM, далее – ОММ) и строим двухшаговую динамическую панель с использованием асимптотических стандартных ошибок. Мы оцениваем модели с помощью только двухшагового обобщенного метода моментов, поскольку: (1) оценки, полученные с помощью двухшагового метода, являются более эффективными по сравнению с одношаговыми оценками; (2) тест Саргана на сверхидентификацию позволяет тестировать данные на гетероскедастичность только при использовании двухшагового ОММ<sup>264</sup>. Результаты моделирования приведены в Таблице 18.

---

<sup>264</sup> Laeven L. Op. cit. P.21.

**Таблица 18 – Результаты моделирования (данные без винзоризации, двухшаговая динамическая панельная модель по 514 компаниям за 2014–2018 годы с использованием асимптотических стандартных ошибок)<sup>265</sup>**

Модель	(1)	(2)	(3)	(4)
Зависимая переменная	Инв.(ОФП) <sup>266</sup>	Инв.(ОФП)	Инв.(ОДДС)	Инв.(ОДДС)
Метод оценивания	ОММ-DIF	ОММ-SYS	ОММ-DIF	ОММ-SYS
Наблюдений	1542	2056	1542	2056
Лагированные инвестиции	0,0061 (0,0059)	0,0143 *** (0,0046)	-0,0004 (0,0033)	0,0019 (0,0048)
Константа	0,0003 (0,0101)	-0,0395 (0,0448)	0,0026 (0,0065)	-0,0872 *** (0,0272)
Размер (ДК)	-0,1418 *** (0,0382)	0,0008 (0,0020)	-0,0297 ** (0,0130)	0,0022 ** (0,0010)
Размер (МК)	0,1176 *** (0,0336)	0,0014 (0,0024)	0,0403 ** (0,0163)	0,0044 *** (0,0014)
Денежный поток (ДК)	-0,0008 * (0,0005)	0,0002 (0,0003)	0,0001 (0,0004)	0,0002 (0,0003)
Денежный поток (МК)	0,0439 (0,0897)	0,0742 (0,0633)	-0,0261 (0,0305)	0,0050 (0,0209)
ROA (ДК)	-0,0108 (0,0435)	-0,0158 (0,0275)	-0,0315 (0,0242)	-0,0153 (0,0129)
ROA (МК)	0,0384 (0,0374)	0,0315 (0,0291)	-0,0239 (0,0184)	-0,0081 (0,0114)
Доля финансовых активов (ДК)	0,0112 (0,0415)	-0,0179 (0,0166)	0,0999 (0,0822)	-0,0012 (0,0271)
Доля денежных средств (ДК)	0,0127 (0,0538)	0,0072 (0,0194)	0,0056 (0,0216)	-0,0190 (0,0142)
Доля денежных средств (МК)	-0,2056 (0,1336)	-0,1019 * (0,0566)	0,0499 (0,0798)	0,0754 ** (0,0340)
Долговая нагрузка (ДК)	-0,0483 (0,0324)	-0,0128 ** (0,0055)	-0,0032 (0,0082)	-0,0066 (0,0043)
Долговая нагрузка (МК)	-0,0108 (0,0320)	-0,0013 (0,0055)	0,0316 (0,0215)	0,0003 (0,0039)
Выручка / активы (ДК)	-0,0059 * (0,0033)	0,0013 (0,0009)	0,0066 (0,0051)	0,0024 (0,0015)
Выручка / активы (МК)	0,0708 ** (0,0286)	0,0253 *** (0,0075)	0,0077 (0,0107)	0,0022 (0,0034)
Дамми-переменные года	Да	Да	Да	Да

<sup>265</sup> Опубликовано в статье автора: Korotkova Y. 2020. Op. cit. P. 66.

<sup>266</sup> Здесь и далее: Инв. – инвестиции, ОФП – отчет о финансовом положении, ОДДС – отчет о движении денежных средств, ДК – дочерняя компания, МК – материнская компания (консолидирует активы и пассивы бизнес-группы).

Сумма квадратов остатков	218,298	145,326	30,099	24,349
Стандартная ошибка модели	0,378	0,267	0,140	0,109
AR(1): р-значение	0,1677	0,1585	0,0957	0,0979
AR(2): р-значение	0,1357	0,4434	0,4255	0,4735
Тест Саргана: р-значение	0,6943	0,8946	0,2507	0,1159
Совместный тест Вальда: р-значение	0,0288	0,0013	0,5170	0,0000
Тест Вальда (фиктивные переменные года): р-значение	0,9426	0,3310	0,5752	0,3824

*Источник:* составлено автором

Тестирование качества модели с помощью теста Саргана на сверхидентификацию показывает, что нулевая гипотеза о валидности инструментов не отклоняется (р-значения всех моделей больше допустимого уровня значимости как на 1%, так и на 5% и 10-процентном уровнях значимости). Тест на автокорреляцию второго порядка случайной ошибки свидетельствует об отсутствии такой автокорреляции.

В результате проведенного моделирования нами получены отдельные свидетельства в пользу того, что российские компании, аффилированные с более крупными бизнес-группами, при прочих равных условиях, осуществляют большие инвестиции в основные средства. При этом нельзя сделать однозначный вывод о характере влияния размера самой компании на ее инвестиционную активность: две модели из четырех показали наличие отрицательной взаимосвязи между объемом совокупных активов компании на начало года и осуществляемыми ей инвестициями в основные средства, одна модель – наличие положительной взаимосвязи и еще одна модель – отсутствие какой-либо значимой взаимосвязи.

Только две модели из четырех говорят о значимом положительном влиянии выручки бизнес-группы за предыдущий год на объем инвестиций входящих в группу компаний. Противоречивый характер в моделях носит взаимосвязь между долей денежных средств в совокупных активах группы и величиной инвестиций дочерних компаний.

Отсутствие значимого влияния денежного потока дочерних компаний на их инвестиционную активность в большинстве моделей, а также отрицательное влияние долговой нагрузки дочерней компании на ее инвестиции в модели (2) предварительно указывают на то, что в анализируемый период российские бизнес-группы обеспечивали смягчение финансовых ограничений своих компаний-участников.

На втором этапе моделирования мы провели винзоризацию по всем объясняющим переменным (за исключением переменных размера компании и бизнес-группы) с использованием 1-го и 99-го перцентилей в качестве нижней и верхней границы значений, соответственно. После этого вновь проведено оценивание моделей, построенных на первом этапе, на данных без экстремальных выбросов. Результаты моделирования приведены в Таблице 19.

**Таблица 19 – Результаты моделирования (винзоризированные данные, двухшаговая динамическая панельная модель с использованием асимптотических стандартных ошибок, 514 компаний за 2014–18 годы)<sup>267</sup>**

<b>Модель</b>	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>	<b>(3)</b>	<b>(4)</b>
Зависимая переменная	Инвестиции (ОФП)	Инвестиции (ОФП)	Инвестиции (ОДДС)	Инвестиции (ОДДС)
Метод оценивания	ОММ-DIF	ОММ-SYS	ОММ-DIF	ОММ-SYS
Наблюдений	1542	2056	1542	2056
Лагированные инвестиции	0,1074 ** (0,0472)	0,1424 *** (0,0418)	0,2306 *** (0,0805)	0,2283 *** (0,0562)
Константа	-0,0047 (0,0059)	-0,0057 (0,0350)	0,0008 (0,0034)	-0,0473 ** (0,0205)
Размер (ДК)	-0,0672 *** (0,0138)	0,0014 (0,0012)	-0,0224 *** (0,0065)	0,0025 *** (0,0008)
Размер (МК)	0,0743 *** (0,0206)	-0,0002 (0,0016)	0,0329 ** (0,0137)	0,0020 * (0,0011)
Денежный поток (ДК)	-0,0104 (0,0146)	-0,0050 (0,0127)	0,0226 * (0,0120)	0,0200 ** (0,0094)
Денежный поток (МК)	0,0016 (0,0503)	0,0016 (0,0334)	-0,0236 (0,0335)	0,0107 (0,0232)
ROA (ДК)	-0,0033 (0,0272)	-0,0038 (0,0179)	-0,0329 ** (0,0146)	-0,0214 ** (0,0101)

<sup>267</sup> Опубликовано в статье автора: Korotkova Y. 2020. Op. cit. P. 66.

ROA (МК)	0,0466 * (0,0264)	0,0511 ** (0,0226)	0,0001 (0,0168)	0,0029 (0,0141)
Доля финансовых активов (ДК)	0,0098 (0,0290)	-0,0070 (0,0126)	0,0077 (0,0176)	-0,0285 *** (0,0086)
Доля денежных средств (ДК)	0,0110 (0,0388)	0,0091 (0,0214)	0,0248 (0,0247)	-0,0024 (0,0144)
Доля денежных средств (МК)	-0,0914 (0,0826)	-0,0552 (0,0377)	-0,0131 (0,0506)	0,0378 (0,0240)
Долговая нагрузка (ДК)	-0,0086 (0,0153)	-0,0089 * (0,0047)	-0,0131 * (0,0075)	-0,0094 *** (0,0033)
Долговая нагрузка (МК)	0,0169 (0,0249)	0,0015 (0,0061)	0,0299 * (0,0161)	-0,0002 (0,0043)
Выручка / активы (ДК)	-0,0017 (0,0026)	0,0027 *** (0,0009)	0,0034 * (0,0021)	0,0012 * (0,0006)
Выручка / активы (МК)	0,0125 (0,0125)	-0,0021 (0,0034)	0,0041 (0,0096)	-0,0013 (0,0030)
Дамми-переменные года	Да	Да	Да	Да
Сумма квадратов остатков	19,854	16,092	7,402	6,664
Стандартная ошибка модели	0,114	0,089	0,070	0,057
AR(1): р-значение	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
AR(2): р-значение	0,4071	0,7615	0,6697	0,5473
Тест Саргана: р-значение	0,9760	0,9791	0,6032	0,4619
Совместный тест Вальда: р-значение	0,0000	0,0000	0,0011	0,0000
Тест Вальда (фиктивные переменные года): р-значение	0,5503	0,1198	0,8789	0,5617

*Источник:* составлено автором

Устранение выбросов привело к подтверждению гипотезы о том, что объем инвестиций компании в основные средства положительно зависит от их предыдущего значения. В целом подтвердилось, что аффилированные с более крупными бизнес-группами компании, при прочих равных условиях, инвестируют больше. По-прежнему сохраняется неоднозначность в вопросе о влиянии размера самой компании на ее инвестиционную активность. В то время как объем выручки бизнес-группы перестал быть значимым фактором инвестиций компаний, влияние их собственных продаж на инвестиции обрело значимый положительный характер.

В отличие от исходных моделей, где взаимосвязь между запасом наличных денежных средств в бизнес-группе и инвестициями входящих в нее компаний носила противоречивый характер, в моделях по винзоризированным данным запас ликвидности как самой компании, так и ее бизнес-группы значимого влияния на инвестиции не оказывает. В соответствии с гипотезой смягчения финансовых ограничений результаты моделирования свидетельствуют в пользу положительного влияния долговой нагрузки группы и отрицательного влияния долговой нагрузки самой компании на инвестиционную активность фирмы. Высокая доля обязательств в источниках финансирования компании повышает для нее стоимость заемных ресурсов, усиливая степень ее финансовой ограниченности. В то же время более высокая долговая нагрузка бизнес-группы может не вызывать существенный рост стоимости заемного финансирования вследствие эффекта взаимного страхования, а привлекаемый группой заемный капитал может распределяться с помощью внутреннего рынка капитала в пользу компаний с большими инвестиционными потребностями.

На втором этапе моделирования выявляется положительное влияние операционного денежного потока компании на ее инвестиционную активность (в двух моделях из четырех). Это не дает нам сделать вывод о том, что внутренний рынок капитала российских бизнес-групп позволяет полностью устранить финансовые ограничения аффилированных компаний.

Наконец, модели второго этапа свидетельствуют в пользу положительного влияния рентабельности бизнес-группы в целом на инвестиции компаний – участников (в соответствии с гипотезой о положительной взаимосвязи инвестиций и инвестиционных возможностей), однако рентабельность активов самих компаний отрицательно связана с уровнем инвестиций в основные средства. Такой характер взаимосвязи скорее характерен для стратегий спасения слабых предприятий или вывода активов и свидетельствует против эффективности внутреннего рынка капитала, трактуемой как стимулирование инвестиционной активности наиболее прибыльных участников группы.

Таким образом, проведенное исследование показало, что характеристики бизнес-группы, наряду с внутрифирменными показателями, воздействуют на инвестиционную активность компаний-участников российских бизнес-групп. Другими словами, внутренние рынки капитала российских бизнес-групп позволяют входящим в них компаниям перераспределять финансовые ресурсы в целях осуществления капиталовложений. При прочих равных условиях, большая инвестиционная активность характерна компаниям-участникам более крупных (с точки зрения совокупных активов и выручки) бизнес-групп, а также бизнес-групп с большей совокупной долговой нагрузкой и рентабельностью активов. Вместе с тем, говорить о полном устранении финансовых ограничений в бизнес-группах не позволяет обнаруженное нами значимое негативное влияние уровня рентабельности активов дочерних компаний на их инвестиции.

Выводы проведенного нами по выборке из компаний-участников российских бизнес-групп дополняют результаты исследований по другим национальным выборкам. Данные об инвестициях индийских фирм также показывали, что аффилированность с бизнес-группами способствует смягчению финансовых ограничений<sup>268</sup>, при этом, как и для российских компаний, выявлялось отрицательное влияние денежных потоков компаний на их инвестиции. В работах, сравнивавших чувствительность инвестиций к денежным потокам компаний в бизнес-группах и независимых компаний, относительно низкая чувствительность инвестиций к денежным потокам у компаний-участников бизнес-групп выявлялась по выборкам компаний из стран Еврзоны<sup>269</sup> и Индии<sup>270</sup>, на Тайване<sup>271</sup>. Благоприятное влияние совокупного денежного потока бизнес-группы на инвестиционную активность входящих в группу компаний устанавливалось для выборки компаний из Южной Кореи<sup>272</sup> и для межстрановых выборок<sup>273, 274</sup>.

---

<sup>268</sup> Kumar S., Ranjani K.S. Op. cit. 17 p.

<sup>269</sup> Mota J.H., dos Santos M.C. Op. cit. 53 p.

<sup>270</sup> Ghosh D., Dutta M. Investment behaviour under financial constraints: a study of Indian firms // SN Business & Economics. 2021. Vol. 1(108). P. 108

<sup>271</sup> Yeh Y.-H., Lin J.J. Op. cit. P. 12.

<sup>272</sup> Choi Y.K., Han S.H., Lee S. Op. cit. P. 231

<sup>273</sup> Ang A., Masulis R., Pham P.K., Zein J. Op. cit. 55 p.

<sup>274</sup> Gugler K., Peev E., Segalla E. Op. cit. P. 59–73

Отрицательное влияние уровня прибыльности активов дочерних компаний на их инвестиции выявлялось на данных аффилированных бельгийских компаний и трактовалось как свидетельство перекрестного субсидирования менее прибыльных участников бизнес-групп<sup>275</sup>.

## **Основные выводы Главы 2**

В последние годы ограниченная доступность внешнего финансирования для отечественного бизнеса актуализирует обращение российских групп компаний к ресурсам своих внутренних рынков капитала. С 2014 года мощным негативным фактором финансовых ограничений российских компаний служит рост санкционного давления со стороны недружественных стран. Предоставление капитала российскими инвесторами не компенсирует в достаточной мере сокращение объемов зарубежного финансирования. В 2014–2017 годах ведущие российские бизнес-группы еще активно взаимодействовали с зарубежными банками для привлечения кредитных средств, но уже с 2015 года в списках банков-кредиторов неуклонно возрастала доля отечественных кредитных организаций. Бизнес-группы установили тесные широкие связи с российскими банками, прежде всего системно значимыми. Еще одна особенность модели финансирования ведущих российских бизнес-групп в условиях санкций состоит в том, что наиболее часто выполнение функции привлечения внешнего долгового финансирования берут на себя материнские компании групп. Большинство бизнес-групп, чьи компании-участники проводили публичные размещения акций или получали допуск к участию в торгах на бирже, также следовали принципу концентрации внешнего акционерного финансирования – активность от бизнес-группы проявляла только одна компания-эмитент. Проведенное эмпирическое исследование чувствительности инвестиций российских компаний к внутрифирменным показателям и характеристикам своих бизнес-групп показало благоприятное воздействие работы внутренних рынков капитала бизнес-групп на финансирование капиталовложений.

---

<sup>275</sup> Gautier A., Hamadi M. Op. cit. P. 11-34

### **Глава 3. Формирование подходов к принятию решения об использовании внутреннего рынка капитала бизнес-группы для смягчения финансовых ограничений компаний-участников**

В данной главе предложен и реализован функционально-затратный подход к сравнению фондового рынка, кредитного рынка и внутреннего рынка капитала бизнес-группы как альтернативных механизмов финансирования инвестиционных проектов компании-участника бизнес-группы. Результатом является система показателей финансовых затрат, соответствующих этим механизмам финансирования, на основе которой контролирующее лицо выбирает наименее затратный из них. На базе данной системы показателей идентифицированы параметры компаний и инвестиционных проектов, обуславливающие целесообразность использования внутригрупповых займов для финансирования инвестиционных проектов компаний группы. В рамках апробации предложенного в главе функционально-затратного подхода идентифицированные параметры были сопоставлены с факторами кредитного взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала российских бизнес-групп, установленными в результате проведенного эмпирического исследования.

#### **3.1. Функционально-затратный подход к сравнению фондового и кредитного рынков и внутреннего рынка капитала бизнес-группы**

Разнообразие финансовых контрактов, рынков и институтов обусловлено многочисленностью комбинаций различного рода информационных и транзакционных затрат, с которыми сталкиваются экономические субъекты<sup>276</sup>.

В научной литературе с конца 1990-х годов широко обсуждалась гипотеза институционального вакуума<sup>277</sup>. Учитывая произошедшее с тех пор развитие финансовых рынков, корректность этой гипотезы означала бы, что

---

<sup>276</sup> Levine R. Financial development and economic growth: Views and agenda. // Journal of Economic Literature. 1997. Vol. 35(2). P. 690.

<sup>277</sup> Khanna T., Palepu K. Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets // Harvard Business Review. 1997. Vol. 75.

интегрированные структуры должны были утратить значительную долю своего экономического влияния к настоящему моменту. В первой главе работы нами доказывалось обратное – бизнес-группы и их внутренние рынки капитала по сей день активны в разных странах мира. Объяснить это противоречие может, в частности, наличие у внутренних рынков капитала бизнес-групп устойчивых преимуществ в выполнении ряда финансовых функций, не зависящих напрямую от уровня развития других финансовых институтов в стране. Вместе с тем комплексное исследование таких преимуществ отсутствует, по меньшей мере в отечественной литературе.

В первой главе было обосновано, что преимущества механизма финансирования напрямую обуславливаются экономией транзакционных издержек, связанных с его функционированием. С транзакционными затратами сопряжено осуществление каждой функции финансовой системы. Анализ и синтез различий в выполнении финансовых функций различными механизмами финансирования (финансовыми рынками, банковским финансированием, внутренним рынком капитала бизнес-группы) и сопряженных с ними транзакционных издержек позволит сформировать научно-обоснованный подход (назовем его функционально-затратным) к выбору наиболее подходящего механизма для осуществления определенных инвестиций.

Для реализации функционально-затратного подхода мы используем классификацию базовых функций финансовой системы Р. Левайна: (1) скрининг инвестиций и аллокация ресурсов, (2) мобилизация сбережений, (3) осуществление мониторинга менеджеров и корпоративного контроля, (4) содействие диверсификации рисков, их торговле и управлению, (5) содействие обмену товаров и услуг (и специализации субъектов)<sup>278</sup>.

В Таблице 20 представлены результаты систематизации транзакционных издержек, связанных с работой финансовой системы, в разрезе выполняемых ею

---

<sup>278</sup> Levine R. Finance, Growth, and Inequality // IMF Working Paper. 2021. WP/21/164. P. 6–7.

функций. Типология транзакционных издержек соответствует изложенному в параграфе 1.1 подходу.

**Таблица 20 – Систематизация транзакционных издержек, связанных с работой финансовой системы, в разрезе выполняемых ею функций**

Вид транзакционных издержек	Функции финансовой системы	
Издержки поиска информации (измерения инвестиционных возможностей)	Скрининг инвестиционных возможностей для принятия решения об аллокации	Способствование обмену товаров и услуг (и специализации субъектов)
Издержки ведения переговоров	Мобилизация сбережений	
Издержки составления контрактов		
Издержки мониторинга (несут кредиторы и контролирующее группу лиц)	Осуществление мониторинга менеджеров и корпоративного контроля	
Издержки принуждения к исполнению контракта		
Издержки защиты прав собственности	Способствование диверсификации рисков, их торговле и управлению	

*Источник:* составлено автором

**Функция 1 – скрининг инвестиционных возможностей для принятия решения об аллокации.** Скрининг инвестиционных возможностей для принятия решения об аллокации финансовых ресурсов (выборе объектов инвестирования) требует особых информационных затрат – издержек измерения инвестиционных возможностей (сбора и обработки информации о них).

На рынках капитала каждый сберегатель самостоятельно осуществляет сбор и обработку информации об инвестиционных возможностях, таким образом, на макроуровне издержки измерения дублируются. Кроме того, они являются специфичными<sup>279</sup>: расходуя частные средства на приобретение информации,

<sup>279</sup> Юдкевич М.М. Издержки измерения и эффективность института посредников на рынке доверительных товаров // Экономический журнал ВШЭ. 1998. Т. 2. № 3. С. 374

сберегатели не смогут использовать ее для извлечения информационной ренты из-за агрегирования рынками капитала частной информации и ее распространения в общедоступных ценах на финансовые инструменты. Высоки и издержки измерения, связанные с неправильным выбором объекта инвестирования вследствие недостаточного объема приобретенной информации. Избегая высоких информационных затрат, сберегатели будут склонны упускать экономически эффективные инвестиционные возможности с труднодоступной информацией<sup>280</sup>.

*Банк*, выступая информационным посредником, осуществляет сбор и обработку информации для всех своих клиентов-сберегателей. На уровне банка это обеспечивает экономию издержек от масштаба измерений, на макроуровне это минимизирует совокупные издержки измерения инвестиционных возможностей и способствует улучшению распределения капитала<sup>281</sup>. Полученная банками частная информация не отражается напрямую в ценах (процентные ставки по кредитным контрактам, как правило, не являются общедоступными), но передается частично с помощью сигналов, продолжая влиять (уже косвенно) на распределение капитала в экономике. Сохранение частного характера полученной информации говорит об ее неспецифичности и потенциальных возможностях банка извлекать информационную ренту в ходе последующих сделок кредитования.

*На внутреннем рынке капитала* бизнес-группы затраты на сбор и обработку информации об инвестиционных возможностях невысоки благодаря формальным и неформальным каналам обмена частной информацией. Внутри бизнес-группы также отсутствуют факторы, способствующие подрыву стимулов к осуществлению затрат на приобретение информации. Вместе с тем угрозой низким издержкам измерения могут представлять затраты менеджеров компаний с невысокими инвестиционными возможностями на лоббирование перераспределений большего объема ресурсов в пользу их компаний.

**Функция 2 – мобилизация сбережений (pooling) для осуществления инвестиций.** Мобилизация сбережений помогает, используя финансовые

---

<sup>280</sup> Levine R. 1997. Op. cit. P.694–696.

<sup>281</sup> Levine R. 2021. Op. cit. P. 14.

инструменты с небольшим номиналом (выгодные с позиций ликвидности и диверсификации), агрегировать сбережения отдельных субъектов для финансирования масштабных инвестиций. Реализация данной функции финансовой системы сопряжена с транзакционными издержками ведения переговоров и составления контрактов. Р.Левин характеризовал их как издержки агрегирования сбережений отдельных субъектов и издержки преодоления асимметрии информации – обеспечения доверия сберегателей<sup>282</sup>.

*На рынках капитала* для мобилизации сбережений отдельных субъектов компаниям необходимо заключать многочисленные двусторонние контракты с инвесторами, вследствие чего на макроуровне транзакционные издержки ведения переговоров и составления контрактов будут высокими<sup>283</sup>. *Банки* как посредники позволяют сократить транзакционные издержки при мобилизации сбережений за счет двухуровневой контрактации – заключения множества контрактов с отдельными сберегателями и значительно меньшего числа контрактов с компаниями-заемщиками<sup>284</sup> (реализация эффекта масштаба). В свою очередь высокая диверсификация банком кредитного портфеля уменьшает неблагоприятное влияние на величину транзакционных издержек со стороны асимметрии информации между сберегателями и заемщиками. *Внутренние рынки капитала* бизнес-групп обеспечивают еще большую экономию транзакционных издержек мобилизации сбережений, так как требуют заключения малого числа двусторонних контрактов между производительными компаниями-реципиентами и компаниями-донорами, не сталкивающимися с существенными информационными проблемами.

**Функция 3 – осуществление мониторинга над менеджерами и корпоративного контроля над инвестированными ресурсами.**

На постконтрактной стадии – после осуществления инвестиций – финансовая, как и любая институциональная система, обеспечивающая

---

<sup>282</sup> Levine R. 1997. Op. cit. P. 699

<sup>283</sup> Ibid.

<sup>284</sup> Sirri E.R., Tufano P. The Economics of Pooling / The global financial system: A functional perspective. Eds.: Crane D.B. – Boston, MA: Harvard Business School Press, 1995. P. 83

кооперацию в условиях неполноты информации, должна содержать (1) механизм связи, предоставляющий оценочную информацию о выполнении контракта, а также (2) стимулы, принуждающие к его исполнению<sup>285</sup>. Первый элемент финансовой системы связан с осуществлением мониторинга в отношении менеджмента компании-заемщика, а второй – корпоративного контроля над инвестированным капиталом, при этом каждый из них сопряжен с особыми трансакционными затратами.

*Осуществление мониторинга.* На рынках капитала каждый сберегатель осуществляет мониторинг самостоятельно и несет соответствующие издержки, что на макроуровне приводит к дублированию трансакционных издержек мониторинга<sup>286</sup>.

*Банки,* выполняя функцию делегированного мониторинга, устраняют дублирование мониторинговых издержек<sup>287</sup>. При этом возникают две агентские проблемы. Первая проблема связана с мониторингом самого банка как агента сберегателей. Как правило, она решается поддержанием банком высокодиверсифицированной структуры кредитного портфеля, обеспечивающей выполнение банком своих обязательств перед индивидуальными инвесторами, устраняя необходимость в несении ими мониторинговых затрат<sup>288</sup>. Вторая проблема связана с выполнением банком функции агента компаний-заемщиков. В процессе длительных кредитных отношений с отдельной компанией на базе полученной частной информации у банка может возникнуть монопольная власть *ex post*, позволяющая ему извлекать ренту установлением относительно высоких процентных ставок для старых заемщиков. В условиях банковской конкуренции это компенсируется заниженными процентными ставками для новых заемщиков, искажая распределение капитала. Формирование компаниями-заемщиками

---

<sup>285</sup> Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. М., 1997. С. 80–81.

<sup>286</sup> Greenwood J., Sanchez J., Wang C. Financing Development: The Role of Information Costs // The American Economic Review. 2010. Vol. 100(4). P. 1879.

<sup>287</sup> Diamond D.W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring // The Review of Economic Studies. 1984. Vol. 51(3). P. 393-414

<sup>288</sup> Levine R. 1997. Op. cit. P. 697

публичной репутации позволяет предотвращать проблему монопольной власти банка-кредитора<sup>289</sup>.

*На внутренних рынках капитала* внутригрупповой долг обеспечивает высокие стимулы контролирующего группу компаний лица к мониторингу менеджеров, при этом формальные и неформальные каналы обмена информацией внутри бизнес-группы снижают затраты на мониторинг<sup>290</sup>. Вместе с тем возникает проблема мониторинга действий самого контролирующего лица со стороны аутсайдеров – кредиторов и миноритариев. Возникают соответствующие агентские издержки, состоящие из издержек фактически осуществляемого мониторинга со стороны аутсайдеров, издержек самоограничения контролирующего лица (инструментом самоограничения может выступать, например, выкуп акций у миноритариев) и издержек остаточного расхождения интересов аутсайдеров и инсайдера – издержки вывода активов.

***Осуществление корпоративного контроля.*** Рынки капитала могут способствовать осуществлению корпоративного контроля несколькими способами. Рынок акций дает возможность собственникам увязать вознаграждение менеджеров с ценой акций компании<sup>291</sup>, гармонизируя интересы менеджеров и акционеров. Также развитый рынок акций обеспечивает возможность поглощений плохо управляемых компаний<sup>292</sup>, но их эффективность как механизма корпоративного контроля может быть недостаточной в условиях асимметрии информации<sup>293</sup> и приводить к перераспределению благосостояния от стейкхолдеров поглощенной компании к новым собственникам и менеджерам<sup>294</sup>. Наконец, в условиях распыленных акционерных прав акционеры не способны осуществлять эффективный мониторинг действий менеджеров<sup>295</sup> из-за отсутствия у акционеров достаточных стимулов к мониторингу (проблема безбилетника).

<sup>289</sup> Sharpe S.A. Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships // The Journal of Finance. 1990. Vol. 45(4). P. 1069–1070

<sup>290</sup> Locorotondo R., Dewaelheyns N., Van Hulle C. 2012. Op. cit. P. 81

<sup>291</sup> Levine R. Op. cit. P. 697

<sup>292</sup> Scharfstein D. The disciplinary role of takeovers // Review of Economic Studies. 1988. Vol. 55. P. 185-199

<sup>293</sup> Stiglitz J.E. Credit Markets and the Control of Capital // Journal of Money, Credit, Banking. 1985. Vol 17(2). P. 136

<sup>294</sup> Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. 1990. Op. cit. P. 31-48

<sup>295</sup> Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. 1988. Op. cit. P. 293

*Банки* способствуют снижению издержек принуждения к исполнению контракта, поскольку долговой контракт оптимален при затратной верификации состояния мира<sup>296</sup>: аутсайдеры не осуществляют мониторинг и не несут издержек верификации до тех пор, пока не случится дефолт. С ростом долговой нагрузки заемщика кредиторы ограничивают предоставление финансирования, потому что возрастающая вероятность дефолта увеличивает ожидаемые издержки верификации проекта. Банки также могут принимать непосредственное участие в осуществлении корпоративного контроля в случае участия представителей банка в совете директоров компании-заемщика или наличия у банка акционерных прав в отношении компании<sup>297</sup>.

*На внутреннем рынке капитала* бизнес-группы контролирующее лицо, полагаясь на формальные (акционерные права) и неформальные инструменты (перекрестное участие директоров в управлении компаниями, личные отношения с менеджментом и др.), способно легко перераспределять финансирование между компаниями и проектами, в том числе в пользу менее целесообразных экономически инвестиционных возможностей<sup>298</sup>. Это актуализирует задачу по обеспечению аллокативной эффективности внутреннего рынка капитала. В этой связи необходимо применять и совершенствовать внутренние механизмы корпоративного управления (в частности, активно использовать институты независимых директоров и внутреннего аудита), а также широко применять механизмы внешнего контроля, прибегая к услугам внешних аудиторов, рейтинговых агентств и аналитиков, активных стейкхолдеров<sup>299</sup>. Это окажет повышательное давление на трансакционные издержки принуждения к исполнению контрактов на внутренних рынках капитала бизнес-групп, но крайне важно для поддержания положительных стоимостных результатов их функционирования.

---

<sup>296</sup> Gale D., Hellwig M. Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem // *The Review of Economic Studies*. 1985. Vol. 52(4). P. 647-663

<sup>297</sup> Ferreira M.A., Matos P. Universal Banks and Corporate Control: Evidence from the Global Syndicated Loan Market // *European Central Bank. Working Paper Series*. 2009. No. 1066. 65 p.

<sup>298</sup> Hoang D., Gatzert S., Ruckes M. The Economics of Capital Allocation in Firms: Evidence from Internal Capital Markets // *Management Science*. 2024. P. 33–35.

<sup>299</sup> Aguilera R.V., Federo R., Pascual-Fuster B., Crespi-Cladera R. Op. cit. P. 200

**Функция 4 – предоставление механизмов для торговли, управления рисками: риск ликвидности.** Проблема торговли и управления рисками связана с проблемой осуществления специфических инвестиций, которые, в случае своей низкой ликвидности, сопряжены с издержками переключения на альтернативные варианты трансакций<sup>300</sup>. Это означает, что ключевой аспект функции управления рисками связан с риском ликвидности. Он обусловлен тем, что инвестиции в долгосрочные высокорентабельные проекты – низколиквидные, а сберегатели не хотят отдавать контроль над своими сбережениями на длительный срок из-за опасения столкнуться с шоком ликвидности в этот период<sup>301</sup>. Вместе с тем верификация (не)наступления у сберегателя шока ликвидности (частной информации сберегателя) в условиях асимметрии информации и морального риска сопряжена с информационными издержками<sup>302</sup>.

*На рынках капитала* защиту сберегателей от шоков ликвидности обеспечивают вторичные рынки капитала, позволяющие перепродавать права на будущие денежные потоки<sup>303</sup>. При этом возникают издержки торговли на вторичных рынках, в которые входят не только явные затраты в виде брокерских комиссионных, но и неявные затраты<sup>304</sup>, например, ожидаемые потери от экстренной реализации долгосрочного актива.

*Банки* обеспечивают ликвидность вложений сберегателей, предлагая им текущие депозиты<sup>305</sup>. При этом возникают издержки страхования вкладов (включаемые в цену банковских контрактов), необходимого для снижения риска банковской паники. В рамках функционального подхода к исследованию банков преобладает предпосылка, что в случае истребования сберегателями своих средств банки осуществляют распределение ресурсов последовательно, в порядке

---

<sup>300</sup> Орехова С.В., Бутаков И.А. Специфические инвестиции в ресурсы: теоретические аксиомы vs кейс российского бизнеса // *Управленец*. 2022. Т. 13, № 6. С. 37

<sup>301</sup> Levine R. 2021. Op. cit. P. 19

<sup>302</sup> Diamond D.W., Dybvig P.H. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity // *Journal of Political Economy*. 1983. Vol. 91(3). P. 403.

<sup>303</sup> Levine R. 1997. Op. cit. P. 693.

<sup>304</sup> Klova V., Odegaard B.A. Equity trading costs have fallen less than commonly thought. Evidence using alternative trading cost estimators // *UiS Working Papers in Economics and Finance*. University of Stavanger. 2019. P. 5-6.

<sup>305</sup> Diamond D.W., Dybvig P.H. Op. cit. P. 401-419

поступления запросов (sequential service constraint) и не информируют сберегателей о запросах на истребование средств от других сберегателей<sup>306</sup>.

*На внутреннем рынке капитала* бизнес-группы защиту участников от шоков ликвидности обеспечивает взаимное страхование обязательств. Формальные (акционерные и контрактные связи) и неформальные каналы (социальные связи менеджеров) обмена частной информацией между компаниями группы минимизируют издержки верификации (не)наступления у компаний шоков ликвидности<sup>307</sup>. Владея информацией о шоках ликвидности всех компаний в группе, контролирующее лицо может выполнять функцию «социального планировщика» (social planner) в бизнес-группе, обеспечивая оптимальный – неполный – уровень защиты от риска ликвидности<sup>308</sup>. Распределение истребуемых компаниями ресурсов может осуществляться не последовательно (как в случае банков), а после аккумуляирования контролирующим лицом всех запросов на получение средств и их комплексного рассмотрения.

**Функция 5 – способствование обмену товаров и услуг.** Финансовая система, снижающая величину транзакционных затрат, обеспечивает лучший обмен и большую специализацию<sup>309</sup>. Специализация требует большого количества транзакций, сопряженных с транзакционными затратами, и на совершение каждой транзакции негативно влияет *неопределенность* в отношении следования стороной контракта его условиям (в противовес частным выгодам от его нарушения). Протяженность обмена во времени – характерная для финансовых сделок – дополнительно актуализирует для него проблему неопределенности<sup>310</sup>. Она создает премию за риск оппортунистического поведения, отражающую вероятность нарушения соглашения партнером и величину вызываемых этим дополнительных издержек другой стороны, но смягчается институтом доверия<sup>311</sup>.

<sup>306</sup> Cavalcanti R.O. Inside-Money Theory after Diamond and Dybvig // *Economic Quarterly*. 2010. Vol. 96(1). P. 62, 70

<sup>307</sup> Avramidis P., Asimakopoulos I., Malliaropoulos D., Travlos N.G. 2021. *Op. cit.* P. 3

<sup>308</sup> Сонин К.И. Экономика банков и финансовых кризисов (Нобелевская премия по экономике 2022 года) // *Вопросы экономики*. 2023. № 2. С. 9–10.

<sup>309</sup> Levine R. 2021. *Op. cit.* P. 23.

<sup>310</sup> Davis L., North D. Institutional Change and American Economic Growth: A First Step Towards a Theory of Institutional Innovation // *The Journal of Economic History*. 1970, Vol. 30(1). P. 137.

<sup>311</sup> Жилина И.Ю. Доверие в экономике // *Экономические и социальные проблемы России*. 2008. №1. С. 94

*Финансовые рынки* обеспечивают неперсонифицированный обмен (отличающийся многочисленностью субъектов обмена и ограниченностью информации о них, редкой повторяемостью сделок); для снижения присущих ему значительных издержек оценки и принуждения применимы стандартизация и информационные сети<sup>312</sup>. В таком качестве используются, например: (1) стандартизация условий допуска к торгам, эмиссионных документов, эмиссионных характеристик размещаемых ценных бумаг, требований к корпоративному управлению, (2) кредитные рейтинги, обзоры аналитиков, статистика торгов, соответственно.

*На внутренних рынках капитала* бизнес-групп участники обмена представляют собой малую группу, хорошо знают друг друга и вступают в повторяющиеся (потенциально неограниченно) отношения обмена<sup>313</sup>. В такой среде контрактные отношения могут самоподдерживаться, поскольку выгодно соблюдать условия обмена. Это приводит к отсутствию значимых премий за риск оппортунистического поведения сторон и сокращению трансакционных издержек.

### **3.2. Система информационных критериев для принятия решения об использовании внутреннего рынка капитала бизнес-группы как механизма финансирования**

Рассмотрим проблему выбора способа привлечения *долгового* финансирования аффилированной с бизнес-группой компанией на примере бизнес-группы, состоящей из двух компаний, подконтрольных инсайдеру (контролирующему лицу) С.

У компании А денежный поток от операционной деятельности превышает планируемый ей объем инвестиций на сумму *D*. Предположим, что компания А не рассматривает погашение долга (меняющее ее структуру капитала) и открытие банковского депозита (как проект с ожидаемой отрицательной чистой приведенной стоимостью) в качестве вариантов использования этих средств и ориентируется на

---

<sup>312</sup> Норт Д. Указ. соч. С. 62, 79

<sup>313</sup> Курбатова М.В., Кислицын Д.В. Указ. соч. С. 239

две другие возможности: выплатить дивиденды или предоставить средства в долг другой компании из бизнес-группы. Пусть доля контролирующего лица в денежном потоке (или права контролирующего лица на денежный поток) компании А составляет  $0,5 < \alpha \leq 1$ .

У компании В операционный денежный поток меньше, чем требуемый объем финансирования имеющегося у нее инвестиционного проекта с положительной чистой приведенной стоимостью  $NPV > 0$ , отчего ей требуется привлечь дополнительный заемный капитал размере  $D$ .

Доля контролирующего лица в денежном потоке компании В составляет  $0,5 < \beta \leq 1$ . Обозначим разницу в долях контролирующего лица на денежные потоки компаний В и А как  $b = \beta - \alpha$ . Если эта разница есть, она может быть как положительной  $b > 0$  (доля контролирующего лица в денежном потоке компании-заемщика В больше, чем в денежном потоке компании-сберегателя А), так и отрицательной (доля контролирующего лица в денежном потоке компании-заемщика В меньше, чем в денежном потоке компании-сберегателя А). Будем называть  $b$  относительной ценностью денежного потока компании-заемщика для контролирующего лица. Тогда  $\beta = \alpha + b$ .

Предпосылки анализа:

- 1) Контролирующее бизнес-группу лицо имеет мониторинговые возможности, которые позволяют ему получать информацию (но возможно с искажениями) об инвестиционных возможностях компаний-участников бизнес-группы;
- 2) Имущественные права контролирующего лица обеспечивают его возможностью перераспределять финансовые средства между компаниями-участниками группы;
- 3) Контролирующее бизнес-группу лицо не рассматривает возможность финансирования компаний за счет собственных средств, за исключением перенаправления полученных им дивидендов;
- 4) Контролирующее бизнес-группу лицо наделено остаточными правами контроля над текущими и будущими активами бизнес-группы и способно

извлекать частные выгоды контроля – выводить часть создаваемой проектом стоимости; это приводит к снижению стимулов менеджмента компаний к эффективному управлению<sup>314</sup>;

5) Доходы, полученные от компании в форме дивидендных выплат и в форме прироста капитала, равноценны для контролирующего лица с точки зрения налогообложения.

Компании В доступны три способа привлечения необходимого ей долгового финансирования: (1) с помощью публичного долгового рынка, (2) с помощью банковского финансирования, (3) с помощью внутреннего рынка капитала бизнес-группы. Построим три относительные меры сопоставления способов привлечения финансирования – три информационных критерия (по одному для каждого способа), суммирующие *отличительные* финансовые затраты соответствующего способа привлечения финансирования *с позиции контролирующего лица*. Чем меньше значение информационного критерия, тем относительно менее затратным является данный способ привлечения финансирования, а значит, более предпочтительным для контролирующего лица. При этом важно учитывать то, что все затраты компании А влияют на совокупный денежный поток в пользу контролирующего группу лица с коэффициентом  $0,5 < \alpha \leq 1$ , и все затраты компании В – с коэффициентом  $\beta = \alpha + b \leq 1$ .

(1) При привлечении финансирования **на публичном долговом рынке** компания В сталкивается с *эмиссионными затратами* на регистрацию и размещение облигационного выпуска (bond issue costs). Дебютный выпуск облигаций компанией сопряжен с дополнительными затратами, связанными с получением кредитного рейтинга, активным маркетингом.

Из-за роста долговой нагрузки компании В происходит увеличение вероятности возникновения финансовых затруднений и, как следствие, *ожидаемых издержек финансовых затруднений* (cost of financial distress). Даже при

---

<sup>314</sup> Предпосылки (1)-(4) являются скорректированными для бизнес-группы (вместо корпорации) предпосылками Дж. Штайна в работе: Stein J.C. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources // The Journal of Finance. 1997. №52(1). P. 117

условии оказания группой финансовой помощи компании В в ситуации возникновения у нее шока ликвидности издержки возникновения финансовых затруднений можно рассматривать как издержки группы по оказанию компании такой помощи.

Если от реализации инвестиционного проекта менеджмент компании ожидает получить сверхнормальную доходность, скорректированную на уровень риска, то публичное раскрытие информации, необходимое для привлечения финансирования на финансовом рынке, вызовет потери в стоимости проекта<sup>315</sup> из-за *утраты конкурентного информационного преимущества компании* (раскрытия чувствительной информации, полезной конкурентам, *proprietary information*)<sup>316</sup>. Потери такого рода характерны для проектов, полагающихся на инсайдерскую информацию технологического или стратегического характера<sup>317</sup>.

Компания А распределяет свои свободные денежные средства в форме дивидендов. Инвестируя полученные дивидендные выплаты в размере  $\alpha \cdot D$  на финансовом рынке, контролирующей акционер сталкивается с *издержками скрининга* подходящих инвестиционных возможностей, имеющих на рынке, *издержками мониторинга инвестиций*, которые он решил профинансировать.

С вероятностью  $p_L$  реализуется риск ликвидности у компании-сберегателя, что повлечет *затраты на финансирование риска ликвидности* – ожидаемые транзакционные издержки торговли на вторичных рынках.

Тогда расчет информационного критерия  $PDC$  для публичного долгового рынка базируется на формуле (4):

$$\begin{aligned}
 PDC = & (\alpha + b) \cdot (bic \cdot D + bic1 \cdot debut) + (\alpha + b) \cdot PV_{cfd} \cdot p_{cfd} + \\
 & + (\alpha + b) \cdot pdisc \cdot NPV \cdot (d_{tech} + d_{str}) + \alpha \cdot ScrC + \alpha \cdot MC \\
 & + \alpha \cdot SMTC \cdot p_L,
 \end{aligned} \tag{4}$$

<sup>315</sup> Campbell T. Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality // The Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1979. Vol. 14 (5). P. 913-924.

<sup>316</sup> Bhattacharya S., Ritter J.R. Innovation and communication: Signalling with partial disclosure // Review of Economic Studies. 1983. Vol. 50. P. 331-346

<sup>317</sup> Campbell T. Op. cit. P. 915

где:  $PDC$  – приростные затраты бизнес-группы при привлечении финансирования на публичном долговом рынке;

$bic$  – затраты на эмиссию облигаций в % от суммы выпуска,

$debut$  – дамми-переменная, принимающая значение 1, если компания ранее не выпускала облигации, 0 – иначе,

$p_{cfd}$  – вероятность возникновения финансовых затруднений у компании-заемщика,

$PV_{cfd}$  – ожидаемые издержки финансовых затруднений (costs of financial distress),

$pdisc$  – потери от публичного раскрытия информации в % от базовой чистой приведенной стоимости проекта,

$d_{tech}$  ( $d_{str}$ ) – дамми-переменная, принимающая значение 1 для проектов, полагающихся на инсайдерскую информацию технологического (стратегического) характера, 0 – для остальных проектов,

$ScrC$  – затраты компании-сберегателя на скрининг инвестиционных возможностей на рынке,

$MC$  – затраты компании-сберегателя на мониторинг профинансированных инвестиций,

$SMTC$  – транзакционные издержки торговли на вторичных рынках компании-сберегателя,

$p_L$  – вероятность возникновения шока ликвидности у компании-сберегателя.

В Таблице 21 систематизированы факторы, которые, оказывая влияние на компоненты предложенного информационного критерия, воздействуют на целесообразность выбора финансового рынка как механизма финансирования.

**Таблица 21 – Факторы выбора публичного долгового рынка как способа финансирования**

<b>Вид затрат контролирующего лица</b> <b>(В) связаны с компанией-заемщиком</b> <b>(А) связаны с компанией-сберегателем</b>	<b>Факторы выбора способа финансирования:</b> <b>(+) в пользу публичного долгового рынка</b> <b>(-) против публичного долгового рынка</b>
<b>(В) Эмиссионные затраты</b> $(\alpha + b)(bic \cdot D + bic1 \cdot debut)$	(-) Относительная ценность денежного потока компании-заемщика для КЛ; (+) Объем финансирования (для первичного размещения); (-) Низкий кредитный рейтинг компании-заемщика или его отсутствие; (+) Размер компании; (+) Возраст компании-заемщика
<b>(В) Приростные ожидаемые издержки финансовых затруднений</b> $(\alpha + b) \cdot PV_{cfd} \cdot p_{cfd}$	(-) Относительная ценность денежного потока компании-заемщика для КЛ; (-) Долговая нагрузка компании-заемщика; (-) Волатильность операционного денежного потока компании-заемщика
<b>(В) Потери от публичного раскрытия информации</b> $(\alpha + b) \cdot pdisc \cdot NPV \cdot (d_{tech} + d_{str})$	(-) Относительная ценность денежного потока компании-заемщика для КЛ; (-) Технологический / инновационный / стратегический характер проекта
<b>(А) Издержки скрининга</b> $\alpha \cdot ScrC$	(+) Объем финансирования
<b>(А) Издержки мониторинга, верификации инвестиционных доходов</b> $\alpha \cdot MC$	(-) Объем финансирования
<b>(А) Затраты на финансирование риска ликвидности компании-сберегателя</b> $\alpha \cdot SMTC \cdot p_L$	(-) Вероятность шока ликвидности; (-) Волатильность операционного денежного потока компании-сберегателя

Источник: составлено автором

(2) При обращении бизнес-группы к банковским услугам компания-заемщик В оплачивает банку его затраты на скрининг и мониторинг ее проекта, а также некоторую маржу, удельная величина которых в сумме обуславливает превышение кредитной ставки  $r_{lend}$  над рыночной доходностью (средней доходностью альтернативных вложений на внешнем рынке)  $r$ :

$$r_{ls} = r_{lend} - r > 0 \quad (5)$$

Контролирующее группу лицо, получив от компании-сберегателя А дивидендные выплаты, оплачивает банку его затраты на скрининг и мониторинг инвестиционных проектов и некоторую маржу, удельная величина которых в сумме обуславливает отставание депозитной ставки  $r_{dep}$  от рыночной доходности  $r$ :

$$r_{ds} = r - r_{dep} > 0 \quad (6)$$

С учетом различий в правах контролирующего лица на денежные потоки двух компаний его совокупные удельные затраты на оплату банковских услуг составляют:

$$(\alpha + b) \cdot r_{ls} + \alpha \cdot r_{ds} = \alpha(r_{ls} + r_{ds}) + b \cdot r_{ds} = \alpha \cdot r_{lds} + b \cdot r_{ls} \quad (7)$$

где  $r_{lds} = r_{ls} + r_{ds} = r_{lend} - r_{dep}$  – это кредитно-депозитный спред банка (lending-deposit spread).

Для обеспечения осуществляемой банком функции делегированного мониторинга компания В будет нести *затраты на ежеквартальное раскрытие информации* банку. Это может быть значимым негативным фактором для малых и средних предприятий, чувствительных к росту постоянных затрат.

Как и в случае публичного долгового финансирования, из-за роста долговой нагрузки компании В происходит увеличение вероятности возникновения финансовых затруднений и, как следствие, *ожидаемых издержек финансовых затруднений*. Для снижения принимаемых кредитных рисков банк, как правило, использует инструмент залога, и компания В сталкивается с *затратами на залоговое обеспечение* (SLC – secured loan costs), которые могут включать в себя, например, расходы на оценку залога, затраты на заключение договора

поручительства или получение банковской гарантии. Стоит ожидать, что затраты на залоговое обеспечение будут меньше для компаний, имеющих дочерние предприятия (доли участия в капитале можно использовать как залог). Проекты технологического, инновационного характера требуют высоких расходов на залоговое обеспечение ввиду нехватки залоговой базы и вероятно необходимых затрат на услуги по оценке стоимости активов проекта.

Благодаря делегированному мониторингу, осуществляемому банком, контролирующее лицо, привлекая банк для размещения своих временно свободных денежных средств, не несет скрининговых и мониторинговых издержек (в отличие от размещения средств на публичном долговом рынке). Благодаря банковскому посредничеству контролирующее лицо принимает на себя *издержки верификации инвестиционных доходов* только в плохих состояниях мира, то есть несет ожидаемые издержки дефолта банка (потеря депозита с вероятностью дефолта банка  $p_{bd}$ ).

Тогда расчет информационного критерия  $BC$  для банковского финансирования базируется на Формуле (8):

$$BC = (\alpha \cdot r_{lds} + b \cdot r_{ls}) \cdot D + (\alpha + b) \cdot BDisc + (\alpha + b) \cdot SLC + (\alpha + b) \cdot PV_{cfd} \cdot p_{cfd} + \alpha \cdot p_{bd} \cdot D + \alpha \cdot p_L \cdot BC, \quad (8)$$

где:  $BC$  – приростные затраты бизнес-группы при использовании услуг банка;  
 $BDisc$  – затраты на ежеквартальное раскрытие информации банку компанией-заемщиком,

$SLC$  – затраты на залоговое обеспечение компании-заемщика,

$p_{bd}$  – вероятность дефолта банка,

$p_L$  – вероятность возникновения шока ликвидности у компании-сберегателя,

$BC$  – издержки заимствования средств для урегулирования шока ликвидности компанией-сберегателем.

В Таблице 22 систематизированы факторы, которые, оказывая влияние на компоненты предложенного информационного критерия, воздействуют на целесообразность выбора механизма банковского финансирования.

**Таблица 22 – Факторы выбора банковского финансирования как способа финансирования**

<b>Вид затрат контролирующего лица</b> <b>(В) связаны с компанией-заемщиком</b> <b>(А) связаны с компанией-сберегателем</b>	<b>Факторы выбора способа финансирования:</b> <b>(+) в пользу банковского финансирования</b> <b>(-) против банковского финансирования</b>
(В), (А) Затраты на банковские кредитно-депозитные услуги $(\alpha \cdot r_{lds} + b \cdot r_{ls}) \cdot D$	(-) Относительная ценность денежного потока компании-заемщика для КЛ
(В) Затраты на ежеквартальное раскрытие информации $(\alpha + b) \cdot BDisc$	(-) Относительная ценность денежного потока компании-заемщика для КЛ; (+) Размер компании-заемщика
(В) Приrostные ожидаемые издержки финансовых затруднений $(\alpha + b) \cdot PV_{cfd} \cdot p_{cfd}$	(-) Относительная ценность денежного потока компании-заемщика для КЛ; (-) Долговая нагрузка компании-заемщика; (-) Волатильность операционного денежного потока компании-заемщика
(В) Затраты на залоговое обеспечение $(\alpha + b) \cdot SLC$	(-) Относительная ценность денежного потока компании-заемщика для КЛ; (+) Доля финансовых вложений компании-заемщика; (-) Технологический / инновационный характер проекта
(А) Издержки мониторинга, верификации инвестиционных доходов $\alpha \cdot p_{bd} \cdot D$	(-) Объем финансирования
(А) Затраты на финансирование риска ликвидности компании-сберегателя $\alpha \cdot p_L \cdot BC$	(-) Вероятность шока ликвидности; (-) Волатильность операционного денежного потока компании-сберегателя

Источник: составлено автором

(3) При использовании бизнес-группой внутреннего рынка капитала контролирующее бизнес-группу лицо способно использовать свои информационные преимущества (обеспечиваемые формальными и неформальными каналами обмена частной информацией в бизнес-группе) для снижения затрат на мониторинг<sup>318</sup>, а также минимизации неблагоприятных информационных эффектов для компании-заемщика (не требуется дополнительного раскрытия информации ни частным лицам, ни публично). Эти преимущества тем важнее для контролирующего лица, чем выше для него относительная ценность денежного потока компании-заемщика. Отсутствие необходимости в дополнительном раскрытии информации благоприятно для небольших компаний (чувствительных к приросту постоянных затрат) и проектов технологического, инновационного, стратегического характера.

Из-за низкой асимметрии информации на внутреннем рынке капитала бизнес-группы внутригрупповой долговой контракт может относительно легко реструктурироваться<sup>319</sup>, минимизируя ожидаемые издержки финансовых затруднений<sup>320</sup> компании-заемщика. Внутригрупповое финансирование не требует от компании-заемщика затрат на залоговое обеспечение, как следствие, на доступ компании к финансированию не будут существенно влиять ее залоговые возможности, определяемые структурой и характером активов.

Вместе с тем в отсутствие банковского мониторинга<sup>321</sup>, внутригрупповое финансирование создает риск мягких бюджетных ограничений (финансирования неэффективного инвестиционного проекта). В результате возникают *ожидаемые издержки финансирования неэффективных проектов*. Они могут быть вызваны: (1) неправильной оценкой эффективности инвестиционного проекта (например, вследствие искаженной информации), (2) излишней гибкостью внутригруппового финансирования, препятствующей прекращению финансирования проекта, ставшего убыточным.

---

<sup>318</sup> Locorotondo R., Dewaelheyns N., Van Hulle C. Op. cit. P. 81

<sup>319</sup> Hoshi T., Kashyap A., Scharfstein D. Op. cit. P. 33-60

<sup>320</sup> Locorotondo R., Dewaelheyns N., Van Hulle C. Op. cit. P. 81

<sup>321</sup> Fama E.F. What is Different About Banks? // Journal of Monetary Economics. 1985. Vol.15(1). P. 29-39.

Риск неправильной оценки эффективности инвестиционного проекта зависит от того, насколько сильно проект отличается в качественном плане от других проектов, когда-либо реализовывавшихся бизнес-группой, – своего рода экспертизы контролирующего лица в оценке данного вида проектов, наличия сопоставимых проектов. Оценку относительной привлекательности инвестиционных проектов различных компаний может осложнять не только функционирование компаний группы в разных сферах и отраслях, но и большое число участников группы из-за ухудшения эффективности мониторинга, осуществляемого контролируемым лицом<sup>322</sup>. В связи с этим существенно возрастает необходимость в механизмах внешнего корпоративного контроля, затратных для компании, *CECG* (costs of external corporate governance), включающих, например, оплату услуг внешних аудиторов и консультантов. Вместе с тем данные затраты отрицательно влияют на вероятность финансирования неэффективного проекта,  $p_{ineff}$ .

Наконец, компания-сберегатель может столкнуться с издержками финансирования риска ликвидности в случае его реализации. При этом функционирование внутреннего рынка капитала бизнес-группы будет способствовать уменьшению вероятности наступления шока ликвидности благодаря эффекту взаимного страхования обязательств.

Тогда расчет информационного критерия *ICMC* для внутреннего рынка капитала бизнес-группы базируется на Формуле (9):

$$ICMC = (\alpha + b) \cdot p_{ineff} \cdot \gamma \cdot NPV + (\alpha + b) \cdot CECG + \alpha \cdot p_L \cdot (1 - coins) \cdot BC, \quad (9)$$

*ICMC* – приростные затраты бизнес-группы при использовании внутригруппового финансирования,

$p_{ineff}$  – вероятность финансирования неэффективного проекта,

$\gamma$  – доля недополученных доходов от проекта, в % от изначальной оценочной величины чистой приведенной стоимости проекта, *NPV*,

<sup>322</sup> Stein J.C. 1997. Op. cit. P. 111-133.

*CECG* – затраты на функционирование механизмов внешнего корпоративного контроля;

$p_L$  – вероятность возникновения шока ликвидности у компании-сберегателя,  $(1 - coins)$  – процентное уменьшение вероятности возникновения шока ликвидности у компании-сберегателя благодаря эффекту взаимного страхования; *BC* – издержки заимствования средств для урегулирования шока ликвидности компанией-сберегателем.

Существующий в бизнес-группе риск экспроприации миноритариев контролирующим лицом отчасти смягчается его высокой долей участия в компаниях бизнес-группы, а также должен снижаться затратами на аудит (*auditing costs*)<sup>323</sup>, призванный компенсировать непрозрачность информации о внутригрупповом финансировании и инвестициях<sup>324</sup>. Мы не включаем эти затраты в расчет информационного критерия, потому что считаем их безвозвратными – они постоянны и не возникают в связи с конкретным решением об использовании внутреннего рынка капитала для финансирования.

В Таблице 23 систематизированы факторы, которые, оказывая влияние на компоненты предложенного информационного критерия, воздействуют на целесообразность выбора внутригруппового долгового финансирования как механизма финансирования.

**Таблица 23 – Факторы выбора внутригруппового долгового финансирования как способа финансирования**

<p><b>Вид затрат контролирующего лица (В) связаны с компанией-заемщиком (А) связаны с компанией-сберегателем</b></p>	<p><b>Факторы выбора способа финансирования:</b>  <b>(+) в пользу внутригруппового долгового финансирования</b>  <b>(–) против внутригруппового долгового финансирования</b>  <b>(х) нет влияния</b></p>
<p><b>(В) Минимальные издержки контрактации</b></p>	<p><b>(+) Относительная ценность денежного потока компании-заемщика для КЛ;</b></p>

<sup>323</sup> Gopalan R., Nanda V., Seru A. Internal Capital Market and Dividend Policies: Evidence From Business Groups // The Review of Financial Studies. 2014. Vol. 27(4). P. 1103, 1112

<sup>324</sup> Almeida H. Park S.Y., Subrahmanyam M.G., Wolfenzon D. The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols // Journal of Financial Economics. 2011. Vol. 99. P. 447–475

	(-) Размер компании-заемщика; (-) Возраст компании-заемщика
(В) Минимальные информационные эффекты	(+) Относительная ценность денежного потока компании-заемщика для КЛ; (+) Технологический / инновационный / стратегический характер проекта; (-) Размер компании-заемщика; (-) Возраст компании-заемщика
(В) Минимальные приростные ожидаемые издержки финансовых затруднений	(+) Относительная ценность денежного потока компании-заемщика для КЛ; (+) Долговая нагрузка компании-заемщика; (+) Волатильность операционного денежного потока компании-заемщика, высокая сила его операционного рычага, капиталоемкость
(В) Отсутствие затрат на залоговое обеспечение	(+) Относительная ценность денежного потока компании-заемщика для КЛ; (х) Залоговые возможности компании-заемщика; (х) Технологический / инновационный характер проекта
(В) Ожидаемые издержки финансирования неэффективных проектов $(\alpha + b) \cdot p_{ineff} \cdot \gamma \cdot NPV$	(-) Относительная ценность денежного потока компании-заемщика для КЛ; (-) Отраслевая диверсификация бизнес-группы; (-) Число компаний в бизнес-группе
(А) Издержки корпоративного контроля $(\alpha + b) \cdot p_{ineff} \cdot \gamma \cdot NPV$	(+) Объем финансирования; (-) Число компаний в бизнес-группе
(А) Затраты на управление риском ликвидности компании-сберегателя $\alpha \cdot p_L \cdot (1 - coins) \cdot r_{len} \cdot D$	(-) Корреляция денежных потоков компаний в бизнес-группе

Источник: составлено автором

Систематизируем факторы, которые, оказывая влияние на компоненты предложенного информационного критерия, воздействуют на целесообразность выбора внутригруппового долгового финансирования как механизма финансирования.

- Высокая относительная ценность денежного потока компании-заемщика для контролирующего группу лица (обеспечивает преимущество в издержках измерения, контрактации и финансовых затруднений (защиты прав собственности) относительно других механизмов финансирования);
- Небольшой размер и/или возраст компании-заемщика (большее преимущество в издержках измерения и контрактации);
- Технологический или инновационный характер проекта, требующего финансирования (преимущество в издержках измерения, издержках финансовых затруднений);
- Высокая волатильность операционного денежного потока компании-заемщика, высокая сила ее операционного рычага, капиталоемкость компании (преимущество в издержках финансовых затруднений);
- Высокая долговая нагрузка компании-заемщика (преимущество в издержках финансовых затруднений);
- Низкая корреляция денежных потоков компаний в бизнес-группе (преимущество в издержках управления риском ликвидности – защиты прав собственности);
- Низкая доля финансовых вложений компании-заемщика (обеспечивающая отсутствие залоговых преимуществ в случае банковского финансирования).

Против выбора внутреннего рынка капитала бизнес-группы как наиболее подходящего механизма финансирования работает риск финансирования неэффективного инвестиционного проекта. При прочих равных условиях, его повышает недостаточность экспертизы контролирующего лица в оценке проектов данного вида (негативное влияние потенциально оказывает отраслевая диверсификация компаний в группе), стимулы к выводу активов (могут меняться в зависимости от экономической конъюнктуры), низкая эффективность мониторинга в отношении менеджеров и слабость внешних механизмов корпоративного управления в группе.

Таким образом, целесообразность использования внутреннего рынка капитала бизнес-группы как инструмента смягчения финансовых ограничений в отношении компании группы определяется ожидаемым соотношением между величиной издержек измерения, контрактации, защиты прав собственности (в пользу внутреннего рынка капитала) и издержек мониторинга и принуждения к исполнению контракта (против внутреннего рынка капитала). При планировании инвестиционного проекта, финансируемого с помощью внутреннего рынка капитала бизнес-группы, рекомендуется привлечение внешних консультантов, при его реализации – обращение к услугам внешних аудиторов и аналитиков. Использование обозначенных механизмов внешнего корпоративного управления позволяет минимизировать риск разрушения акционерной стоимости внутренним рынком капитала бизнес-группы.

### **3.3. Апробация факторов кредитного взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала российских бизнес-групп<sup>325</sup>**

Внутригрупповые займы подходят для апробации предложенного нами функционально-затратного подхода к принятию контролирующим группу лицом решения об использовании внутреннего рынка капитала в качестве механизма финансирования, поскольку:

(1) они являются основным наблюдаемым каналом перераспределения денежных средств между участниками бизнес-групп<sup>326</sup>, информация по ним может быть получена из публичных источников;

(2) не требуют оценки справедливой стоимости, необходимой при анализе перемещения других активов между связанными сторонами.

В отличие от косвенного анализа чувствительности инвестиций компаний в группе к денежным потокам (п. 2.4 работы), анализ возникновения и погашения

---

<sup>325</sup> При подготовке данного параграфа диссертации использована публикация, выполненная автором лично, в которой, согласно Положению о присуждении ученых степеней в МГУ, отражены основные результаты, положения и выводы исследования: Короткова Я.И. Эффективность внутреннего рынка капитала российских бизнес-групп // Проблемы теории и практики управления. 2019. № 7. С. 100–115.

<sup>326</sup> Gopalan R., Nanda V., Seru A. 2007. Op. cit. P. 760.

внутригрупповых кредитов позволяет напрямую исследовать движение ресурсов на внутреннем рынке капитала бизнес-группы<sup>327</sup>. В рамках этого исследования проведено эконометрическое тестирование факторов, которые должны, на наш взгляд (п. 3.2 работы), влиять на вовлечение участников бизнес-группы во внутригрупповые кредитные сделки.

Осуществляя внутригрупповые кредитные операции, компании могут: (1) преимущественно предоставлять заемное финансирование связанным сторонам (компания-кредиторы), (2) преимущественно привлекать долговые средства от связанных сторон (компания-заемщики) или же – (3) иметь нейтральный кредитный статус на внутреннем рынке капитала бизнес-группы. Для определения внутригрупповой финансовой роли компании мы, следуя подходу Д.Бучука и соавторов, используем величину чистой кредитной позиции компании в группе<sup>328</sup>. Она определяется как разность между величиной займов, предоставленных и привлеченных компанией на внутреннем рынке капитала своей бизнес-группы (Таблица 24).

**Таблица 24 – Определение финансовой роли компании на внутреннем рынке капитала бизнес-группы**

<b>Финансовая роль компании на внутреннем рынке капитала бизнес-группы</b>	<b>Величина чистой кредитной позиции компании в группе (ЧКП)</b>
Компания – кредитор	$ЧКП \geq 5\%$ совокупных активов компании
Компания – заемщик	$ЧКП \leq -5\%$ совокупных активов компании
Компания с нейтральным кредитным статусом	$ ЧКП  < 5\%$ совокупных активов компании

*Источник:* составлено по работе Д.Бучука и соавторов<sup>329</sup>

Если контролирующее группу лицо прибегает к внутригрупповым займам для смягчения финансовых ограничений участников группы, финансовая роль компании на внутреннем рынке капитала бизнес-группы будет зависеть от наличия

<sup>327</sup> Gopalan R., Nanda V., Seru A. 2007. Op. cit. P. 762.

<sup>328</sup> Buchuk D., Larrain B., Muñoz F., Urzúa F.I. Op. cit. P. 198.

<sup>329</sup> Ibid.

у нее недостатка или избытка в источниках финансирования. Следовательно, на нее будут влиять характеристики самой компании – ее размер, уровень капиталоемкости, ликвидности и рентабельности активов, наличие возможностей роста, залогового обеспечения и финансовых вложений, (не)участие государства в капитале компании, величина ее финансового рычага.

Для тестирования факторов внутригруппового кредитного взаимодействия компаний была сформирована выборка из публичных российских компаний и их дочерних организаций - акционерных обществ<sup>330</sup>. В качестве информационной базы применялись данные агентств, уполномоченных раскрывать информацию на российском рынке ценных бумаг<sup>331</sup>, а также доступная в базе данных СПАРК<sup>332</sup> информация о компаниях, включая данные об их участии в цепочках собственности (подразделы «Анализ владения», «Совладельцы») и бухгалтерская отчетность (раздел «Финансовая информация»).

Для проведения исследования по каждой из анализируемых компаний требуются данные годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности по РСБУ с пояснениями, содержащими информацию о займах, полученных от связанных сторон и выданных им<sup>333</sup>. Публичные данные формируемого ФНС России государственного информационного ресурса бухгалтерской (финансовой) отчетности (далее – данные ФНС) позволили вручную (с помощью пояснений о связанных сторонах) собрать по каждой вошедшей в выборку компании информацию о величине задолженности по займам, полученным от связанных сторон и выданным им, на конец каждого года с 2018 по 2020 год. Для расчета объясняющих переменных модели использовались данные бухгалтерских балансов и отчетов о финансовых результатах за 2016–2020 годы.

---

<sup>330</sup> Ограничение по организационно-правовой форме дочерних предприятий обусловлено необходимостью наличия у каждой исследуемой компании публикуемой отчетности по РСБУ, содержащей, в том числе, информацию о состоянии расчетов со связанными сторонами.

<sup>331</sup> «Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации». URL: <http://www.e-disclosure.ru/> (дата доступа: 31.05.2024)

<sup>332</sup> URL: <http://www.spark-interfax.ru/> (дата доступа: 31.05.2024).

<sup>333</sup> Использование данных по РСБУ позволит точнее определить значения чистой кредитной позиции компаний благодаря учитываемым в них остаткам по операциям с дочерними компаниями.

Основу для построения выборки составил перечень компаний первого уровня котировального списка Московской биржи (по состоянию на 01.10.2021). В выборку не были включены 8 компаний финансового сектора и строительной отрасли: ПАО Банк ВТБ, ПАО «Банк «Санкт-Петербург», ПАО «Московский кредитный банк», ПАО «Сбербанк России», ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС», ПАО «ЭсЭфАй», ПАО «Группа ЛСР», ПАО «ПИК-специализированный застройщик». Вследствие государственного регулирования финансовой и строительной деятельности ведение бизнеса в этих компаниях имеет специфические черты.

Не вошли в выборку также МКПАО «ЭН+ ГРУП» и МКПАО «Объединённая Компания "РУСАЛ"» в связи с их редомициляцией в РФ только в 2019 и 2020 годах, соответственно. Компании ПАО «Детский мир», ПАО «М.Видео», ПАО «Энел Россия», ПАО «Юнипро», ПАО «Магнит» были исключены из анализа, поскольку в составе их бизнес-групп (по данным сервиса СПАРК «Анализ владения») другие акционерные общества либо отсутствовали, либо не раскрывали информацию о состоянии расчетов со связанными лицами на конец каждого (2018, 2019 и 2020) года в пояснениях к годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности.

Как итог, полученная выборка объединила 26 публичных компаний, представляющих 21 бизнес-группу и входящие в них 213 акционерных обществ. Период исследования – 2018–2020 годы – обеспечил итоговое число наблюдений в 717 фирм-лет.

В соответствии с описанным выше подходом, каждому наблюдению был присвоен статус заемщика, кредитора или нейтральный кредитный статус на внутреннем рынке капитала бизнес-группы. Из 717 исследуемых наблюдений (фирм-лет) 210 наблюдений (29% от общего числа) получили статус заемщика, 176 наблюдений (25% от общего числа) – статус кредитора на внутреннем рынке капитала. Подход к количественной оценке факторов внутригруппового кредитного взаимодействия компаний приведен в Таблице 25.

**Таблица 25 – Описание объясняющих переменных модели<sup>334</sup>**

<b>Фактор</b>	<b>Обозначение и содержание переменной</b>	<b>Способ расчета переменной</b>
Положение компании в группе	CFR – показатель прав контролирующего бизнес-группу общества на денежные потоки	Доля дивидендов контролирующего бизнес-группу общества в совокупном объеме дивидендных выплат компании на конец года
Размер компании	SIZE – размер компании	Натуральный логарифм совокупных активов компании (по балансовой стоимости, на конец текущего года)
Возраст компании	AGE – возраст	Число лет с даты государственной регистрации компании
Капитало-емкость компании	TANG – доля основных средств в совокупных активах	Отношение стоимости основных средств компании к стоимости ее совокупных активов (по балансовой стоимости, на конец года)
	dPPE – относительный прирост стоимости основных средств	Отношение прироста стоимости основных средств компании за год к стоимости ее совокупных активов на начало года (по балансовой стоимости)
Рентабельность	ROA – рентабельность совокупных активов	Отношение чистой прибыли компании за текущий год к среднегодовой балансовой стоимости ее совокупных активов
Возможности роста	SG – темп прироста выручки	Отношение прироста выручки в текущем году по сравнению с предыдущим годом к значению выручки за предыдущий год
Финансовый рычаг	LEV – финансовый рычаг	Отношение совокупной стоимости заемных средств к стоимости совокупных активов компании (по балансовой стоимости, на конец года)
Ликвидность	CLR – коэффициент текущей ликвидности	Отношение оборотных активов компании к краткосрочным обязательствам (на конец года)
Доля финансовых вложений	FA – доля финансовых вложений	Отношение совокупных финансовых вложений компании к стоимости совокупных активов (по балансовой стоимости, на конец года)
Контроль государства	STATE – контроль государства	Фиктивная переменная: значение 1 для контролируемых государством компаний, 0 – в противном случае

*Источник:* составлено автором

<sup>334</sup> В диссертационном исследовании при моделировании расширен круг объясняющих переменных по сравнению с тем, что был использован нами ранее в работе: Короткова Я.И. Эффективность внутреннего рынка капитала российских бизнес-групп // Проблемы теории и практики управления. 2019. №7. С. 109.

Отметим, что финансовый статус исследуемых компаний демонстрирует заметное постоянство: на протяжении пятилетнего периода исследования финансовая роль была неизменной у 169 компаний (71% от общего числа). Чтобы понять причины такой стабильности, мы провели сравнительный анализ финансовых характеристик фирм в разрезе подвыборок, сформированных по критерию внутригрупповой финансовой роли компаний (Таблица 26).

**Таблица 26 – Медианные значения финансовых характеристик фирм в разрезе подвыборок, сформированных по критерию финансового статуса фирмы на внутреннем рынке капитала бизнес-группы**

	Подвыборка №1: Фирмы-заемщики	Подвыборка №2: Фирмы-кредиторы	Подвыборка №3: Фирмы с нейтральным кредитным статусом
Количество наблюдений, фирм-лет	210	176	331
Показатель прав контролирующего бизнес-группу общества на денежные потоки компании	95,3%	94,9%	96,1%
Размер компании	16,28	15,93	15,43
Возраст компании, лет	19,5	24,0	18,0
Доля основных средств в совокупных активах, %	38,6%	17,7%	25,4%
Прирост стоимости основных средств, %	0,00%	0,00%	0,00%
Рентабельность активов, %	1,30%	6,32%	2,15%
Темп прироста выручки, %	5,05%	4,62%	4,50%
Финансовый рычаг, %	36,22%	0,00%	0,00%
Коэффициент текущей ликвидности	0,78	2,52	1,48
Доля финансовых вложений в совокупных активах, %	0,7%	33,5%	0,2%

*Источник:* составлено автором

Сопоставление подвыборок демонстрирует, что в фирмах-заемщиках медиана показателя прав контролирующего бизнес-группу акционерного общества на денежные потоки незначительно (на 0,4 п.п.) выше, чем в компаниях, играющих роль кредитора на внутреннем рынке капитала бизнес-групп. Это не дает весомых оснований ожидать присутствие вывода активов на внутренних рынках капитала анализируемых бизнес-групп.

Вместе с тем компаниям-заемщикам присуща меньшая медианная рентабельность совокупных активов по сравнению с другими компаниями. Тот факт, что компании-заемщики отличаются меньшей прибыльностью, означает, что они не располагают большими объемами нераспределенной прибыли – основного источника внутренних финансовых средств, и не столь благоприятно воспринимаются внешними инвесторами в качестве объекта финансирования. Компании-заемщики превосходят компании-кредиторов по доле основных средств в совокупных активах, но в среднем характеризуются меньшим уровнем ликвидности. Это свидетельствует о преобладании внеоборотных активов в активной части баланса компаний-реципиентов внутригруппового капитала. Компании-заемщики также уступают компаниям-кредиторам по медианному значению возраста, но превосходят их по медианному значению темпа прироста выручки. Эти различия могут объясняться преобладанием фирм на стадии становления среди компаний-заемщиков и зрелых фирм – среди компаний-кредиторов на внутренних рынках капитала российских бизнес-групп.

В свою очередь, о компаниях-кредиторах необходимо отметить, что сочетание относительно низкого уровня их капиталоемкости, темпа прироста выручки (как прокси возможностей роста) и наибольшей среди подвыборок медианной рентабельности соответствует гипотезе о наличии у них финансового профицита, подталкивающего их к участию во внутреннем рынке капитала своей бизнес-группы.

По совокупности обозначенных нами финансовых различий между подвыборками можно предварительно заключить, что исследуемые нами

параметры компаний объясняют долговые взаимоотношения участников бизнес-групп, нацеленные на смягчение финансовых ограничений.

Для более строгого исследования особенностей кредитного взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала российских бизнес-групп был проведен регрессионный анализ факторов, влияющих на распределение финансовых ролей компаний в бизнес-группе. Для моделирования применен логит-анализ. Он позволяет оценить, какое воздействие на вероятность компании выступить заемщиком/кредитором на внутреннем рынке капитала бизнес-группы оказывают отобранные нами параметры компании.

В качестве объясняемых переменных использовались бинарные переменные  $RECEIVER_{it}$  ( $PROVIDER_{it}$ ), принимающие значение 1, если в период времени  $t$   $i$ -ая компания играла роль кредитора (заемщика) на внутреннем рынке капитала, и значение 0 – в остальных случаях.

Так, в рамках логит-анализа оценивались регрессии вида (10) и (11):

$$RECEIVER_{it} = F \left( \begin{array}{l} a \cdot CFR_{i,t-1} + b \cdot CFR_{i,t-1} \cdot STATE_{i,t-1} + \\ c \cdot SIZE_{i,t-1} + d \cdot AGE_{i,t-1} + e \cdot TANG_{i,t-1} + \\ + f \cdot dPPE_{i,t-1} + h \cdot ROA_{i,t-1} + j \cdot SG_{i,t-1} + \\ + k \cdot LEV_{i,t-1} + l \cdot CLR_{i,t-1} + m \cdot FA_{i,t-1} + \varepsilon_t \end{array} \right), \quad (10)$$

$$PROVIDER_{it} = F \left( \begin{array}{l} a \cdot CFR_{i,t-1} + b \cdot CFR_{i,t-1} \cdot STATE_{i,t-1} + \\ c \cdot SIZE_{i,t-1} + d \cdot AGE_{i,t-1} + e \cdot TANG_{i,t-1} + \\ + f \cdot dPPE_{i,t-1} + h \cdot ROA_{i,t-1} + j \cdot SG_{i,t-1} + \\ + k \cdot LEV_{i,t-1} + l \cdot CLR_{i,t-1} + m \cdot FA_{i,t-1} + \varepsilon_t \end{array} \right), \quad (11)$$

где  $F$  – логистическая функция.

Также ввиду существенного присутствия в выборке компаний с нейтральным кредитным статусом на внутреннем рынке капитала бизнес-группы оценивалась упорядоченная логит-модель с объясняемой переменной  $FINROLE_{it}$ . Значение 0 присваивалось переменной, если в период времени  $t$   $i$ -ая компания играла роль заемщика на внутреннем рынке капитала, значение 1 – если у компании был нейтральный кредитный статус, и значение 2 – если компания выступала в качестве кредитора связанных сторон.

В этом случае оценивалась регрессия вида (12):

$$FINROLE_{it} = F \left( \begin{array}{l} a \cdot CFR_{i,t-1} + b \cdot CFR_{i,t-1} \cdot STATE_{i,t-1} + \\ c \cdot SIZE_{i,t-1} + d \cdot AGE_{i,t-1} + e \cdot TANG_{i,t-1} + \\ + f \cdot DPPE_{i,t-1} + h \cdot ROA_{i,t-1} + j \cdot SG_{i,t-1} + \\ + k \cdot LEV_{i,t-1} + l \cdot CLR_{i,t-1} + m \cdot FA_{i,t-1} + \varepsilon_t \end{array} \right) \quad (12)$$

Для предотвращения эндогенности из-за возможного двунаправленного характера причинно-следственной связи между внутригрупповым финансовым статусом и другими параметрами компании, регрессоры были включены в модель с лагом. Для борьбы с гетероскедастичностью применялись робастные QML-стандартные ошибки.

Оценивание коэффициентов моделей осуществлялось с помощью пакета статистических программ Gretl, его результаты приведены в Таблице 27.

Результаты моделирования подтверждают наши предварительные выводы о том, что вероятность привлечения компанией средств от связанных сторон положительно зависит от ее капиталоемкости и долговой нагрузки, и отрицательно – от ее размера и доли финансовых вложений в совокупных активах.

Другими словами, *реципиентами* внутригрупповых финансовых ресурсов чаще выступают:

- менее крупные компании (избегающие благодаря этому премии за риск финансовых затруднений и высоких издержек контрактации, которые бы сопутствовали привлечению финансирования от внешних инвесторов)
- более капиталоемкие компании (избегающие тем самым премии за высокий операционный риск, требуемой внешними инвесторами)
- компании с относительно высокой долговой нагрузкой (используют преимущество внутригруппового финансирования в издержках финансовых затруднений);
- компании с относительно небольшой долей финансовых вложений в совокупных активах (как следствие, не имеющие достаточных залоговых возможностей для удешевления банковского финансирования).

**Таблица 27 – Результаты оценивания логит-моделей для кредиторов и заемщиков на внутреннем рынке капитала российских бизнес-групп, а также упорядоченной логит-модели для финансовой роли компаний**

Объясняемая переменная	RECEIVER	RECEIVER	PROVIDER	PROVIDER	FINROLE	FINROLE
Модель	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Показатель прав контролирующего акционера на денежные потоки компании (CFR)	0,8290 (0,1081)	0,8031 (0,1216)	0,0311 (0,9517)	0,0385 (0,9389)	-0,4839 (0,1951)	-0,4683 (0,2044)
Показатель прав контролирующего акционера на денежные потоки компании * дамми-переменная для государственной бизнес-группы (CFR * STATE)	0,3600 (0,1769)	0,3578 (0,1697)	-1,3570 *** (<0,0001)	-1,3408 *** (<0,0001)	-0,8568 *** (<0,0001)	-0,8626 *** (<0,0001)
Размер компании (SIZE)	-0,0890 ** (0,0265)	-0,0819 ** (0,0328)	0,0618 (0,1860)	0,0651 (0,1565)	0,0833 *** (0,0084)	0,0863 *** (0,0057)
Возраст компании (AGE)	0,0207 (0,2149)	0,0195 (0,2297)	0,0433 *** (0,0042)	0,0438 *** (0,0038)	0,0106 (0,3489)	0,0109 (0,3320)
Доля основных средств в совокупных активах (TANG)	1,1855 *** (0,0039)	1,2528 *** (0,0016)	-0,3215 (0,4303)	-0,3260 (0,4305)	-0,5754 ** (0,0315)	-0,5998 ** (0,0225)
Финансовый рычаг (долговая нагрузка) (LEV)	4,2121 *** (<0,0001)	4,3525 *** (<0,0001)	-2,5930 *** (<0,0001)	-2,6208 *** (<0,0001)	-4,1833 *** (<0,0001)	-4,2381 *** (<0,0001)
Доля финансовых вложений в совокупных активах (FA)	0,2694 (0,5642)	0,2286 (0,6214)	1,9154 *** (<0,0001)	1,9375 *** (<0,0001)	1,0689 *** (0,0022)	1,0754 *** (0,0020)
Рентабельность совокупных активов (ROA)	-0,0693 (0,9180)		0,3063 (0,7020)		0,2758 (0,6268)	
Темп роста выручки (после винзоризации) (SG wins.)	0,0280 (0,6856)		0,0115 (0,8543)		0,0007 (0,9876)	
Относительный прирост стоимости основных средств (dPPE)	0,2768 (0,5458)		-0,5739 (0,5512)		-0,3455 (0,3815)	

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Показатель текущей ликвидности (после винзоризации) (CLR wins.)	-0,0171 (0,4791)		-0,0002 (0,9457)		0,0015 (0,6187)	
Константа	-2,1665 *** (0,0037)	-2,3376 *** (0,0012)	-2,3319 *** (0,0011)	-2,4019 *** (0,0007)		
Среднее зав. переменной	0,2929	0,2929	0,2455	0,2455	0,9526	0,9526
Ст. откл. зав. переменной	0,4554	0,4554	0,4307	0,4307	0,7327	0,7327
R-квадрат Макфаддена	0,2330	0,2283	0,1760	0,1744		
Испр. R-квадрат	0,2053	0,2098	0,1460	0,1543		
Лог. Правдоподобие	-332,5789	-334,6094	-329,2392	-329,9147	-648,1402	-648,8245
Крит. Шварца	744,0586	721,8195	737,3794	712,4300	1381,756	1356,825
Крит. Акаике	689,1577	685,2189	682,4784	675,8294	1322,280	1315,649
Крит. Хеннана-Куинна	710,3566	699,3515	703,6773	689,9619	1345,246	1331,548
Количество 'корректно предсказанных' случаев	547 (76,3%)	547 (76,3%)	567 (79,1%)	567 (79,1%)	438 (61,1%)	434 (60,5%)
Критерий отношения правдоподобия: р-значение	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
<p>Комментарии:  В скобках указаны р-значения коэффициентов моделей.  * - значимость на 10-процентном уровне; ** - значимость на 5-процентном уровне;  *** - значимость на 1-процентном уровне значимости.  (wins.) – выполнена процедура винзоризации (значения переменной выше 99-го перцентиля приведены к нему) для снижения влияния выбросов (аномальных значений переменной) на оценки коэффициентов моделей.</p>						

Источник: рассчитано и составлено автором

В силу отмеченных факторов привлечение финансирования от внешних инвесторов для этих компаний будет сопряжено с повышенными транзакционными издержками. Задействование ресурсов внутреннего рынка капитала группы для финансирования таких компаний при наличии у них экономически эффективных инвестиционных возможностей будет создавать дополнительную стоимость.

Результаты моделирования также подтверждают, что *кредиторами связанных сторон*, напротив, *чаще выступают* компании, склонные в силу своих характеристик к профициту финансовых средств – более крупные, возрастные и менее капиталоемкие компании с относительно небольшим уровнем долга и большой долей финансовых вложений в активах.

Результаты оценивания моделей (3) – (6) указывают на то, что показатель прав контролирующего бизнес-группу акционерного общества на денежные потоки компании оказывает отрицательное влияние на вероятность компании выступать кредитором связанных сторон только в случае государственных бизнес-групп. Взятый отдельно, выявленный эмпирический факт может быть связан с использованием внутренних рынков капитала государственных бизнес-групп по мотиву вывода активов. Однако, как отмечалось нами ранее, компании-кредиторы характеризуются в среднем более высокой рентабельностью по сравнению с компаниями-заемщиками, соответственно, внутригрупповые кредитные операции не наносят первым существенного ущерба. Поскольку второй критерий мотива вывода активов не выполняется, альтернативная гипотеза о внутригрупповом перераспределении средств в целях вывода активов статистически не подтверждается.

Таким образом, полученные результаты свидетельствуют в пользу того, что мотивы перераспределения капитала в форме займов внутри российских бизнес-групп в большей степени соответствуют гипотезе о смягчении внутренним рынком капитала группы финансовых ограничений компаний-участников.

Качественно близкие выводы были получены нами и в рамках моделирования факторов распределения финансовых ролей компаний на

внутренних рынках капитала российских бизнес-групп за более ранний период, с 2014 по 2018 год<sup>335</sup>, на меньшей выборке компаний (в связи с тем, что бухгалтерская отчетность широкого круга российских компаний стала доступной только с открытием публичке в начале 2020 года данных формируемого ФНС России государственного информационного ресурса бухгалтерской (финансовой) отчетности).

Можем подвести итог, что результаты проведенного эмпирического исследования показывают, что выделенные нами в параграфе 3.2 теоретические факторы использования внутригрупповых займов во многом объясняют характер кредитного взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала российских бизнес-групп. Это подтверждает валидность предложенного в данной главе функционально-затратного подхода к принятию решения об использовании внутреннего рынка капитала бизнес-группы как механизма финансирования.

### **Основные выводы Главы 3**

Предложенный нами функционально-затратный подход к выбору механизма финансирования инвестиционного проекта компании-участника бизнес-группы базируется на сопоставлении финансовых затрат с позиции контролирующего лица по альтернативным механизмам финансирования. Применение данного подхода к проблеме выбора способа привлечения долгового финансирования позволило разработать систему показателей финансовых затрат, соответствующих каждому механизму финансирования. Данная система показателей позволяет контролирующему лицу выбирать наименее затратный из механизмов финансирования в соответствии с критерием, обоснованным ранее в Главе 1.

Анализ разработанной системы показателей финансовых затрат позволяет идентифицировать параметры компаний и инвестиционных проектов, обуславливающие целесообразность использования внутригрупповых займов для финансирования инвестиционных проектов компаний группы. Она повышается в

---

<sup>335</sup> Короткова Я.И. Эффективность внутреннего рынка капитала российских бизнес-групп // Проблемы теории и практики управления. 2019. № 7. С. 100–115

случаях, когда компания-заемщик является молодой или небольшой компанией, характеризуется высокой долговой нагрузкой и капиталоемкостью, волатильностью операционного денежного потока, финансирует проект технологического или инновационного характера, не имеет больших финансовых вложений. Против выбора внутреннего рынка капитала бизнес-группы как предпочтительного механизма финансирования работает риск финансирования неэффективного инвестиционного проекта. При прочих равных условиях, его повышает недостаточность экспертизы контролирующего лица в оценке проектов данного вида (негативное влияние потенциально оказывает отраслевая диверсификация компаний в группе), риска вывода активов (могут меняться в зависимости от экономической конъюнктуры), низкая эффективность мониторинга в отношении менеджеров и слабость внешних механизмов корпоративного управления в группе. Поэтому при планировании инвестиционного проекта, предполагающего привлечение внутригруппового финансирования, рекомендуется обращаться к услугам внешних консультантов, при его реализации – к услугам внешних аудиторов и аналитиков. Использование обозначенных механизмов внешнего корпоративного управления позволяет минимизировать риск разрушения акционерной стоимости внутренним рынком капитала бизнес-группы.

Результаты проведенного эмпирического исследования кредитного взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала российских бизнес-групп подтверждают значимость большинства идентифицированных факторов использования внутригрупповых займов. Это свидетельствует в пользу валидности предложенного функционально-затратного подхода к принятию решения об использовании внутреннего рынка капитала бизнес-группы как механизма финансирования.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Решение задачи по повышению финансовой обеспеченности бизнеса для расширения его инвестиционной деятельности требует комплексного понимания причин возникновения у компаний финансовых ограничений. Академические исследования связывают их с различными несовершенствами рынков капитала, акцентируя внимание на роли асимметрии информации, оппортунизма и агентских проблем, налогообложения, риска дефолта, сопутствующих им проблемах морального риска и неблагоприятного отбора. В диссертационном исследовании проведена систематизация взаимосвязей между отдельными несовершенствами финансовых рынков, их эффектами и адаптационными мерами экономических субъектов. Ее результаты показывают, что непосредственной причиной финансовых ограничений являются транзакционные издержки, сопряженные с привлечением дополнительного финансирования. Это позволяет нам определить целевую функцию контролирующего лица при смягчении финансовых ограничений компании как функцию минимизации транзакционных издержек используемого механизма финансирования.

Бизнес-группам, широко распространенным в России и многих странах мира, доступен особый инструмент смягчения финансовых ограничений – внутригрупповое перераспределение финансовых средств с помощью внутреннего рынка капитала группы. Его отличительные особенности обуславливаются, прежде всего, наличием у контролирующего группу компаний лица остаточных прав контроля над всеми компаниями-участниками. Это обеспечивает контролирующее группу лицо доступом к широкому кругу информационных потоков, обширными возможностями мониторинга и заинтересованностью в нем, а также значительными возможностями перераспределять капитал между компаниями группы. Как следствие, на внутреннем рынке капитала бизнес-группы снижается острота проблемы асимметрии информации между менеджерами и акционером, и ограничивается вероятность возникновения финансовых затруднений. Однако стоимостной результат от внутригруппового перераспределения средств может быть как положительным, так и отрицательным. Он определяется соотношением

выгод от отмеченных преимуществ и потерь из-за снижения стимулов менеджмента к эффективному управлению, а также потенциального оппортунизма инсайдеров.

Анализ обширного круга теоретических и эмпирических исследований по вопросам финансирования бизнес-групп позволяет заключить, что воздействие широких перераспределительных возможностей внутреннего рынка капитала бизнес-группы на финансовую обеспеченность компаний зависит: (1) от силы эффекта взаимного страхования обязательств компаний группы; (2) от характера перекрестного субсидирования; (3) от выбора степени централизации внешнего финансирования бизнес-группы.

Применительно к внутренним рынкам капитала российских бизнес-групп, их использование компаниями-участниками групп в последние годы актуализируется ограниченностью внешних финансовых ресурсов, доступных отечественному бизнесу. Во многом ее обуславливает беспрецедентное санкционное давление на российские компании со стороны недружественных стран, а также сохраняющиеся риски его дальнейшего нарастания. Предоставление капитала российскими инвесторами не компенсирует в достаточной мере сокращение объемов зарубежного финансирования. В 2014–2017 годах ведущие российские бизнес-группы еще активно взаимодействовали с зарубежными банками для привлечения кредитных средств, но уже с 2015 года в списках банков-кредиторов неуклонно возрастала доля отечественных кредитных организаций. Бизнес-группы установили обширные тесные связи с российскими банками, прежде всего системно значимыми. Еще одна особенность финансирования ведущих российских бизнес-групп в условиях санкций состоит в том, что наиболее часто функцию привлечения внешнего долгового финансирования выполняют материнские компании групп. Также большинство бизнес-групп, чьи компании-участники проводили публичные размещения акций или получали допуск к участию в торгах на бирже, следовали принципу концентрации внешнего акционерного финансирования – активность от бизнес-группы проявляла только одна компания-эмитент. Проведенное нами эмпирическое исследование чувствительности

инвестиций российских компаний к внутрифирменным показателям и характеристикам своих бизнес-групп подтвердило благоприятное воздействие активности внутренних рынков капитала бизнес-групп на капиталовложения компаний-участников.

Для смягчения финансовых ограничений компаний в бизнес-группе контролирующему группу лицу следует руководствоваться минимизацией трансакционных издержек в качестве критерия выбора механизма финансирования инвестиционных проектов. Это соображение легло в основу предложенного нами функционально-затратного подхода к сравнению фондового и кредитного рынков и внутреннего рынка капитала бизнес-группы как альтернативных механизмов финансирования, доступных компаниям-участникам группы. Применение данного подхода показывает, что целесообразность использования внутреннего рынка капитала бизнес-группы как инструмента смягчения финансовых ограничений определяется ожидаемым соотношением между величиной издержек измерения, контрактации, защиты прав собственности (в пользу внутреннего рынка капитала) и издержек мониторинга и принуждения к исполнению контракта (против внутреннего рынка капитала).

Привлекательность внутреннего рынка капитала бизнес-группы как механизма финансирования повышается в случаях, когда компания-заемщик является молодой или небольшой компанией, характеризуется высокой долговой нагрузкой и капиталоемкостью, волатильностью операционного денежного потока, финансирует проект технологического или инновационного характера, не имеет больших финансовых вложений. Против выбора внутреннего рынка капитала бизнес-группы как предпочтительного механизма финансирования работает риск финансирования неэффективного инвестиционного проекта. При прочих равных условиях, этот риск повышает недостаточность экспертизы контролирующего лица в оценке проектов данного вида (негативное влияние потенциально оказывает отраслевая диверсификация компаний в группе), стимулы к выводу активов (могут меняться в зависимости от экономической конъюнктуры), низкая эффективность мониторинга в отношении менеджеров и слабость внешних механизмов

корпоративного управления в группе. Поэтому при планировании инвестиционного проекта, финансируемого с помощью внутреннего рынка капитала бизнес-группы, рекомендуется привлечение внешних консультантов, при его реализации – обращение к услугам внешних аудиторов и аналитиков. Использование обозначенных механизмов внешнего корпоративного управления позволяет минимизировать риск разрушения акционерной стоимости внутренним рынком капитала бизнес-группы.

Результаты проведенного эмпирического исследования кредитного взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала российских бизнес-групп подтверждают справедливость предложенных нами факторов в пользу использования внутригрупповых займов. Это позволяет сделать вывод о валидности разработанного в диссертационном исследовании функционально-затратного подхода к принятию решения об использовании внутреннего рынка капитала бизнес-группы как механизма финансирования.

**СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ**

1. Абдикеев Н.М., Тютюкина Е.Б., Богачев Ю.С. Формирование цепочек воспроизводства добавленной стоимости в промышленности на основе бизнес-аудита // Экономика. Налоги. Право. – 2019. – Т. 12(3). – С. 68–76.
2. Авдашева С.Б. Бизнес-группы как форма реструктуризации предприятий: движение вперед или шаг назад? // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Том 3, №1. – С. 3–26.
3. Андрюшин С.А., Григорьев Р.А., Никитина С.А., Свиридов А.П. Денежно-кредитная политика Банка России в условиях экосистемной трансформации банковской деятельности и введения цифрового рубля // Вестник Института экономики Российской академии наук. – 2021. – №6. – С. 146–165.
4. Бодяко А.В. Информационные источники управления кругооборотом средств в холдингах : монография / А. В. Бодяко. – М.: Русайнс, 2018. – 190 с.
5. Бродский Д.А. Инвестиционная стратегия холдинговой организации: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.01/Бродский Дмитрий Александрович. – М., 2010. – 30 с.
6. Бутаков И.А. Методическое обеспечение аллокативной эффективности ресурсов группы промышленных предприятий : дис. ... канд. экон. наук: 5.2.3 / Бутаков Иван Александрович. – Екатеринбург, 2023. – 181 с.
7. Винслав Ю.Б. Корпоративные отношения в интегрированном бизнесе: ключевые задачи и направления совершенствования // Менеджмент и бизнес-администрирование. – 2020. – №1. – С. 46–62.
8. Воробьева З.А. Финансовый инжиниринг на рынке корпоративных облигаций: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 /Воробьева З.А. – М., 2004. – 305 с.
9. Вякина И.В. Бизнес-интеграция и квазиинтеграция в инвестиционном обеспечении экономической безопасности // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2017. – №13 (5). – С. 885–898
10. Грищенко В., Морозов А., Петренева Е., Синяков А. Что изменится для банков и их клиентов с введением цифрового рубля // Аналитическая записка. Банк России. – 2021. – 18 с.
11. Дементьев В.Е. Жизнеспособность иерархических организаций в условиях изменчивости экономической среды // Российский журнал менеджмента. – 2019. – №17 (3). – С. 367–386.
12. Дементьев В.Е., Евсюков С.Г., Устюжанина Е.В. Гибридные формы организации бизнеса: к вопросу об анализе межфирменных взаимодействий // Российский журнал менеджмента. – 2017. – Том 15, № 1. – С. 89–122
13. Долгопятова Т.Г. Концентрация собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2016. – №4 (66). – С. 30–39.
14. Долгопятова Т.Г., Либман А.М., Петров И.О., Яковлев А.А. Роль совета директоров в российских растущих компаниях: опыт АФК "Система", часть I // Российский журнал менеджмента. – 2015. – Т. 13, № 1. – С. 91–112

15. Дубинин С.К. Финансализация экономического роста и российская национальная финансовая система // *Финансы: теория и практика*. – 2017. – Т. 21. № 4. – С. 6–21.
16. Жиганов А.В., Юданов А.Ю. Быстрорастущие компании в России: влияние аффилированности на факторы роста // *Российский журнал менеджмента*. – 2019. – №17(3). – С. 287–308.
17. Жилина И.Ю. Доверие в экономике // *Экономические и социальные проблемы России*. – 2008. – №1. – С. 85–121.
18. «Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации» [Электронный ресурс] URL: <http://www.e-disclosure.ru/> (дата доступа: 31.05.2024)
19. Информация о выявлении фактов манипулирования рынками ряда финансовых инструментов // *Вестник Банка России*. – 2019. – №65. URL: <http://www.cbr.ru/queries/xsltblock/file/86301/-1/2019> (дата доступа: 31.05.2024)
20. Карелина М.Г. Методология статистического исследования интеграционной активности российских холдингов: дис. ... д-ра. экон. наук: 08.00.12/ Карелина Мария Геннадьевна. – М., 2015. – 402 с.
21. Карлова Н., Пузанова Е., Богачева И. Почему промышленные предприятия не инвестируют: результаты опроса. Аналитическая записка, январь 2020 // *Банк России*. – 2020. – С. 1–31.
22. Короткова Я.И. Аффилированность с бизнес-группой как фактор облигационного финансирования российских компаний // *Международная ежегодная научная конференция Ломоносовские чтения-2023. Секция экономических наук. «Новая экономическая реальность: структурные и региональные аспекты»: Сборник лучших докладов*. — М.: Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова, 2024. – С. 466–474.
23. Короткова Я.И. Бизнес-группы и их внутренние рынки капитала: зарубежный и российский опыт // *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*. – 2021. – №5. – С. 72–90.
24. Короткова Я.И. Облигационное финансирование российских бизнес-групп (на примере рынка облигаций Московской Биржи) // *V Российский экономический конгресс «РЭК-2023» (сборник тезисов докладов)*. – 2023. – Т. XIX. – С.301-304.
25. Короткова Я.И. Экономический анализ нормативного регулирования взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала бизнес-групп // *Проблемы теории и практики управления*. – 2021. – №9. – С. 218–235
26. Короткова Я.И. Эффективность внутреннего рынка капитала российских бизнес-групп // *Проблемы теории и практики управления*. – 2019. – №7. – С. 100–115
27. Красильникова Е.В. Подход к формированию структуры капитала российскими компаниями с учетом агентских особенностей // *Финансы и кредит*. – 2013. – №6(534). – С. 74–84
28. Крупные новые компании («бизнес-группы») в российской переходной экономике: состояние проблемы в экономической литературе: препринт WP1/2005/09 / С.Б. Авдашева, В.В. Голикова, Т.Г. Долгопятова, А.А. Яковлев. — М.: ГУ ВШЭ, 2005. — 52 с.

29. Кулемин А.Н. Финансовое управление внутренним рынком капитала в холдинговой компании: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10/Кулемин Александр Николаевич. – М., 2007. – 31 с.
30. Курбатова М.В., Кислицын Д.В. Интегрированная бизнес-группа как основная форма существования российского крупного бизнеса // Вестник Кемеровского государственного университета. – 2008. – №2(34). – С. 238–244.
31. Либман А.В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорациях // Вестник СПбГУ. Сер. 8. – 2005. – Т. 1(8). – С. 123–140.
32. Лопатенко В.В., Карминский А.М. Моделирование события банкротства компаний, связанных с бизнес-группой // Финансы: теория и практика. – 2023. – Т. 28(3). – С. 94–108.
33. Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б., Добашина И.В., Воробьев З.А. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций. М.: Альпина Паблишер, 2004. URL: [http://www.mirkin.ru/\\_docs/corp\\_bonds.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/corp_bonds.pdf) (дата доступа: 31.05.2024)
34. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики\ Пер. с англ. А.Н. Нестеренко; предисл. и науч. ред. Б.З. Мильнера. – М.: Фонд экономической книги “Начала”, 1997. – 180 с.
35. Об установлении фактов манипулирования рынком акций ОАО «Живой офис» [Электронный ресурс] // Банк России : официальный сайт. URL: [http://www.cbr.ru/press/pr/?file=20102016\\_154631sbrfr2016-10-20t15\\_45\\_40.htm](http://www.cbr.ru/press/pr/?file=20102016_154631sbrfr2016-10-20t15_45_40.htm) (дата доступа: 31.05.2024)
36. Обзор региональных кредитных рисков [Электронный ресурс] // Банк России : официальный сайт. – 2016. – №4. – URL: [https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/492/ORR\\_2016-04.pdf](https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/492/ORR_2016-04.pdf) (дата обращения: 31.05.2024)
37. Орехова С.В., Бутаков И.А. Аллокация ресурсного портфеля группы промышленных предприятий // Journal of New Economy. – 2022. – Т. 23, № 4. – С. 87–120.
38. Орехова С.В., Бутаков И.А. Специфические инвестиции в ресурсы: теоретические аксиомы vs кейс российского бизнеса // Управленец. – 2022. – Т. 13, № 6. – С. 30–43.
39. Орехова С.В., Заруцкая В.С. Интеграция бизнеса: эволюция подходов и новая методология // Журнал экономической теории. – 2019. – Т. 16. № 3. – С. 554–574.
40. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. – М., 2023.
41. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов // Центральный банк Российской Федерации. – 2021.
42. Паппэ Я.Ш. «Олигархи»: Экономическая хроника, 1992-2000. – М.: ГУ-ВШЭ, 2000.
43. Паппэ Я. Ш., Галухина Я. С. Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993–2008 гг. – М.: ГУ-ВШЭ, 2009

44. Перечень системно значимых кредитных организаций на 17.10.2023 [Электронный ресурс] // Банк России : официальный сайт. URL: [http://cbr.ru/banking\\_sector/credit/SystemBanks.html/](http://cbr.ru/banking_sector/credit/SystemBanks.html/) (дата обращения: 31.05.2024)
45. Пирогов Н.К., Бобрышев Н.А. Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на примере российских и восточноевропейских компаний // Корпоративные финансы. – 2009. – №2(10). – С. 40–56.
46. Подходы Банка России к развитию конкуренции на финансовом рынке. Доклад для общественных консультаций. 2019. – URL: [http://cbr.ru/Content/Document/File/90556/Consultation\\_Paper\\_191125.pdf](http://cbr.ru/Content/Document/File/90556/Consultation_Paper_191125.pdf)
47. Природа фирмы: К 50-летию выхода в свет работы Р. Коуза "Природа фирмы" / Под ред. О. И. Уильямсона и С. Дж. Уинтера ; Пер. с англ. М. Я. Каждана ; Науч. ред. пер. В. Г. Гребенников. – М.: Дело, 2001. – 360 с.
48. Рейтинг банков по объему капитала на 1 января 2024 года [Электронный ресурс] // РИА Рейтинг. URL: <https://riarating.ru/images/63025/76/630257624.pdf> (дата доступа: 31.05.2024)
49. Решение Совета директоров Банка России о требованиях к раскрытию кредитными организациями (головными кредитными организациями банковских групп) отчетности и информации в 2023 году [Электронный ресурс] // Банк России : официальный сайт. URL: [https://www.cbr.ru/about\\_br/dir/rsd\\_2022-12-29\\_23\\_02/](https://www.cbr.ru/about_br/dir/rsd_2022-12-29_23_02/) (дата обращения: 31.05.2024)
50. Рождение корпоративных экосистем / В.В. Сараев, Д.С. Медовников, С.Д. Розмирович [и др.]. – М.: «Иннопрактика», 2020. – 86 с.
51. Российская экономика в 2018 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 40) / [В. Мау и др.; под науч. ред. д-ра экон. наук Кудрина А.Л., д-ра экон. наук Синельникова-Мурылева С.Г.]; Ин-т экон. политики имени Е.Т. Гайдара. – Москва: Изд-во Ин-та Гайдара, 2019. – 656 с.
52. Российская экономика в 2019 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 41) / [В. Мау и др.; под науч. ред. д-ра экон. наук Кудрина А.Л., д-ра экон. наук Радыгина А.Д., д-ра экон. наук Синельникова-Мурылева С.Г.]; Ин-т Гайдара. – Москва: Изд-во Ин-та Гайдара, 2020. – 632 с.
53. Российская экономика в 2020 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 42). [Под науч. ред. д-ра экон. наук Кудрина А.Л., д-ра экон. наук Мау В.А., д-ра экон. наук Радыгина А.Д., д-ра экон. наук Синельникова-Мурылева С.Г.]; Ин-т Гайдара. – Москва: Изд-во Ин-та Гайдара, 2021. – 712 с.
54. Российская экономика в 2021 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 43) / [Под науч. ред. д-ра экон. наук Кудрина А.Л., д-ра экон. наук Мау В.А., д-ра экон. наук Радыгина А.Д., д-ра экон. наук Синельникова-Мурылева С.Г.]; Ин-т Гайдара. – Москва: Изд-во Ин-та Гайдара, 2022. – 604 с.
55. Российская экономика в 2022 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 44) / [Под науч. ред. д-ра экон. наук Кудрина А.Л., д-ра экон. наук Мау В.А., д-ра экон. наук Радыгина А.Д., д-ра экон. наук Синельникова-Мурылева С.Г.]; Ин-т Гайдара. – Москва: Изд-во Ин-та Гайдара, 2023. – 556 с.
56. Российская экономика в 2023 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 45) / [Под науч. ред. д-ра экон. наук Кудрина А.Л., д-ра экон. наук Мау В.А., д-ра

экон. наук Радыгина А.Д., д-ра экон. наук Синельникова-Мурылева С.Г.]; Ин-т Гайдара. – Москва: Изд-во Ин-та Гайдара, 2024. – 456 с.

57. Сонин К.И. Экономика банков и финансовых кризисов (Нобелевская премия по экономике 2022 года) // Вопросы экономики. – 2023. – № 2. – С. 5–17.

58. «СПАРК» Система профессионального анализа рынков и компаний [Электронный ресурс] URL: <http://www.spark-interfax.ru/> (дата доступа: 31.05.2024).

59. Список ценных бумаг, допущенных к торгам [Электронный ресурс] URL: <https://www.moex.com/ru/listing/securities-list.aspx> (дата доступа: 31.05.2024).

60. Справочник кредитных организаций [Электронный ресурс] // Официальный сайт Банка России. URL: [https://www.cbr.ru/banking\\_sector/credit/](https://www.cbr.ru/banking_sector/credit/) (дата доступа: 31.05.2024)

61. Сторчевой М.А. Экономическая теория фирмы: Систематизация // Вопросы экономики. – 2012. – №9. – С.41–66.

62. Тамбовцев В.Л. Трансакционные издержки: Трактовки и следствия // Экономическая наука современной России. – 2023. – №1(100). – С. 18–32.

63. Теплова Т.В., Крылова М.С. Эмпирическое исследование факторов, определяющих инвестиционную активность российских компаний // Корпоративные финансы. – 2007. – №1. – С. 22–48.

64. Указ Президента РФ от 07.05.2024 №309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года»

65. Черкасова В.А. Влияние факторов финансовых ограничений на инвестиционную активность компаний на развитых и развивающихся рынках капитала // Экономический анализ: теория и практика. – 2014. – №34 (385). – С. 17–27.

66. Черкасова В.А., Теплова О.Ю. Исследование влияния факторов финансовых ограничений на инвестиционные решения компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. – 2013. – №2(26). – С. 4–19.

67. Черкасова В.А., Тимербулатов Б.С. Инновационный подход к снижению систематического риска компаний через отраслевую диверсификацию // Инновации. – 2017. – № 2(220). – С. 93–104.

68. Черкашин И.В. Характер бюджетных ограничений участников финансово-промышленных групп и инвестиционный процесс: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05/Черкашин Иван Владимирович. – М., 2004. – 20 с.

69. Черкашин И.В. Характер бюджетных ограничений участников финансово-промышленных групп и инвестиционный процесс: дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05/Черкашин Иван Владимирович. – М., 2004. – 125 с.

70. Уильямсон О.И. Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация / Научное редактирование и вступительная статья В. С. Катъкало; пер. с англ. Ю. Е. Благова, В. С. Катъкало, Д. С. Славнова, Ю. В. Федотова, Н. Н. Цытович.— СПб.: Лениздат; CEV Press, 1996.— 702 с.

71. Устюжанина Е.В. Формы интеграции бизнеса: взгляд с позиции институциональной теории // Вестник РЭУ им. Г.В. Плеханова. – 2015. – №2 (80). – С. 34–45.

72. Федеральный закон "О признании утратившим силу Федерального закона "О финансово-промышленных группах" от 22.06.2007 №115-ФЗ
73. Федеральный закон от 02.12.1990 №395-1 (ред. от 19.12.2023) «О банках и банковской деятельности»
74. Цителадзе Д.Д. Классификация и оценка транзакционных издержек для технологического бизнеса // *Инновации*. – 2014. – № 12(194). – С. 93–98.
75. Эггертссон Т. Экономическое поведение и институты / Трауинн Эггертссон ; Пер. с англ. М. Я. Каждана ; Науч. ред. пер. А. Н. Нестеренко. - Москва : Акад. нар. х-ва при правительстве Рос. Федерации : Дело, 2001. – 408 с.
76. Юданов А.Ю., Яковлев А.А. «Неортодоксальные» быстрорастущие фирмы-«газели» и порядок ограниченного доступа // *Вопросы экономики*. – 2018. – № 3. – С. 80–101.
77. Юдкевич М.М. Издержки измерения и эффективность института посредников на рынке доверительных товаров // *Экономический журнал ВШЭ*. – 1998. – Т. 2. № 3. – С. 358–378.
78. Abel A.B. Empirical Investment Equations: An Integrative Framework // *Carnegie-Rochester Conferences on Economic Policy*. – 1980. – Vol. 12. – P. 29–91
79. Aguilera R., Federo R., Justo R., Merida A., Pascual-Fuster B. The Corporate Governance of Business Groups Around the World: A Review and Agenda for Future Research // *Corporate Governance: An International Review*. – 2024. – P. 1-28.
80. Aguilera R.V., Federo R., Pascual-Fuster B., Crespi-Cladera R. The Corporate Governance of Business Groups: What We Know and What Lies Ahead // *Annals of Corporate Governance*. – 2023. – Vol. 7(3). – P. 152–251.
81. Akbel B., Schnitzer M. Creditor rights and debt allocation within multinationals // *Journal of Banking & Finance*. – 2011. – Vol. 35. – P. 1367–1379
82. Alchian A., Demsetz H. Production, information costs, and economic organization // *American Economic Review*. – 1972. – Vol. 62(5). – P. 777–795.
83. Allen D.W. What Are Transaction Costs? // *Research in Law and Economics*. – 1991. – Vol. 14. – P. 1–18.
84. Almeida H. Park S.Y., Subrahmanyam M.G., Wolfenzon D. The structure and formation of business groups: Evidence from Korean chaebols // *Journal of Financial Economics*. – 2011. – Vol. 99. – P. 447–475
85. Almeida H., Kim C.-S., Kim H.B. Internal Capital Markets in Business Groups: Evidence from the Asian Financial Crisis // *The Journal of Finance*. – 2015. – Vol. 70(6). – P. 2539–2586
86. Anderson R.W., Nyborg K.G. Financing and corporate growth under repeated moral hazard // *Journal of Financial Intermediation*. – 2011. – Vol. 20(1). – P. 1-24.
87. Ang A., Masulis R., Pham P.K., Zein J. Internal Capital Markets in Family Business Groups During the Global Financial Crisis // *UNSW Business School Research Paper Forthcoming*. – 2018. – 55 p.
88. Antipina Z.P., Gordeeva E.S. Business groups, innovation and structural transformations in developing economies // *The European Proceedings of Social & Behavioural Sciences EpSBS*. Vol. 57. – Samara: Future Academy, 2019. – P. 102-112.

89. Avramidis P., Asimakopoulos I., Malliaropoulos D., Travlos N.G. Do banks appraise internal capital markets during credit shocks? Evidence from the Greek crisis // *The Journal of Financial Intermediation*. – 2021. – Vol. 45. – 13 p.
90. Banerjee A.V., Duflo E. Do Firms Want to Borrow More? Testing Credit Constraints Using a Directed Lending Program // *The Review of Economic Studies*. – 2014. – Vol. 81. – P. 572–607.
91. Beck T.H.L. Financing constraints of SMEs in developing countries : Evidence, determinants and solutions // *Other publications TiSEM 85aac075-08b5-44ceb1a-9*. – Tilburg University, School of Economics and Management. – 2007.
92. Beyer B., Downes J., Rapley E.T. Internal capital market inefficiencies, shareholder payout, and abnormal leverage // *Journal of Corporate Finance*. – 2017. – Vol. 43. – P. 39–57
93. Bhattacharya S., Ritter J.R. Innovation and communication: Signalling with partial disclosure // *Review of Economic Studies*. – 1983. – Vol. 50. – P. 331-346
94. Bianco M., Nicodano G. Pyramidal groups and debt // *European Economic Review*. – 2006. – Vol. 50. – P. 937–961
95. Buchuk D., Larrain B., Muñoz F., Urzúa F.I. The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans // *Journal of Financial Economics*. – 2014. – Vol. 112. – P. 190–212.
96. Byun H., Choi S., Hwang L., Kim R.G. Business group affiliation, ownership structure, and the cost of debt // *Journal of Corporate Finance*. – 2013. – Vol. 23. – P. 311–331
97. Campbell T. Optimal Investment Financing Decisions and the Value of Confidentiality // *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 1979. – Vol. 14(5). – P. 913–924
98. Cao Y., Li C., Liu X., Lu M., Shan Y. Economic policy uncertainty and debt allocation within business groups // *Economic Modelling*. – 2022. – Vol. 116. – 9 p.
99. Cavalcanti R.O. Inside-Money Theory after Diamond and Dybvig // *Economic Quarterly*. – 2010. – Vol. 96(1). – P.59–82.
100. Cestone G., Fumagalli C. The Strategic Impact of Resource Flexibility in Business Groups // *The RAND Journal of Economics*. – 2005. – Vol. 36 (1). – P. 193–214
101. Chandra Y., Utama C.A., Husodo Z.A., Setia-Atmaja L. The co-insurance effect hypothesis and the cost of bank loans: Evidence from Indonesian pyramidal business groups // *Global Finance Journal*. – 2018. – № 37. – P. 100–122.
102. Chang S.J., Hong J. Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions // *The Academy of Management Journal*. – 2000. – Vol. 43 (3). – P. 429-448
103. Chemmanur T., Kose J. Optimal incorporation, structure of debt contracts, and limited-recourse project financing // *Journal of Financial Intermediation*. – 1996. – Vol. 5. – P. 372-40
104. Choi Y.K., Han S.H., Lee S. Investment and Cash Flows in Internal Capital Markets: Evidence from Korean Business Groups // *Multinational Finance Journal*. – 2017. – Vol. 21(4). – P. 211–245.

105. Colli A., Colpan A.M. Business Groups and Corporate Governance: Review, Synthesis, and Extension // *Corporate Governance: An International Review*. – 2016. – Vol. 24(3). – P. 274–302
106. Correa-Garcia J.A., Garcia-Benau M.A., Garcia-Meca E. Corporate governance and its implications for sustainability reporting quality in Latin American business groups // *Journal of Cleaner Production*. – 2020. – Vol. 260. – 12 p.
107. Dangl T., Zechner J. Debt Maturity and the Dynamics of Leverage // *The Review of Financial Studies*. – 2021. – Vol. 34(12). – P. 5796–5840.
108. Davis L., North D. Institutional Change and American Economic Growth: A First Step Towards a Theory of Institutional Innovation // *The Journal of Economic History*. – 1970. – Vol. 30, No. 1. – P. 131–149.
109. De Jong A., DeJong D.V., Hege U., Mertens G. Debt and Dividends in Pyramidal Structures: Evidence from France // University of Iowa. Working paper. – 2009. – 44 p.
110. DeGennaro P.R., Robotti C. Financial Market Frictions // *Economic Review*. Federal Reserve Bank of Atlanta. – 2007. – Vol. 92(Q3). – P. 1–16.
111. Deloof M. Internal capital markets, bank borrowing, and financing constraints: evidence from Belgian firms // *Journal of Business Finance & Accounting*. – 1998. – Vol. 25 (7&8). – P. 945-968
112. Dewaelheyns N., Van Hulle C. Internal Capital Markets and Capital Structure: Bank Versus Internal Debt // *European Financial Management*. – 2010. – Vol. 16(3). – P. 345-373
113. Dewatripont M., Tirole J. A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder congruence // *The Quarterly Journal of Economics*. – 1994. – Vol. 109 (4). – P. 1027-1054.
114. Dhaliwal D., Hogan C., Trezevant R., Wilkins M. Internal control disclosures, monitoring, and the cost of debt // *Accounting Review*. – 2011. – Vol. 86. – P. 1131–1156
115. Diamond D.W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring // *The Review of Economic Studies*. – 1984. – Vol. 51(3). – P. 393-414
116. Diamond D.W. Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt // *Journal of Political Economy*. – 1991. – Vol. 99(4). – P. 689-721
117. Diamond D.W., Dybvig P.H. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity // *Journal of Political Economy*. – 1983. – Vol. 91(3). – P.401-419.
118. Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A.. The law and economics of self-dealing // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – Vol. 88. – P. 430-465.
119. Duchin R., Sosyura D. Divisional Managers and Internal Capital Markets // *The Journal of Finance*. – 2013. – Vol. 68 (2). – P. 387-429.
120. Fairchild R. Conflicts between Managers and Investors over the Optimal Financial Contract // *International Journal of Business and Economics*. – 2003. – Vol. 3(2). – P. 197-212
121. Fama E.F. What is Different About Banks? // *Journal of Monetary Economics*. – 1985. – Vol.15(1). – P. 29–39.

122. Fazzari S.M., Athey M.J. Asymmetric Information, Financing Constraints, and Investment // *The Review of Economics and Statistics*. – 1987. – Vol. 69, No. 3. – P. 481-487
123. Fazzari S.M., Hubbard R.G., Petersen B.C., Blinder A.S., Poterba J.M. Financing Constraints and Corporate Investment // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1988. – Vol. 19. – P. 141-206
124. Ferrando A., Marchica M.-T., Mura R. Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK // *European Financial Management*. – 2017. – Vol. 23(1). – P. 87–126
125. Ferreira M.A., Matos P. Universal Banks and Corporate Control: Evidence from the Global Syndicated Loan Market // *European Central Bank. Working Paper Series*. – 2009. – No. 1066. – 65 p.
126. Ferris, S.P., Kim, K.A., Kitsabunnarat, P. The costs (and benefits?) of diversified business groups, the case of Korean chaebols // *Journal of Banking & Finance*. – 2003. – Vol. 27. – P. 251–273.
127. Fier S.G., McCullough K.A., Carson J.M. Internal capital markets and the partial adjustment of leverage // *Journal of Banking & Finance*. – 2013. – Vol. 37. – P. 1029–1039
128. Flannery M.J., Houston J.F., Venkataraman S. Financing Multiple Investment Projects // *Financial Management*. – 1993. – Vol. 22. – P.161-172.
129. Gale D., Hellwig M. Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem // *The Review of Economic Studies*. – 1985. – Vol. 52(4). – P. 647–663
130. Gautier A., Hamadi M. Internal Capital Market Efficiency of Belgian Holding Companies // *Presses universitaires de Grenoble*. – 2005. – Vol. 26(2). – P.11-34.
131. Gertner R.H., Scharfstein D.S., Stein J.C. Internal versus external capital markets // *Quarterly Journal of Economics*. – 1994. – Vol. 109(4). – P. 1211-1230
132. George R., Kabir R. Business groups and profit redistribution: A boon or bane for firms? // *Journal of Business Research*. – 2008. – Vol. 61. – P. 1004–1014
133. George R., Kabir R., Qian J. Investment–cash flow sensitivity and financing constraints: New evidence from Indian business group firms // *Journal of Multinational Financial Management*. – 2011. – Vol. 21. – P. 69-88
134. Ghosh D., Dutta M. Investment behaviour under financial constraints: a study of Indian firms // *SN Business & Economics*. – 2021. – Vol. 1(108). – 15 p.
135. Giannini V., Iacobucci D. The Role of Internal Capital Market in Business Groups // *The Palgrave Handbook of Managing Family Business Groups*. – 2023. – 640 p.
136. Glaser M., Lopez-de-Silanes F., Sautner Z. Opening the Black Box: Internal Capital Markets and Managerial Power // *The Journal of Finance*. – 2012. – Vol. 68 (4). – P. 1577–1631
137. Gopalan R., Nanda V., Seru A. Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups // *Journal of Financial Economics*. – 2007. – Vol. 86. – P. 759–795
138. Gopalan R., Nanda V., Seru A. Internal Capital Market and Dividend Policies: Evidence From Business Groups // *The Review of Financial Studies*. – 2014. – Vol. 27(4). – P.1102–1142.

139. Greenwald B., Stiglitz J.E., Weiss A. Informational imperfections on the capital market and macro-economic fluctuations // *American Economic Review*. – 1984. – Vol. 74(2). – P. 194-199.
140. Greenwood J., Sanchez J., Wang C. Financing Development: The Role of Information Costs // *The American Economic Review*. – 2010. – Vol. 100(4). – P. 1875-1891
141. Grossman S., Hart O. Corporate Financial Structure and Managerial Incentives / Lippman E., McCall J. [eds.] // *The Economics of Uncertainty*. Chicago, University of Chicago Press. 1982. – P. 107–140.
142. Gugler K., Peev E., Segalla E. The internal workings of internal capital markets: Cross-country evidence // *Journal of Corporate Finance*. – 2013. – Vol. 20. – P. 59–73
143. Gupta G. CEO's age and investment-cash flow sensitivity // *Managerial and Decision Economics*. – 2022. – Vol. 43. – P. 212–2224.
144. Gurunlu M. Propping in the Pyramidal Business Groups in Turkey // *Corporate Accounting & Finance*. – 2018. – Vol. 29(2). – P. 114-126
145. Hayashi F. Tobin's Marginal q and Average q: A Neoclassical Interpretation // *Econometrica*. – 1982. – Vol. 50(1). – P. 213-224.
146. He J., Mao X., Rui O.M., Zha X. Business groups in China // *Journal of Corporate Finance*. – 2013. – Vol. 22. – P. 166-192
147. He J., Zhang H., Lu Z. Research on Monetary Policy and Group Corporate Debt Patterns // *Management World*. – 2017. – Vol. 5. – P. 158-169. URL: <https://fem.pku.edu.cn/docs/20190604104949151251.pdf>.
148. Hill C.W.L. Oliver Williamson and the M-Form Firm: A Critical Review // *Journal of Economic Issues*. – 1985. – Vol. 19(3). – P. 731-751.
149. Hoang D., Gatzer S., Ruckes M. The Economics of Capital Allocation in Firms: Evidence from Internal Capital Markets // *Management Science* (Accepted for Publication). – 2024. – URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3059620>. – 63p.
150. Hoshi T., Kashyap A., Scharfstein D. Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups // *The Quarterly Journal of Economics*. – 1991. – Vol. 106, No. 1. – P. 33-60
151. Hoshi T., Kashyap A., Scharfstein, D. The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan // *Journal of Financial Economics*. – 1990. – Vol. 27. – P. 67–88.
152. Houston J.F., Ryngaert M.D. Equity Issuance and Adverse Selection: A Direct Test Using Conditional Stock Offers // *The Journal of Finance*. – 1997. – Vol. 52(1). – P. 197-219.
153. Hsiao C.-Y., Shiu Y.-M. Risk-sharing function in internal capital markets: Evidence from intragroup reinsurance activities // *International Review of Financial Analysis*. – 2023. – Vol. 87. – 18 p.
154. Hyytinen A., Väänänen L. Where Do Financial Constraints Originate from? An Empirical Analysis of Adverse Selection and Moral Hazard in Capital Markets // *Small Business Economics*. – 2006. – Vol. 27. – P. 323–348.
155. Jaffee D.M., Russell T. Imperfect Information and Credit Rationing // *The Quarterly Journal of Economics*. – 1976. – Vol. 90(4). – P. 651-666.

156. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // *American Economic Review*. – 1986. – Vol. 76. – P. 323-329.
157. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure // *Journal of Financial Economics*. – 1976. – Vol. 3(4). – P. 305-360
158. John T.A. Optimality of Spin-Offs and Allocation of Debt // *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 1993. – Vol. 28(1). – P. 139-160
159. Johnson, S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Tunneling // *American Economic Review Papers and Proceedings*. – 2000. – Vol. 90. – P. 22-27
160. Jones G.R., Hill C.W.L. Transaction Cost Analysis of Strategy-Structure Choice // *Strategic Management Journal*. – 1988. – Vol. 9(2). – P. 159-172
161. Kahn C., Winton A. Moral hazard and optimal subsidiary structure for financial institutions // *Journal of Finance*. – 2004. – Vol. 59(6). – P. 2537–2575
162. Kaplan S.N., Zingales L. Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? // *The Quarterly Journal of Economics*. – 1997. – Vol. 112, No. 1. – P. 169-215
163. Khanna T., Palepu K. The Future of Business Groups in Emerging Markets: Long-Run Evidence from Chile // *The Academy of Management Journal*. – 2000. – Vol. 43(3). – P. 268-285
164. Khanna T., Palepu K. Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets [Электронный ресурс] // *Harvard Business Review*. – 1997. – Vol. 75. URL: <https://hbr.org/1997/07/why-focused-strategies-may-be-wrong-for-emerging-markets> (дата обращения: 31.05.2024)
165. Khanna T., Yafeh Y. Business Groups and Risk Sharing around the World // *The Journal of Business*. – 2005. – Vol. 78(1). – P. 301-340
166. Kilenthong W.T. Collateral premia and risk sharing under limited commitment // *Economic Theory*. – 2011. – Vol. 46. – P. 475–501.
167. Klova V., Odegaard B.A. Equity trading costs have fallen less than commonly thought. Evidence using alternative trading cost estimators // *UiS Working Papers in Economics and Finance*. University of Stavanger. – 2019. – 41 p.
168. Kolasinski A.C. Subsidiary debt, capital structure and internal capital markets // *Journal of Financial Economics*. – 2009. – Vol. 94. – P. 327–343
169. Kumar S., Ranjani K.S. Financial constraints and investment decisions of listed Indian manufacturing firms // *Financial Innovation*. – 2018. – Vol. 4(6). – 17 p.
170. Laeven L. Does Financial Liberalization Reduce Financing Constraints? // *Financial Management*. – 2003. – Vol. 32, No. 1. – P. 5-34
171. Lee J.Y., Colpan A.M., Ryu YS., Sekiguchi T. What do we know about the internationalization of Asian business groups? A systematic review and future research agenda // *Asian Business and Management*. – 2022. – Vol. 21. – P. 802–830.
172. Lefebvre V. A bird in the hand is better than two in the bush: Investigating the relationship between financial slack and profitability in business groups // *Business Research Quarterly*. – 2021. – Vol. 27(3). – P. 1–21.
173. Lensink R., van der Molen R., Gangopadhyay S. Business groups, financing constraints and investment: the case of India // *The Journal of Development Studies*. – 2003. – Vol. 40(2). – P. 93-119

174. Levine R. Finance, Growth, and Inequality // IMF Working Paper. – 2021. – WP/21/164. – 80 p.
175. Levine R. Financial development and economic growth: Views and agenda. // *Journal of Economic Literature*. – 1997. – Vol. 35, No. 2, – P. 688-726
176. Lewellen W.G. A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger // *The Journal of Finance*. – 1971. – Vol. 26, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Ninth Annual Meeting of the American Finance Association Detroit, Michigan December 28-30, 1970. – P. 521-537
177. Liu X., Liu X., Chen J., Gao J. Where there is policy, there is strategy: The impact of a green credit policy on the debt allocation strategy of business groups // *Pacific-Basin Finance Journal*. – 2024. – Vol. 83. – 19 p.
178. Locorotondo R., Dewaelheyns N., Van Hulle C. The Consequences of Business Group Affiliation: A Review of the Literature // *Review of Business and Economic Literature*. – 2012. – Vol. 57(1). – P. 77-97
179. Luciano E., Nicodano G. Guarantees, Leverage, and Taxes // *The Review of Financial Studies*. – 2014. – Vol. 27(9). – P. 2736-2772
180. Manikandan S., Ramachandran J. Beyond institutional voids: Business groups, incomplete markets, and organizational form // *Strategic Management Journal*. – 2015. – Vol. 36. – P. 598–617.
181. Masulis, R.W., Pham, P.K., Zein, J. Family business groups around the world: financing advantages, control motivations, and organizational choices // *Review of Financial Studies*. – 2011. – Vol. 24. – P. 3556–3600.
182. Matsusaka J.G., Nanda V. Internal Capital Markets and Corporate Refocusing // *Journal of Financial Intermediation*. – 2002. – Vol. 11. – P. 176–211
183. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // *The American Economic Review*. – 1958. – Vol. 48, No. 3. – P. 261-297
184. Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? // *The Journal of Finance*. – 1990. – Vol. 45(1). – P. 31-48
185. Morck R., Shleifer A., Vishny R.W. Management ownership and market valuation // *Journal of Financial Economics*. – 1988. – Vol. 20. – P. 293-315.
186. Morck R., Wolfenzon D., Yeung B. Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth // *Journal of Economic Literature*. – 2005. – Vol. 43(3). – P. 655-720.
187. Mota J.H., dos Santos M.C. Does Internal Capital Market Membership Matter for Capital Allocation? Theory and Evidence from the Euro Area // CICEE Working Paper No.003/2019. – 2019. – 53 p.
188. Myers S. Determinants of Corporate Borrowing // *Journal of Financial Economics*. – 1977. – Vol. 5. – P. 147-175
189. Myers S.C., Majluf N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // *Journal of Financial Economics*. – 1984. – Vol. 13(2). – P. 187-221.
190. Niehaus G. Managing capital via internal capital market transactions: The case of life insurers // *The Journal of Risk and Insurance*. – 2018. – Vol. 85(1). – P. 69–106.

191. Nikolov B., Schmid L., Steri R. The Sources of Financing Constraints // ECGI Working Paper Series in Finance. – 2018. – No. 641. – 75 p.
192. Paligorova T., Xu Z. Complex ownership and capital structure // Journal of Corporate Finance. – 2012. – Vol. 18. – P. 701–716
193. Perotti E.C., Gelfer S. Red barons or robber barons? Governance and Investment in Russian Financial-Industrial Groups // European Economic Review. – 2001. – Vol. 45. – P. 1601-1617
194. Petersen M.A., Rajan R.G. The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data // The Journal of Finance. – 1994. – Vol. 49(1). – P. 3-37
195. Qian X., Kong D., Du L. Proximity, information, and loan pricing in internal capital markets: Evidence from China // China Economic Review. – 2019. – Vol. 54. – P. 434–456
196. Rajan R., Servaes H., Zingales L. The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment // The Journal of Finance. – 2000. – Vol. 40(1). – P. 35-80
197. Santioni R., Schiantarelli F., Strahan P.E. Internal Capital Markets in Times of Crisis: The Benefit of Group Affiliation // Review of Finance. – 2020. – Vol. 24(4). – P. 773-811.
198. Saona P., San Martín P., Jara M. Group Affiliation and Ownership Concentration as Determinants of Capital Structure Decisions: Contextualizing the Facts for an Emerging Economy // Emerging Markets Finance and Trade. – 2018. – Vol. 54(14). – P. 3312-3329
199. Scharfstein D. The disciplinary role of takeovers // Review of Economic Studies. – 1988. – Vol. 55. – P. 185-199
200. Scharfstein D.S., Stein J.C. The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment // The Journal of Finance. – 2000. – Vol. 60 (6). – P. 2537-2564.
201. Sharpe S.A. Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships // The Journal of Finance. – 1990. – Vol. 45(4). – P. 1069-87.
202. Shleifer, A., Vishny, R. A survey of corporate governance // Journal of Finance. – 1997. – Vol. 52. – P. 737–783
203. Sikochi A. Corporate legal structure and bank loan spread // Journal of Corporate Finance. – 2020. – Vol. 64 (101656). – 30 p.
204. Sirri E.R., Tufano P. The Economics of Pooling / The global financial system: A functional perspective. Eds.: Crane D.B. – Boston, MA: Harvard Business School Press, 1995. – P. 81-128.
205. Squire R. Strategic Liability in the Corporate Group // The University of Chicago Law Review. – 2011. – Vol. 78 (2). – P. 605-669
206. Stein J.C. Agency, Information and Corporate Investment / Handbook of the Economics of Finance, Edited by G.M. Constantinides, M. Harris and R. Stulz // Elsevier Science B.V. – 2003. – P. 109-163
207. Stein, J.C. Information production and capital allocation: decentralized vs. hierarchical firms // Journal of Finance. – 2002. – Vol. 57. – P. 1891–1921.

208. Stein J.C. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources // *The Journal of Finance*. – 1997. – №52 (1). – P. 111-133.
209. Stiebale J., Wößner N. M&As, Investment and Financing Constraints // *International Journal of the Economics of Business*. – 2020. – Vol. 27(1). – P. 49-92
210. Stiglitz J.E. Credit Markets and the Control of Capital // *Journal of Money, Credit, Banking*. – 1985. – Vol.17(2). – P. 133–152.
211. Stiglitz J.E. Markets, Market Failures, and Development // *The American Economic Review*. – 1989. – Vol. 79(2). Papers and Proceedings of the Hundred and First Annual Meeting of the American Economic Association. – P. 197-203
212. Stiglitz J.E., Weiss A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information // *The American Economic Review*. – 1981. – Vol. 71(3). – P. 393- 410.
213. Thakor A.V. Corporate Investments and Finance // *Financial Management*. – 1993. – Vol. 22(2). – P. 135-144.
214. Thakor A.V. Investment "Myopia" and the Internal Organization of Capital Allocation Decisions // *Journal of Law, Economics, & Organization*. – 1990. – Vol. 6(1). – P. 129-154
215. Verschueren I., Deloof, M. How does intragroup financing affect leverage? Belgian evidence // *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. – 2006. – Vol. 21. – P. 83–108.
216. Volchkova N. Does Financial-Industrial Group Membership Affect Fixed Investment? Evidence from Russia // *EERC Working Paper Series 01-03e*, EERC Research Network, Russia and CIS. – 2001. – 19 p.
217. Walker M.D. Industrial Groups and Investment Efficiency // *The Journal of Business*. – 2005. – Vol. 78 (5). – P. 1973-2002.
218. Wang J., Ye K. Managerial Agency Costs of Socialistic Internal Capital Markets: Empirical Evidence from China // *Journal of International Financial Management & Accounting*. – 2014. – Vol. 25(1). – 37 p.
219. Wang Z., Wang Y. Ownership, Internal Capital Markets, and Cash Holdings, Emerging Markets // *Finance and Trade*. 2019. Vol. 55(7). pp. 1656-1668
220. Westbrook J.L. Transparency in Corporate Groups // *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*. – 2018. – Vol. 13(1). – P.33-52.
221. Wu J., Zou Z., Wang H. Industrial Policies and Group Company Debt Distribution // *Journal of Finance and Economics*. – 2019. – Vol. 4. – P. 17–29.
222. Wulf J. Influence and inefficiency in the internal capital market // *Journal of Economic Behavior & Organization*. – 2009. – Vol. 72. – P. 305–321
223. Yeh Y.-H., Lin J.J. Investment-cash flow sensitivity to internal capital markets and shareholding structure: evidence from Taiwanese business groups // *Eurasian Business Review*. – 2020. – 21 p.

## ПРИЛОЖЕНИЕ А

### Результаты эмпирических исследований в области эффекта взаимного страхования

Таблица 1

Работа	Исследованные данные	Выводы
Ferris, Kim, Kitsabunnarat, 2003 <sup>336</sup>	Южная Корея, компании из 30 крупнейших чеболей, 1990–1995 годы	Долговая нагрузка, измеряемая как отношение долга к активам, у аффилированных с бизнес-группой компаний значимо выше, чем у одиночных компаний. Как следствие, у компаний – участников бизнес-групп значимо ниже налоговая нагрузка.
Gopalan, Nanda, Seru, 2007 <sup>337</sup>	Индия, 1989–2001 годы	Вероятность обанкротиться на горизонте в один год для аффилированной с бизнес-группой платежеспособной компании с медианными характеристиками на 34,5% меньше, чем для одиночной компании.
Masulis, Pham, Zein, 2011 <sup>338</sup>	45 стран, публичные компании, 2003–2006 годы	Аффилированные с бизнес-группой компании имеют большую долговую нагрузку (отношение платных долговых обязательств к активам), чем сопоставимые одиночные компании.
Byun, Choi, Hwang, Kim, 2013 <sup>339</sup>	Южная Корея, публичные компании, 2001–2007 годы	Стоимость затрат на облигации у компаний, аффилированных с бизнес-группами, на 48–62 б.п. ниже, чем у независимых одиночных компаний. Преимущество в величине затрат на облигации, обеспечиваемое участием в бизнес-группе, больше у компаний: <ul style="list-style-type: none"> <li>• с кредитным рейтингом ВВВ+ и ниже,</li> <li>• с высокой долговой нагрузкой,</li> <li>• с непрозрачной финансовой отчетностью,</li> <li>• с меньшими залоговыми возможностями;</li> </ul>

<sup>336</sup> Ferris, S.P., Kim, K.A., Kitsabunnarat, P. Op. cit. P. 251–273

<sup>337</sup> Gopalan R., Nanda V., Seru A. 2007. Op. cit. P. 759–795

<sup>338</sup> Masulis, R.W., Pham, P.K., Zein, J. Family business groups around the world: financing advantages, control motivations, and organizational choices // Review of Financial Studies. 2011. Vol. 24. P. 3556–3600.

<sup>339</sup> Byun H., Choi S., Hwang L., Kim R.G. Business group affiliation, ownership structure, and the cost of debt // Journal of Corporate Finance. 2013. Vol. 23. P. 311–331

		<ul style="list-style-type: none"> <li>• расположенных (с точки зрения структуры группы) на большем удалении от контролирующего собственника;</li> <li>• а также в периоды экономического спада.</li> </ul> <p>На эффект взаимного страхования положительно влияет также размер бизнес-группы (совокупные активы группы, количество фирм и отраслей функционирования).</p>
Chandera, Utama, Husodo, Setia-Atmaja, 2018 <sup>340</sup>	Индонезия, компании в составе вертикальных бизнес-групп, 2006–2016 г.	В бизнес-группах с пирамидальной структурой собственности, компании, расположенные на большем удалении от контролирующего собственника, характеризуются меньшей величиной кредитного спреда по привлекаемым банковским кредитам.

*Источник:* составлено автором по итогам анализа эмпирических исследований.

<sup>340</sup> Chandera Y., Utama C.A., Husodo Z.A., Setia-Atmaja L. The co-insurance effect hypothesis and the cost of bank loans: Evidence from Indonesian pyramidal business groups // Global Finance Journal, 2018. № 37. P. 100–122.

## ПРИЛОЖЕНИЕ Б

### Систематизация факторов инвестиционной активности компаний по итогам анализа инвестиционных исследований

Таблица 1

Фактор	Расчет переменной	Выводы о характере влияния
Денежный поток компании	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Чистая прибыль + амортизация [Lensink et al., 2003; Gugler et al., 2013; Черкасова, Теплова, 2013; Ang et al., 2018; Kumar, Ranjani, 2018; Ghosh, Dutta, 2021; Gupta, 2022]</li> <li>• Чистая прибыль + амортизация – дивиденды [Deloof, 1998]</li> <li>• Чистая прибыль – прирост чистого оборотного капитала [Perotti, Gelfer, 2001]</li> <li>• Чистая прибыль + амортизация – дивидендные выплаты [Hoshi et al., 1991]</li> <li>• EBITDA [Walker, 2005; Laeven, 2003; George et al., 2011; Choi et al., 2017; Ferrando et al., 2017]</li> <li>• EBIT [Mota, dos Santos, 2019]</li> <li>• Денежный поток от операционной деятельности [Черкасова, 2014; Yeh, Lin, 2020]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Положительное влияние [Lensink et al., 2003; Gautier, Hamadi, 2005; Walker, 2005; George et al., 2011; Черкасова, Теплова, 2013; Черкасова, 2014; Gugler et al., 2013; Choi et al., 2017; Ferrando et al., 2017; Ang et al., 2018; Mota, dos Santos, 2019; Yeh, Lin, 2020; Ghosh, Dutta, 2021; Gupta, 2022]</li> <li>• Отрицательное влияние для групповых компаний [Perotti, Gelfer, 2001; Kumar, Ranjani, 2018]</li> <li>• Отсутствие влияния для групповых компаний [Laeven, 2003; Hoshi et al., 1991; Deloof, 1998]</li> </ul>
Денежный поток бизнес-группы	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Денежный поток материнской компании [Gugler et al., 2013]</li> <li>• Сумма денежных потоков остальных компаний в бизнес-группе [Gautier, Hamadi, 2005; Walker, 2005; Choi et al., 2017; Ang et al., 2018]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Положительное влияние [Gautier, Hamadi, 2005; Walker, 2005; Gugler et al., 2013; Choi et al., 2017; Ang et al., 2018]</li> </ul>
Запас ликвидности	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Денежные средства плюс краткосрочные финансовые вложения [Ang et al., 2018; Yeh, Lin, 2020]</li> <li>• Денежные средства на начало периода [Perotti, Gelfer, 2001]</li> <li>• Краткосрочные финансовые вложения [Hoshi et al., 1991]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отрицательное влияние [Perotti, Gelfer, 2001]</li> <li>• Положительное влияние [Hoshi et al., 1991; Ang et al., 2018; Yeh, Lin, 2020]</li> </ul>

Инвестиционные возможности	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Q Тобина [Hoshi et al., 1991; Perotti, Gelfer, 2001; Walker, 2005; George et al., 2011; Gugler et al., 2013; Choi et al., 2017; Mota, dos Santos, 2019; Yeh, Lin, 2020; Gupta, 2022]</li> <li>• Рентабельность активов [Deloof, 1998; Gautier, Hamadi, 2005]</li> <li>• Отдача от инвестиций ROI (отношение операционной или чистой прибыли к вложенному капиталу) [Теплова, Крылова, 2007]</li> <li>• Отношение рыночной стоимости собственного капитала к балансовой [Теплова, Крылова, 2007; Черкасова, Теплова, 2013; Черкасова, 2014]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отсутствие влияния [Walker, 2005; Gugler et al., 2013; Черкасова, Теплова, 2013; Черкасова, 2014; Mota, dos Santos, 2019; Yeh, Lin, 2020]</li> <li>• Положительное влияние [Hoshi et al., 1991; Perotti, Gelfer, 2001; Теплова, Крылова, 2007; George et al., 2011; Choi et al., 2017; Gupta, 2022]</li> <li>• Отрицательное влияние [Deloof, 1998; Gugler et al., 2013], неустойчивое [Gautier, Hamadi, 2005]</li> </ul>
Инвестиционные возможности материнской компании	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Q Тобина [Gugler et al., 2013]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отрицательное влияние [Gugler et al., 2013]</li> </ul>
Выручка компании	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Выручка, нормированная [Deloof, 1998; Laeven, 2003; Yeh, Lin, 2020; Gupta, 2022]</li> <li>• Прирост выручки [Lensink et al., 2003; Gugler et al., 2013; Ferrando et al., 2017; Kumar, Ranjani, 2018; Ghosh, Dutta, 2021]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Положительное влияние [Lensink et al., 2003; Deloof, 1998; Laeven, 2003; Gugler et al., 2013; Ferrando et al., 2017; Kumar, Ranjani, 2018; Yeh, Lin, 2020; Ghosh, Dutta, 2021; Gupta, 2022]</li> </ul>
Выручка материнской компании	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Прирост выручки [Gugler et al., 2013]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Положительное влияние [Gugler et al., 2013]</li> </ul>
Размер компании	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Логарифм совокупных активов [George et al., 2011; Yeh, Lin, 2020; Gupta, 2022]</li> <li>• Логарифм рыночной капитализации [Ang et al., 2018]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Положительное влияние [George et al., 2011; Ang et al., 2018; Gupta, 2022]</li> <li>• Отрицательное влияние [Yeh, Lin, 2020]</li> </ul>
Размер группы	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Логарифм совокупных активов группы [Gautier, Hamadi, 2005]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отсутствие влияния [Gautier, Hamadi, 2005]</li> </ul>
Финансовый рычаг	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Долговые обязательства, нормированные [Perotti, Gelfer, 2001; Ang et al., 2018; Kumar, Ranjani, 2018; Yeh, Lin, 2020; Ghosh, Dutta, 2021; Gupta, 2022]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Положительное влияние [Perotti, Gelfer, 2001; Kumar, Ranjani, 2018; Mota, dos Santos, 2019; Yeh, Lin, 2020]</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Чистый долг [Mota, dos Santos, 2019]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отрицательное влияние [Ang et al., 2018; Gupta, 2022]</li> <li>• Неустойчивый характер влияния [Ghosh, Dutta, 2021]</li> </ul>
Долгосрочные финансовые активы	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Годовые инвестиции в долгосрочные финансовые активы [Gautier, Hamadi, 2005]</li> <li>• Доля долгосрочных финансовых вложений в активах [Deloof, 1998]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отрицательное влияние [Deloof, 1998; Gautier, Hamadi, 2005]</li> </ul>
Лагированные инвестиции	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Лагированные инвестиции в основные средства [Laeven, 2003; George et al., 2011; Gugler et al., 2013; Ferrando et al., 2017; Kumar, Ranjani, 2018; Mota, dos Santos, 2019; Ghosh, Dutta, 2021; Gupta, 2022]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Положительное влияние [Laeven, 2003; George et al., 2011; Gugler et al., 2013; Ferrando et al., 2017; Mota, dos Santos, 2019; Gupta, 2022]</li> <li>• Отрицательное влияние [Kumar, Ranjani, 2018; Ghosh, Dutta, 2021]</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Квадрат лагированных инвестиций в основные средства [Laeven, 2003; George et al., 2011; Mota, dos Santos, 2019]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отрицательное влияние [Laeven, 2003; George et al., 2011; Mota, dos Santos, 2019]</li> </ul>
Доля материальных активов	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Логарифм доли основных средств в совокупных активах [Kumar, Ranjani, 2018; Ghosh, Dutta, 2021]</li> <li>• Основные средства на начало года [Deloof, 1998]</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отрицательное влияние [Deloof, 1998; Kumar, Ranjani, 2018]</li> <li>• Положительное влияние [Ghosh, Dutta, 2021]</li> </ul>

*Источник:* составлено автором по итогам анализа эмпирических исследований

## ПРИЛОЖЕНИЕ В

**Корреляционная матрица переменных, используемых в моделировании инвестиционной активности компаний-участников российских бизнес-групп**

Таблица 1

	Инвестиции (ОФП)	Инвестиции (ОДДС)	Размер (ДК)	Размер (МК)	Денежный поток (ДК)	Денежный поток (МК)	Выручка / активы (ДК)	Выручка / активы (МК)	ROA (ДК)	ROA (МК)	Доля финансовых активов (ДК)	Доля денежных средств (ДК)	Доля денежных средств (МК)	Долговая нагрузка (ДК)	Долговая нагрузка (МК)
Инвестиции (ОФП)	1,0	0,832	-0,037	-0,009	-0,013	0,034	-0,026	0,051	-0,001	0,040	-0,003	0,071	-0,021	-0,007	-0,001
Инвестиции (ОДДС)		1,0	-0,018	0,012	-0,006	0,051	-0,030	-0,000	-0,004	0,021	-0,021	0,049	-0,012	-0,006	0,006
Размер (ДК)			1,0	0,351	0,065	0,062	-0,290	-0,064	0,101	0,025	0,234	-0,254	-0,140	-0,181	-0,060
Размер (МК)				1,0	0,065	0,302	-0,021	-0,256	0,109	0,209	-0,025	0,000	-0,074	-0,183	-0,313
Денежный поток (ДК)					1,0	0,028	0,033	0,027	0,363	0,048	-0,008	-0,023	-0,028	-0,097	-0,050
Денежный поток (МК)						1,0	0,008	-0,129	0,050	0,304	-0,036	0,029	0,233	-0,119	-0,133
Выручка / активы (ДК)							1,0	0,151	0,071	0,083	-0,169	0,083	0,038	0,245	-0,062
Выручка / активы (МК)								1,0	0,025	-0,015	-0,018	-0,070	0,001	0,133	0,072
ROA (ДК)									1,0	0,119	0,009	-0,079	-0,034	-0,170	-0,080
ROA (МК)										1,0	-0,074	0,052	0,240	-0,127	-0,344
Доля финансовых активов (ДК)											1,0	-0,102	-0,018	-0,107	0,150

	Инвестиции (ОФП)	Инвестиции (ОДДС)	Размер (ДК)	Размер (МК)	Денежный поток (ДК)	Денежный поток (МК)	Выручка / активы (ДК)	Выручка / активы (МК)	ROA (ДК)	ROA (МК)	Доля финансовых активов (ДК)	Доля денежных средств (ДК)	Доля денежных средств (МК)	Долговая нагрузка (ДК)	Долговая нагрузка (МК)
Доля денежных средств (ДК)												1,0	0,242	-0,067	-0,001
Доля денежных средств (МК)													1,0	-0,044	0,015
Долговая нагрузка (ДК)														1,0	0,210
Долговая нагрузка (МК)															1,0

*Комментарии:* (ДК) обозначает дочернюю компанию, (МК) обозначает материнскую компанию.

*Источник:* составлено автором<sup>341</sup>.

<sup>341</sup> Опубликовано в статье автора: Korotkova Y. Internal Capital Markets in Russian Business Groups: Evidence from Corporate Investments // Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные финансы. 2020. № 14(2). Р. 65.