

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
имени М.В. ЛОМОНОСОВА  
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ

*На правах рукописи*

**Красильникова Елена Вадимовна**

**Стратегии финансирования компаний на стадиях жизненного цикла  
с позиции устойчивого развития**

5.2.4. Финансы

**ДИССЕРТАЦИЯ**

на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель:  
к.э.н., доцент Макарова Светлана Геннадьевна

Москва – 2024

## Содержание

Введение.....	4
<b>Глава 1. Основы исследования стратегий финансирования компаний: теоретические и практические аспекты .....</b>	<b>14</b>
1.1. Особенности финансирования в России и в мире, переход к устойчивому развитию ..	15
1.2. Исследование финансирования на основе теоретических и практических подходов к структуре капитала компаний.....	24
1.2.1. <i>Теория компромисса и иерархии источников финансирования: факторы и зависимости</i>	25
1.2.2. <i>Агентские модели структуры капитала: противоречия интересов, факторы и зависимости</i>	30
1.3. Поведенческие теории структуры капитала и агентские отношения в контексте устойчивого развития .....	37
1.4. Теоретико-методическое представление о финансировании компаний: от структуры капитала – к стратегии финансирования .....	42
1.4.1. <i>Ограниченность представления о финансировании компаний на основе изучения только структуры капитала.....</i>	42
1.4.2. <i>Системное понимание о стратегии финансирования в координатах устойчивого развития</i>	46
<b>Глава 2. Системный подход к исследованию стратегий финансирования компаний с позиции устойчивого развития .....</b>	<b>52</b>
2.1. Драйверы повестки устойчивого развития в приложении к финансированию в мире и в России.....	53
2.2. Методические подходы в научном исследовании финансирования компаний с позиции устойчивого развития .....	64
2.2.1. <i>Влияние особенностей агентских отношений на следование компаниями устойчивому развитию и росту ESG на развитом и развивающемся рынке капитала.....</i>	65
2.2.2. <i>Влияние следования компаниями устойчивому развитию и росту ESG на стоимость и структуру капитала, источники финансирования на развитом и развивающемся рынке .....</i>	82
2.3. Аспекты исследования жизненного цикла компании: от организационных к финансовым драйверам .....	107
2.3.1. <i>Организационное понимание стадий жизненного цикла компании .....</i>	107
2.3.2. <i>Финансовое понимание стадий и структура капитала на стадиях жизненного цикла компании</i>	110
2.3.3. <i>Агентские особенности и источники финансирования на стадиях жизненного цикла ..</i>	119
2.3.4. <i>Индикаторы устойчивого развития на стадиях жизненного цикла .....</i>	127
2.4. Теоретико-методические основы к исследованию и к разработке стратегий финансирования компаний с точки зрения системного подхода .....	129
<b>Глава 3. Апробация и применение разработанной системно-интеграционной концепции к стратегиям финансирования для малых, средних и крупных компаний .....</b>	<b>138</b>
3.1. Методические подходы к исследованию динамики структуры капитала на стадиях жизненного цикла.....	139
3.1.1. <i>Методика выявления перехода по кривой жизненного цикла для крупных компаний: выделение структуры капитала как значимого драйвера роста и препятствия на разных стадиях</i>	142
3.1.2. <i>Методика выявления перехода по кривой жизненного цикла для малых и средних компаний: выделение операционных драйверов роста и препятствий на разных стадиях .....</i>	158
3.2. Скорость приспособления структуры капитала на стадиях жизненного цикла для крупных, малых и средних компаний .....	169
3.3. Системно-интеграционный подход к стратегии финансирования компаний как к системе в методологическом и прикладном аспекте .....	174
Заключение .....	188

Список литературы .....	192
Приложение 1. Различные аспекты проявления корпоративных конфликтов .....	214
Приложение 2. Влияние агентских особенностей на ESG.....	217
Приложение 3. Исследование соответствия зарубежных и отечественных рейтингов ESG..	223
Приложение 4. Влияние ESG на стоимость капитала на развитом и развивающемся рынке	224
Приложение 5. Оценка структуры капитала на разных стадиях жизненного цикла, моделирование вероятности перехода на новую стадию в зависимости от индикаторов структуры капитала и прочих факторов для крупных российских компаний .....	229
Приложение 6. Оценка вероятности нахождения компаний по результатам моделирования .....	232
Приложение 7. Исследование малого и среднего предпринимательства г. Москвы: факторные связи, моделирование вероятности перехода на новую стадию жизненного цикла .....	233
Приложение 8. Жизненный цикл развития компании МКПАО «Лента».....	235

## Введение

### Актуальность темы исследования

В настоящее время стратегии финансирования компаний преимущественно направлены на привлечение наиболее доступных источников финансирования, а не на обеспечение долгосрочного устойчивого развития. Несмотря на упрощение получения кредитов и стимулов привлечения заемных средств, *ограниченность в финансировании выступает существенным препятствием для роста и развития современных российских компаний* согласно Всемирному банку<sup>1</sup>. Россия занимает низкую позицию по доступности финансовых сервисов, венчурного капитала, особенно для малых и средних компаний согласно Всемирному Экономическому Форуму<sup>2</sup>.

В связи с препятствиями в привлечении капитала, особенно на развивающихся рынках, *на практике компании зачастую используют наиболее доступные на текущий момент источники* – собственные средства, в частности – нераспределенную прибыль. Однако постоянное и преобладающее использование собственных средств повышает риски для собственников, увеличивает требуемую доходность собственного капитала, в конечном итоге, тормозит развитие и рост компаний. В России в 2023 г. доля финансирования основного капитала за счет собственных средств составляет (55,6%); за счет привлеченных средств: бюджетные средства (19,6%), средства вышестоящих организаций (8,8%); банки (8,7%); займы у других организаций (7,1%); эмиссия ценных бумаг – (1-2%)<sup>3</sup>.

Страны, следующие Парижскому соглашению о климате, не отказываются от поставленных Целей устойчивого развития (ЦУР), несмотря на текущую турбулентность. Финансовыми драйверами достижения ЦУР выступают *устойчивые финансы*: облигации и кредиты направлены на «зеленые», адаптационные, социальные и прочие проекты устойчивого развития. Ставка по таким кредитам может быть снижена в зависимости от результатов компаний в достижении ЦУР, а также – от снижения негативного влияния от деятельности компании на окружающую среду (*Environmental, E*), от социальной политики (*Social, S*), от качества корпоративного управления компанией (*Governance, G*). Внешэкономбанк РФ обосновывает, что для компаний (не обязательно «зеленых») с высокими *ESG* результатами выше шансы привлечь «зеленые» финансы<sup>4</sup>. Агентство MSCI для компаний с высокими *ESG* результатами выявляет сокращение затрат при использовании капитала –

---

<sup>1</sup>Doing Business. // The World Bank. URL: <https://archive.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/getting-credit>  
Ограниченность в финансировании – главное препятствие в деятельности для 26% компаний в развивающихся странах, для 15% – в России.

<sup>2</sup> The Global Competitiveness Report // World Economic Forum. URL: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2018>

<sup>3</sup> Инвестиции в нефинансовые активы // Росстат. URL: [https://rosstat.gov.ru/investment\\_nonfinancial](https://rosstat.gov.ru/investment_nonfinancial)

<sup>4</sup> ESG-финансы и роль ВЭБ // ВЭБ. URL: <https://veb.ru/files/?file=12a960afd2a81d80890b3511f3a9d18e.pdf>

снижение стоимости собственного и заемного капитала, в особенности на развивающихся рынках<sup>5</sup>. Экономические агенты *понимают ESG как индикаторы устойчивого развития*, которые влияют на финансирование.

С одной стороны, актуальность темы исследования обусловлена практическими проблемами, связанными с финансированием компаний. С другой стороны – вызвана теоретическими пробелами, фрагментарностью и разрозненностью изучения аспектов, влияющих на финансирование компаний.

В научных работах финансирование компании исследуется в основном через концепцию ее структуры капитала – отношение долга к собственному капиталу или активам (прокси-левередж). Однако на решения по финансированию влияют не только финансово-экономические детерминанты, но и нефинансовые. Так, структура собственности и структура Совета директоров характеризуют *особенности агентских отношений* в компании, влияют на финансирование, не являются статичными, меняются на разных *стадиях жизненного цикла*. Изолированно изучаются предпосылки и драйверы улучшения *ESG* результатов компаний.

*Ограниченность методических подходов к разработке стратегии финансирования компании* в целостности учета взаимосвязей между компонентами стратегии: особенностями агентских отношений, структурой капитала и ESG в контуре устойчивого развития на разных стадиях жизненного цикла усиливает актуальность темы исследования.

### **Степень научной и практической разработанности темы исследования**

Соискатель опирается на широкий спектр теоретических и эмпирических работ по исследованию финансирования компаний, которые преимущественно направлены на изучение структуры капитала. М. Миллер и Ф. Модильяни выявили независимость рыночной стоимости компании от ее структуры капитала.

Введение транзакционных издержек и угрозы устойчивости компании при привлечении заемного финансирования определили *компромиссную теорию структуры капитала* Р. Раджаном и Л. Зингалесом.

Асимметрия информации между инсайдерами (менеджерами, собственниками) и аутсайдерами (кредиторами, будущими инвесторами) компании способствовала развитию *теории иерархии источников финансирования*, использованию внутренних источников в работах Х. Деанжелло, Г. Доналдсона, Р. Мазулиса, С. Майерса и Н. Майлуфа, С. Титмана и Р. Весселс, Дж. Чена, М. Фрэнка и В. Гойяла.

Другим направлением изучения причинно-следственных связей с финансированием компаний является *анализ особенностей агентских отношений*. Изучается оппортунизм

---

<sup>5</sup> ESG and the cost of capital // MSCI. URL: <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>

менеджмента из-за отделения собственности от управления, его влияние в теории агентских отношений А. Берли и Г. Минса и практических работах Р. Мока, А. Шляйфера и Р. Вишны, С. Клаессенса и С. Дианкова, Дж. Макконела и Х. Серваеса. В условиях слабости институциональной среды проблемы менеджера-акционера не являются преобладающими, в отличие от участия государства и роли крупных собственников в работах С.Б. Авдашевой, Т.Г. Долгопятовой, В.Е. Дементьева, Р.И. Капелюшниковой, П.В. Кузнецова и А.А. Муравьева, А.Д. Радыгина и Р.М. Энтова, Е.В. Устюжаниной.

*Агентские модели структуры капитала* Д. Даймонда, М. Дженсена и В. Меклинга, С. Гроссмана и О. Харта, М. Харриса и А. Равива, Р. Штульца изучают баланс агентских издержек собственного капитала с издержками от увеличения долга как дисциплинирующего фактора.

Особенности агентских отношений и поведенческие характеристики использованы в *поведенческих теориях структуры капитала* М. Бэкера и Дж. Вуглера, Дж. Чена, Н. Делькура, Дж. Грахама и С. Харви.

В работах И.Ф. Иванова, И.В. Ивашковской, М.С. Кокоревой, С.Г. Макаровой, И.В. Никитушкиной, Е.А. Федоровой исследована структура капитала применительно к развивающемуся рынку, к российским компаниям.

Другой аспект изучения финансирования в научной литературе связан с *динамической структурой капитала* Н. Делькура, В. Дробетца, С. Майерса и Н. Майлуфа, Е. Ниворожкина. Также, агентские отношения варьируются на разных стадиях жизненного цикла. Однако в *концепции жизненного цикла организации* И. Адизеса и Л. Грейнера вектор исследований направлен в основном на изучение организационных, но не финансово-экономических характеристик или финансирования компаний.

Исследования В. Дикинсон, М. Горта и С. Клеппера, Д. Лестера и А. Парнелла, Д. Миллера и П. Фрайзера, Ж. Энтони и К. Рамеша дополнены введением *финансовых детерминант стадий жизненного цикла*.

Ю.Е. Благовым С.Н. Бобылевым, Л.С. Кабир, Б.Н. Порфирьевым развиваются научные представления о «зеленой» экономике, ЦУР, ESG. В прикладных работах Р. Бежи, С. Гоула, М. Заид, Н. Кукари, О. Романо и др. определено влияние особенностей агентских отношений на повышение ESG результатов, как индикаторов устойчивого развития. Исследования для российских компаний представлены И. Арай, Б.С. Батаевой, Е.Ю. Макеевой. Но недостаточно исследован вопрос, какие финансовые и нефинансовые *факторы способствуют улучшению ESG результатов* для компаний разного типа, рынка капитала.

Еще один аспект исследования *концепции устойчивых финансов* заключен в снижении стоимости капитала, если у компании высокие ESG результаты в работах О. Кордашиа, Е.

Купера, А. Хамрони, А. Хоепнора, А. Чен и др. А.Л. Булгаковым и С.Д. Смирновым получено сближение спреда доходности «зеленых» и государственных облигаций. Определена премия за риск «зеленых» облигаций М.Л. Дорофеевым, а также – А.В. Бабкиным и Е.Д. Малевской-Малевиц. Получена более высокая доходность для компаний с высокими ESG результатами О.В. Ефимовой и М.А. Волковым. Обнаружены связи ESG с результативностью компаний О.М. Роговой, Е.А. Федоровой. Однако малочисленны исследования о связи ESG со стоимостью и структурой капитала, сопоставление для развитого и развивающегося рынка на примере российских компаний.

Указанные аспекты изучения финансирования значимы для стратегии финансирования, но в научных публикациях они не исследуются в совокупности, что приводит к разрозненным выводам и результатам. *Пробелы в научных работах соискатель обосновывает, прежде всего, отсутствием системного понимания стратегии финансирования компаний.*

Понимание роли и значимости комплекса указанных проблем обусловили выбор объекта, предмета, цели и задач данного исследования.

**Объект** исследования – современные нефинансовые компании на разных стадиях жизненного цикла.

**Предмет** исследования – подходы к привлечению финансирования компаниями на различных стадиях жизненного цикла с учетом особенностей агентских отношений с позиции устойчивого развития.

**Цель исследования** – разработать научно-методический подход к стратегиям финансирования компаний во взаимосвязи структуры капитала с агентскими отношениями, с индикаторами устойчивого развития на разных стадиях жизненного цикла.

Для достижения цели в диссертации поставлены и решены следующие **задачи**:

1. Разработать научно-методический подход к исследованию и к разработке стратегий финансирования на основе анализа и синтеза установленных ключевых компонентов стратегии финансирования: структуры капитала, особенностей агентских отношений, индикаторов устойчивого развития, стадий жизненного цикла.

2. Определить эмпирически характер влияния особенностей агентских отношений, контрольных факторов на структуру капитала российских компаний. Сопоставить агентские отношения и предпочтительные источники финансирования на стадиях жизненного цикла для крупных, малых и средних компаний.

3. Определить результативность следования компаниями устойчивому развитию при помощи индикаторов *Environmental, Social, Governance (ESG)*. Обосновать и эмпирически выявить влияние особенностей агентских отношений на ESG результаты; установить и

сопоставить характер влияния на отдельные индикаторы (*E*), (*S*), (*G*) на развитом и развивающемся рынке.

4. Эмпирически установить и сопоставить воздействие *ESG* результатов и (*E*), (*S*), (*G*) на стоимость собственного и заемного капитала для компаний на развитом и на развивающемся рынке. Для российских компаний выявить влияние *ESG* и индикаторов (*E*), (*S*), (*G*) на структуру капитала и источники финансирования. Определить зависимость результатов устойчивого развития *ESG* от стадии жизненного цикла компании. Обосновать и эмпирически установить закономерности перехода компании по кривой жизненного цикла в зависимости от изменения структуры капитала и финансово-экономических факторов.

5. Сформулировать положения по разработке стратегий финансирования компаний, и методику разработки стратегий финансирования с учетом структуры капитала, агентских отношений, индикаторов устойчивого развития *ESG*, стадий жизненного цикла компаний. Обосновать релевантность применения положений и методики для современных нефинансовых компаний.

#### **Научная новизна исследования**

Разработанный системно-интеграционный подход к формированию стратегий финансирования компании *углубляет и дополняет научные знания* о стратегии путем установления *взаимных связей между компонентами стратегии*: структурой капитала, агентскими отношениями, индикаторами устойчивого развития *ESG*, стадиями жизненного цикла компаний. На основе развитого подхода сформулирована *методика* разработки стратегий финансирования, особенностью которой является *матрица приоритетных источников финансирования* на разных стадиях жизненного цикла.

Основные результаты диссертации обладают следующими элементами научной новизны:

1. *Разработан методический подход* к формированию стратегий финансирования компаний. *Отличительной особенностью* подхода является идентификация системных взаимосвязей между компонентами стратегии финансирования (конкретизированы в п. 2 – 4); включение их в положения по разработке стратегии финансирования компаний.

2. *Уточнены различия* в особенностях агентских отношений и финансирования на стадиях жизненного цикла. Для малых и средних компаний на стадии роста привлечение внешних собственников преимущественно обусловлено недостатком собственных средств. Для крупных компаний на стадии роста высокая концентрация собственности – присутствие нескольких крупных собственников вызывает борьбу за контроль, на стадии зрелости – взаимное сдерживание оппортунизма, что снижает проявление агентских конфликтов. *Дополнены эмпирически выводы* о том, что наличие высокой концентрации собственности и участие

государства влияет на структуру капитала: расширяет доступность внешнего финансирования и повышает левередж. Размер Совета директоров  $\cap$ -образно влияет на левередж.

3. *Новым вкладом* является обоснование и эмпирическое сопоставление на разных рынках стимулирующего влияния особенностей агентских отношений на следование компаниями устойчивому развитию, определяемому через ESG результаты компаний. Рост числа директоров в Совете улучшает экологическую политику и отношение к окружающей среде (*E*) для американских, европейских и российских компаний. Но слишком большое число директоров способно ухудшить экологическую политику (*E*) и качество управления (*G*) для российских компаний. Присутствие женщин в Совете улучшает ESG, не только экологическую политику (*E*) и качество управления (*G*), но и социальную политику (*S*). Концентрация собственности повышает ESG, особенно способствует улучшению (*G*), но ухудшает социальную политику (*S*) для российских компаний. Государственное участие в собственности снижает ESG и понижает (*E*) сильнее, нежели (*S*), для российских компаний.

4. *Новым результатом* является вывод из эмпирического анализа о различном влиянии ESG и (*E*), (*S*), (*G*) на снижение стоимости капитала на разных рынках. Улучшение качества управления компанией (*G*) преимущественно способствует снижению стоимости собственного капитала для российских компаний. Улучшение экологической политики и отношения компании к окружающей среде (*E*) приводит к снижению стоимости заемного капитала для российских компаний и компаний на развитом рынке. Получены *новые выводы*: нахождение компании на стадии зрелости повышает шансы улучшить ESG по сравнению с нахождением на стадии бурного роста. *Впервые установлены* различия перехода российских компаний на новую стадию жизненного цикла: для малых и средних фирм, при прочих равных, изменение прибыльности преимущественно определяет переход на новую стадию жизненного цикла, для крупных фирм – изменение левереджа и маржи операционной прибыли.

5. По результатам анализа и синтеза исследуемых зависимостей *обоснованы методические положения* к разработке стратегий финансирования компаний, которые в отличие от существующих учитывают определенные в диссертации системные взаимосвязи компонентов стратегии. Особенностью *методики разработки стратегий* является обоснование выбора приоритетных источников финансирования на стадиях жизненного цикла. *Пригодность* методики апробирована для конкретной компании, показана ее релевантность для исследования компонентов стратегии финансирования.

**Теоретическая значимость исследования** состоит в углублении научных знаний о финансировании компаний на основе развития научного подхода к разработке стратегий финансирования за счет учета системных взаимосвязей между выделенными компонентами стратегии. Полученные выводы и выявленные закономерности о воздействии особенностей

агентских отношений на индикаторы устойчивого развития *ESG*, а также результаты влияния *ESG* на структуру и стоимость капитала, источники финансирования расширяют представления о концепции финансов устойчивого развития.

**Практическая значимость исследования** состоит в том, что результаты и сформулированные методические принципы разработки стратегий финансирования компаний могут быть использованы в современной практике принятия стратегических финансовых решений.

Выводы о стимулирующем воздействии структуры собственности и Совета директоров на *ESG* результаты компаний, о влиянии улучшения *ESG* результатов на снижение стоимости капитала и рост финансирования могут быть использованы: менеджментом для выработки рекомендаций по следованию устойчивому развитию, банками для уточнения ставок и условий по кредитам, инвесторами для дополнения выбора по инвестированию в ценные бумаги, государственными органами и институтами развития.

Практическая значимость также заключается в использовании менеджментом результатов о предпочтительности источников финансирования на разных стадиях жизненного цикла для принятия решений по привлечению финансирования.

Результаты соискателя могут быть применены в учебных курсах «Корпоративные и устойчивые финансы», «Стратегический и финансовый менеджмент».

#### **Методологическая, теоретическая и эмпирическая база исследования**

Применяемый в диссертации подход основан на связанных с темой теориях: корпоративных финансов и концепции структуры капитала, теории жизненного цикла, агентской теории, концепции устойчивого развития. Концептуальную базу разрабатываемых в диссертации методических основ финансирования составили положения общей теории систем.

Соискатель опирается на научные труды российских и зарубежных ученых в журналах «Вестник Московского университета, Серия 6. Экономика», «Корпоративные финансы», «Финансы и кредит», «American Economic Review», «Applied Financial Economics», «Harvard Business Review», «Financial Management», «Journal of Financial Economics», «Journal of Accounting and Economics», «Journal of Financial and Quantitative Analysis», «Journal of Banking and Finance», «Journal of Finance», «Journal of Business Research», «The Review of Financial Studies» и др.

Исследование основано на применении общенаучных методов: финансового, статистического анализа, сравнительного анализа, системного анализа и синтеза. В диссертации используются современные экономико-математические методы исследований. Построены

модели регрессионного анализа, оцененные методом наименьших квадратов и обобщенным методом моментов, а также логит-модели.

Информационная база исследования сформирована на основе современных открытых данных, полученных из достоверных источников: Федеральной службы государственной статистики, Системы комплексного раскрытия информации, Системы профессионального анализа рынков и предприятий, Bloomberg, Cbonds, Climate Bond Initiative, Fitch, RAEX, Thomson Reuters Eikon (Refinitiv), World Bank, официальной отчетности компаний.

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

1. Для комплексного исследования аспектов, связанных с финансированием, развито системное понимание стратегий финансирования компаний. Новым является идентификация ключевых компонентов стратегии финансирования: структуры капитала, особенностей агентских отношений, индикаторов устойчивого развития *ESG*, стадий жизненного цикла; обоснование и учет взаимосвязей между ними, что выступает основой в развитии научно-методического подхода к изучению финансирования.

2. Особенности агентских отношений: структура и концентрация собственности, размер и структура Совета директоров влияют на структуру капитала компании (прокси-переменная леведредж). Показано, что исследование таких зависимостей является необходимым для разработки стратегий финансирования в динамике в условиях перехода компании по стадиям жизненного цикла в зависимости от размера компаний.

3. Характер агентских отношений в компаниях различен на разных рынках капитала. Для компаний на развивающемся рынке в условиях слабости институциональной среды, концентрация собственности выступает защитой от внешних угроз, является позитивным сигналом о долгосрочной вовлеченности крупного собственника в реализацию стратегий компании; не приводит к агентским конфликтам. Особенности агентских отношений являются нефинансовыми драйверами в следовании компаниями устойчивому развитию. Выявлены различные эффекты их влияния на *ESG* результаты и на (*E*), (*S*), (*G*) для компаний на развитом и развивающемся рынке.

4. Для компаний, улучшающих *ESG* результаты, снижается стоимость собственного и заемного капитала, растет леведредж. Определен разный характер влияния отдельных индикаторов (*E*), (*S*), (*G*) на стоимость капитала на развитом и на развивающемся рынке. Для российских компаний индикатор экологической политики и отношения к окружающей среде (*E*) преимущественно способствует снижению стоимости заемного капитала; рост качества управления в компании (*G*) снижает стоимость собственного капитала. При этом, более зрелые компании демонстрируют более высокие *ESG* результаты, нежели на стадии бурного роста. При прочих равных доказано, что траектория изменения леведреджа за счет повышения долга

способствует росту крупной компании, но ограничивает нахождение на стадии зрелости, может приводить к спаду. Для малых компаний рентабельность активов и прибыльность влияет на переход на новую стадию жизненного цикла.

**5. Результаты исследования взаимосвязей между компонентами стратегии финансирования компаний, обоснование теоретико-методических положений по разработке стратегии составляют основу предлагаемой методики разработки стратегий финансирования.** Представлена матрица источников финансирования с учетом установленных закономерностей. Применение предлагаемой системно-интеграционной концепции к конкретной компании учитывает новые аспекты агентских противоречий, закономерности изменения финансирования на стадиях жизненного цикла, вероятность перехода компании на новую стадию жизненного цикла при изменении левереджа.

#### **Апробация основных результатов исследования**

Основные положения диссертации, результаты и выводы доложены более 20 раз и получили одобрение на международных и всероссийских научных конференциях, семинарах. В том числе: международная научная конференция «Ломоносовские чтения», Всероссийский симпозиум «Стратегическое планирование и развитие предприятий», международная научно-практическая конференция «Системный анализ в экономике», международная научно-практическая конференция «Корпоративная социальная ответственность и этика бизнеса», международная научная Ясинская (Апрельская) конференция по проблемам развития экономики и общества, Российский экономический Конгресс, международная конференция «Управленческие науки в современном мире», международный семинар «ESG Transformation: The Challenges for Emerging Capital Markets».

Основные результаты и положения диссертации изложены в коллективной монографии и в 16 публикациях в рецензируемых изданиях, рекомендованных ВАК при Минобрнауки РФ (авт. 14,8 п.л.), из них – 9 публикаций в изданиях, рекомендованных Ученым Советом МГУ имени М.В. Ломоносова для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности 5.2.4. Финансы. Основные положения диссертации опубликованы в журналах «Аудит и финансовый анализ», «Проблемы теории и практики управления», «Финансы и кредит», «Финансовый бизнес», «Экономический анализ: теория и практика» и др.

#### **Степень достоверности результатов исследования**

Достоверность полученных результатов базируется на соответствии используемых теоретических положений и методических подходов особенностям объекта и предмета исследования, поставленной цели и задачам. Постановка гипотез, теоретических постулатов и методов анализа выполнена через призму знаний и результатов, полученных в российской и мировой экономической науке. Соискатель критически оценивает возможность их

применения. Обоснованность и достоверность полученных результатов обеспечены использованием соответствующего инструментария: методов систематизации и классификации, аналитических методов, экономико-математического моделирования, корреляционного, регрессионного и статистического анализа.

Обоснованность результатов эмпирического анализа обусловлена применением современных данных, полученных из достоверных источников: официальной статистики, российских и международных баз данных, отчетности компаний. Обоснованность и достоверность результатов подтверждена в ходе обсуждений на конференциях и публикаций в рецензируемых научных журналах.

#### **Соответствие диссертационной работы паспорту научной специальности**

Область исследования и полученные в ходе диссертации результаты соответствуют паспорту научной специальности 5.2.4. Финансы.

п. 15. Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент.

п. 23. Финансовые инвестиции и финансовые инновации. Финансы устойчивого развития. «Зеленые» финансы и экологические инвестиции.

#### **Структура диссертации**

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 385 наименований, 8 приложений. Общий объем диссертационной работы составляет 241 страницу, в том числе, 40 таблиц и 33 рисунка в основном тексте.

## **Глава 1. Основы исследования стратегий финансирования компаний: теоретические и практические аспекты**

В Главе 1 представлены особенности финансирования компаний с учетом страновых различий. Раскрыты научные представления о финансировании компании через изучение отдельных параметров ее финансовой архитектуры: структуры капитала компании, структуры собственности и Совета директоров. Структура капитала компании представляет отношение заемных средств к собственным или к активам. Проведен анализ, систематизированы выводы и выявлены противоречия теорий структуры капитала. Определены различия формирования структуры капитала в зависимости от финансово-экономических факторов компании и макроэкономических характеристик. Показано, что исследование структуры капитала выступает ключевым необходимым, но недостаточным компонентом для разработки стратегий финансирования.

Агентские отношения характеризуют взаимодействие стейкхолдеров компании, которое связано с преобладанием собственников определенного типа, разнообразием Совета директоров в компании. Особенности агентских отношений проявляются в разной конфигурации структуры и концентрации собственности, структуры и размера Совета директоров. Обоснована закономерность высокой концентрации собственности для компаний, действующих в условиях слабости институциональной среды. Так, для российских компаний концентрация собственности не выступает катализатором проявления агентских конфликтов и не снижает привлечение финансирования. Преобладание собственников разного типа и различия интересов собственников и менеджмента проявляются в несоответствии их целей, что также закономерно воздействует на принятие решений и различную предпочтительность источников финансирования.

Кроме того, практическая проблема ограниченности и использования наиболее доступных источников финансирования продолжает оставаться актуальной для российских компаний. Особенно значимо исследование финансирования в контексте реализации Целей Устойчивого Развития (ЦУР). Расширение источников капитала и привлечение устойчивого финансирования зависит от следования компаниями ЦУР, результативность которых может быть частично измерена индикаторами Environmental, Social, Governance (ESG).

Глава 1 завершается выделением компонентов стратегии финансирования: структуры капитала, особенностей агентских отношений, индикаторов устойчивого развития ESG, жизненного цикла и обоснованием связей между ними. Развиваемая методическая основа финансирования заключается в исследовании *взаимосвязей между следующими компонентами и в системном представлении стратегии финансирования:*

- Особенности агентских отношений – со структурой капитала компании.
- Особенности агентских отношений – на стадиях жизненного цикла компании.
- Особенности агентских отношений – с устойчивым развитием, измеряемым через ESG результаты компании.
- ESG результаты – со стадиями жизненного цикла компании.
- ESG результаты – со структурой и стоимостью капитала компании.
- Структура капитала – на стадиях жизненного цикла компании.

Такие взаимосвязи между компонентами стратегии финансирования наблюдаются для большинства нефинансовых компаний, но существует разная сила и проявляется разный характер взаимосвязей в зависимости от типа компании и рынка, макроэкономических и институциональных условий.

Системность подхода к стратегиям финансирования компаний заключается в том, что необходимо в совокупности исследовать взаимосвязи указанных выше компонентов. Именно эта совокупность вносит наибольший синергетический эффект. Сначала для исследования вопросов и проблем, связанных с финансированием, выявлены основные тенденции финансирования компаний в мире и в России.

### **1.1. Особенности финансирования в России и в мире, переход к устойчивому развитию**

В условия трансформации экономических укладов активизация и наращивание финансирования компаниями выступает дополнительным драйвером их развития. Существуют отличия в предпочтительных источниках финансирования, связанные со страновыми макроэкономическими особенностями.

Предпочтительность источников финансирования<sup>6</sup> различается для разных типов финансовых систем: ориентированных на банковский капитал (Франция и Германия) или на рынок капитала (США и Великобритания). Согласно методике Т. Бека, А. Демиурга-Курта и др. типы финансовых систем базируются на кредитовании частного сектора по отношению к ВВП и капитализации фондового рынка. Согласно таким критериям, Россия относится к рыночно-ориентированной экономике (Beck et all, 2010). В странах, ориентированных на банковский капитал, одним из основных источников заемного капитала для корпоративного сектора является получение кредитов. В странах, ориентированных на рынок капитала, компании преимущественно выпускают ценные бумаги: эмиссия акций и облигаций.

---

<sup>6</sup> Примечание: в диссертации понятие источники финансирования и источники капитала используются как синонимы. Структура источников финансирования компании: собственные и заемные средства (долг).

М.Е. Дорошенко, С.К. Дубинин и др. определяют подвижность и трансформацию финансовых систем от рыночно-ориентированных к банковским, и наоборот. Так, при повышении рисков прямого финансирования реального сектора экономики в России используется менее рискованный банковский капитал (Дорошенко и др., 2019). При этом, в России доля выданных кредитов частному сектору по отношению к ВВП с 2014 г. превысила 50% и в 2022г. составляет 54% (World Bank, 2022). Например, такой показатель в Германии равен 83%, во Франции – 119%, в Японии – 194%.

Кроме того, срок привлечения долгового финансирования варьируется в зависимости от страновых характеристик. К примеру, компании в Японии, Италии и Франции, как правило, имеют большую долю долга, в том числе – краткосрочного, а компании в США склонны использовать долгосрочную задолженность (Demirguc-Kunt, Maksimovic, 2000).

Размер, активность и ликвидность рынков капитала имеет существенное воздействие на доступ компаний к финансированию и на структуру долга. В странах со стабильными параметрами денежно-финансовой наблюдаются высоколиквидные рынки капитала, что обуславливает использование инструментов долгосрочного финансирования.

Правовые системы, основанные на общем праве (Common Law: США, Великобритания, Новая Зеландия, Индия), предлагают собственникам лучшую защиту, для них определена тенденция к привлечению средств с рынка ценных бумаг. В странах с гражданским правом (Civil Law: Франция, Германия, Китай, Япония, Россия) наблюдается более слабая защита собственников, и ориентированность на привлечение долга, банковского финансирования, поскольку заемный капитал обладает приоритетностью выплат кредиторам.

Налоговая система страны также воздействует на привлечение финансирования. Такая зависимость объясняется снижением стоимости долгового финансирования и увеличением его объема в тех юрисдикциях, в которых процентные расходы по долгу не облагаются налогом.

Высокая инфляция увеличивает стоимость собственного и заемного капитала, оказывает негативное влияние на объем финансирования. Поэтому в странах с высоким уровнем инфляции привлекаются краткосрочные источники капитала.

Рост ВВП и экономический подъем способствует расширению финансирования и повышению срока привлечения капитала. Однако определяется, что экономический подъем преимущественно инициирует выпуски внешнего собственного капитала, нежели рост долга.

Индикаторами особенностей и проблем привлечения финансирования на страновом уровне выступают различные экспертные и общепризнанные индексы, рэнкинги, отчеты и др.

По данным Отчета о Конкурентоспособности Всемирного экономического форума (ВЭФ)<sup>7</sup>, российская финансовая система не является стабильной, несмотря на повышение устойчивости банков и усиление развития финансовых рынков. Для российских компаний определены проблемы финансирования: низкая доступность финансовых сервисов – ухудшение позиции с 61 места в 2015 г. до 101 места в 2017 г.; сложности в получении займов – ухудшение позиции с 54 места в 2015 г. до 110 места в 2017 г.; неудовлетворительность финансирования малых и средних предприятий – 118 место в 2019 г.; низкая доступность венчурного капитала – 95 место в 2019 г.

Согласно Рэнкингу Индекса защиты прав собственности (International Property Rights Index), для России в 2023 г. подтверждается низкая оценка по простоте и доступности получения кредитов: Россия – 3,8, США – 7,4, Германия – 6,7, Великобритания – 6,2, Китай – 5,7, Бразилия – 4,1<sup>8</sup>. Тем не менее, прослеживается позитивная тенденция роста данного индикатора и повышение места в рейтинге с 82 в 2012 г. до 109 в 2022 г.

По данным Рэнкинга о Дижитал Конкурентоспособности (World Digital Competitiveness) в России отмечены позитивные тренды по поддержке бизнес-активности банковскими и финансовыми услугами: с 57 места (2019) до 53 (2021); увеличение инвестиций в технологическое развитие: с 51 места (2019) до 49 (2021). Однако также выявлено снижение доступности венчурного капитала: с 56 места (2019) до 60 (2021)<sup>9</sup>.

По данным Глобального инновационного Индекса (Global Innovation Index)<sup>10</sup> отмечается низкая позиция России по кредитованию: 96 место в 2015 г., 78 место в 2018 г. и спад до 90 места в 2022 г.; но повышение объема кредитов по отношению к ВВП: с 52% в 2015 г., 54% в 2018 г., до 60% в 2022 г.

На основе исследования Всемирного банка (World Bank)<sup>11</sup>, по результатам опросов менеджмента о ведении бизнеса, а именно, по индикатору получения кредитов в страновом сравнении Россия опережает Бразилию и Китай, но отстает от развитых стран. (Рисунок 1). Рост позиции (и соответствующей оценки) для российских компаний с 61 места (оценка – 55) в 2014 г. до 25 места (оценка – 80) в 2021<sup>12</sup>.

---

<sup>7</sup> The Global Competitiveness Report // World Economic Forum. URL: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2018>, (дата обращения 12.11.2020). Примечание: не идентичность исследуемых параметров от года к году. В 2019г. закончена публикация ежегодного Отчета о Конкурентоспособности.

<sup>8</sup> International Property Rights Index 2023 // URL: <https://www.internationalpropertyrightsindex.org/#compare-container> (дата обращения 17.10.2023).

<sup>9</sup>World Digital Competitiveness // IMD. URL: <https://www.imd.org/centers/wcc/world-competitiveness-center/rankings/world-digital-competitiveness-ranking/> (дата обращения 17.01.2022). Примечание: не составлялся для России в 2023 г.

<sup>10</sup> Global Innovation Index // URL: [https://www.wipo.int/global\\_innovation\\_index/en/2022/](https://www.wipo.int/global_innovation_index/en/2022/) (дата обращения 15.05.2022).

<sup>11</sup>Doing Business. Getting credit // The World Bank. URL: <https://archive.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/getting-credit> (дата обращения 11.06.2020).

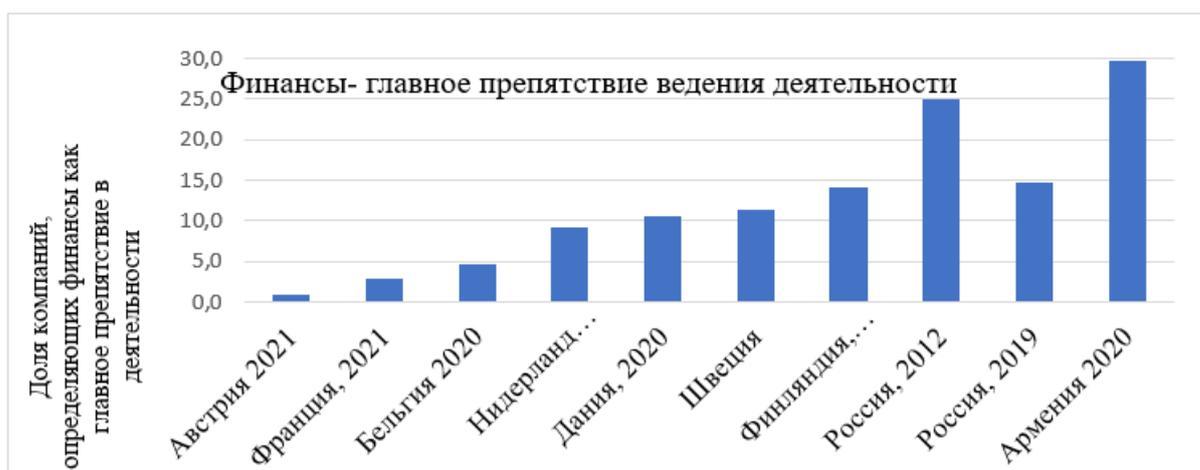
<sup>12</sup>Doing Business Legacy. Doing Business. Business Ready // The World Bank. URL: <http://www.enterprisesurveys.org/data/exploretopics/finance> (дата обращения 11.06.2020).



**Рисунок 1. Получение кредитов малыми и средними компаниями в странах (оценка на основе опросов)**

*Источник:* построено соискателем по данным Всемирного банка<sup>13</sup>

Ситуация с привлечением финансирования улучшилась в России, однако доля компаний, определяющих финансирование как главное препятствие, выше, чем в развитых странах (Рисунок 2).



**Рисунок 2. Доля компаний, для которых финансирование – это основное препятствие ведения деятельности (%)**

*Источник:* построено соискателем по данным Всемирного банка<sup>14</sup>

Исследование ведения бизнеса (Doing Business) выявило снижение российских компаний, для которых ограниченность в финансировании является основным препятствием ведения их деятельности. В среднем, доля таких компаний составляет 14,8% (для малых компаний – 12%, для средних компаний – 23%, для крупных – 7,6%)<sup>15</sup>.

<sup>13</sup> Doing Business. Getting credit // The World Bank. URL: <https://archive.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/getting-credit> (дата обращения 11.06.2020).

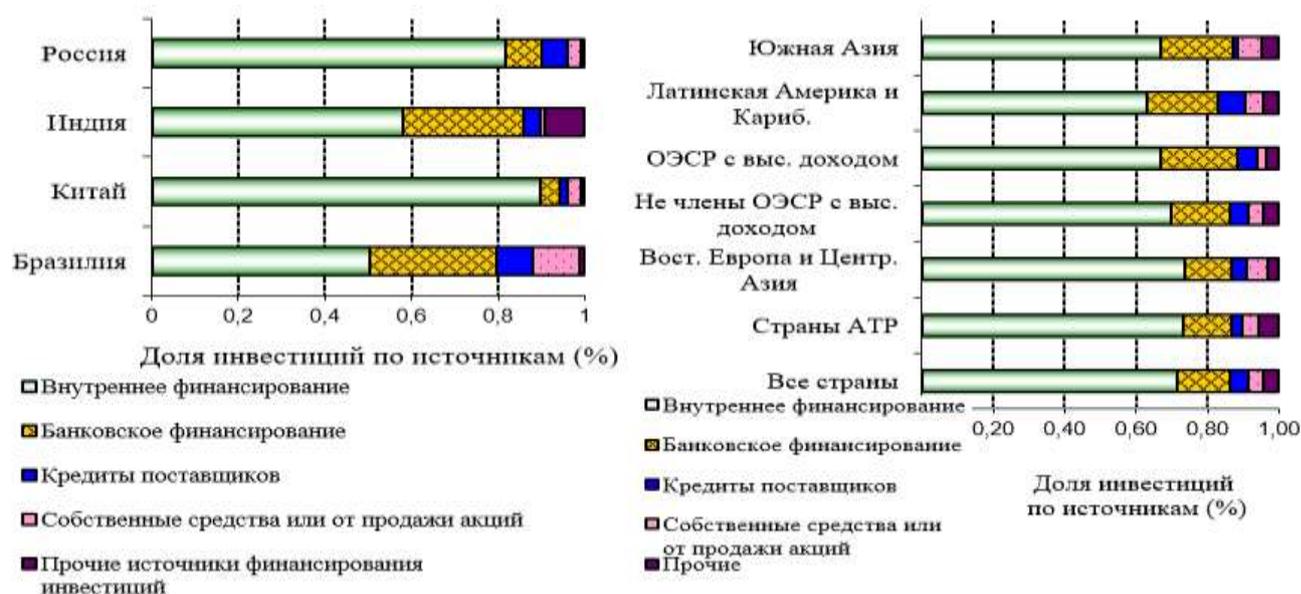
<sup>14</sup> Doing Business. Biggest obstacle // The World Bank. URL: <https://www.enterprisesurveys.org/en/data/exploretopics/biggest-obstacle> (дата обращения 11.06.2020).

<sup>15</sup> Там же

В условиях сложившихся препятствий в привлечении капитала, компании зачастую используют *наиболее доступные на текущий момент источники финансирования*, что не отвечает критериям снижения затрат на финансирование. Структурное представление источников финансирования включает внутренние источники, создаваемые самой компанией – собственные средства (амортизация и преимущественно – нераспределенная прибыль); внешние источники капитала – привлеченные средства (привлеченное финансирование от государства, со стороны финансового рынка, банков, других компаний, отдельных инвесторов), – внешние собственные средства (эмиссия акций).

Согласно данным Росстата<sup>16</sup> в России инвестиции в основной капитал (другими словами, – привлечение финансирования со стороны компании) преимущественно осуществляются за счет внутренних источников – доля собственных средств (к общему объему вложений) растет с 40% в 2010 г. до 55,6% в 2023 г. Привлеченные средства – использование бюджетных средств остается на одном уровне: 19,5% в 2010 г., 20,4% в 2022 г., 19,6% в 2023 г.; заем средств вышестоящих и у других организаций: 16% в 2022 г., 8,8% в 2023 г.; привлечение кредитов банков существенно не меняется, доля составляет всего 9% в 2010 г. и 10,3% в 2022 г., 8,7% в 2023 г.; вложения эмиссионного дохода от ценных бумаг в основной капитал не изменяются, и их доля составляет около 1-2%.

Для иных стран (Рисунок 3), кроме Китая, использование внутренних источников финансирования существенно ниже, чем в России согласно оценкам Всемирного банка, более подробно представлено в работе (Никитушкина, Красильникова, 2015а).



**Рисунок 3. Источники финансирования инвестиций в малых и средних компаниях стран мира (среднее значение за 2012-2022 гг.)**

<sup>16</sup> Инвестиции в нефинансовые активы // Росстат. URL: [https://rosstat.gov.ru/investment\\_nonfinancial](https://rosstat.gov.ru/investment_nonfinancial) (дата обращения 14.12.2023)

*Источник:* построено соискателем на основе данных Всемирного банка<sup>17</sup>

Собственный реинвестируемый капитал является более рисковым и закономерно дорогим (выше стоимость), поскольку существует приоритетность выплаты долговых обязательств, а также – платежи по долгу выступают как расходы и снижают налогооблагаемую прибыль. Несмотря на низкую долю процентного долга (около 10%) в общем объеме долга, значительный неограниченный рост корпоративного долга является «петлей на шею национальной экономики» согласно выводам А.Г. Аганбегяна (Аганбегян, 2013). Но это не стало таким значительным риском, как долговая проблема развивающихся стран в контексте высокой доли именно государственного долга к ВВП, согласно М.Ю. Головнину (Головнин, 2023).

Особенности традиционных инструментов финансирования показаны ниже (Таблица 1). Далее в Главе 2 представлены новые инструменты заемного финансирования в контексте устойчивого развития.

**Таблица 1.** Сравнительный анализ основных источников финансирования

Источник финансирования	Преимущества	Недостатки
Выпуск акций:	<ul style="list-style-type: none"> <li>• недолговой источник финансирования,</li> <li>• необязательность выплат по акциям, что снижает риск и угрозу банкротства и дефолта,</li> <li>• проведение гибкой эмиссионной политики компанией,</li> <li>• усиление корпоративного контроля со стороны фондового рынка и желающих поучаствовать в управлении,</li> <li>• сохранение контроля в случае закрытой подписки,</li> <li>• необходимость прозрачной структуры собственности и сильной финансовой отчетности.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• угроза поглощения путем скупки акций агрессивным настроенным инвестором,</li> <li>• размывание капитала,</li> <li>• увеличение количества членов управления, привлечение мелких акционеров,</li> <li>• дорогой и сложный способ, длительный и затратный процесс подготовки к эмиссии и после выпуска акций.</li> <li>• влияние асимметрии информации на ценообразование акций.</li> </ul>
Нераспределенная прибыль компании	<ul style="list-style-type: none"> <li>• простой и доступный источник.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• слабость законодательного регулирования и стимулирования, высокая альтернативная стоимость по сравнению с заемным капиталом.</li> </ul>
<p>Собственный капитал (внутренние источники) компании - простота в привлечении; нет выплат по ссудным процентам; нет значительных финансовых рисков — кредитного, процентного, ликвидности. Однако увеличение собственного капитала в виде эмиссии акций ограничено в применении и используется на стадии зрелости; более высокая стоимость; значительные ограничения, комиссии, расходы при выпуске акций.</p>		

<sup>17</sup> Enterprise Survey. Finance // The World Bank. URL: <https://www.enterprisesurveys.org/en/custom-query> (дата обращения 11.06.2020).

Кредит	<ul style="list-style-type: none"> <li>• быстрый способ привлечения средств,</li> <li>• свидетельствует о доверии кредиторов и хорошей кредитной истории,</li> <li>• обеспечение роста финансового потенциала компании,</li> <li>• низкая стоимость за счет налогового щита.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• риск снижения финансовой устойчивости,</li> <li>• кредитный риск,</li> <li>• платность обслуживания кредита,</li> <li>• обязательность выплат,</li> <li>• влияние внешней конъюнктуры рынка заемного капитала,</li> <li>• необходимо наличие залога.</li> </ul>
Вексель	<ul style="list-style-type: none"> <li>• простота выпуска,</li> <li>• высокая ликвидность.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• краткосрочный источник финансирования,</li> <li>• обязательность выплат без судебного разбирательства,</li> <li>• необходимость раскрытия информации перед потенциальными инвесторами,</li> <li>• расходы на финансовых консультантов и транспортировку.</li> </ul>
Корпоративные облигации	<ul style="list-style-type: none"> <li>• приоритетность выплат,</li> <li>• менее рискованная ценная бумага,</li> <li>• больший срок привлечения средств,</li> <li>• улучшение кредитной истории.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• регулярные выплаты,</li> <li>• не дает право контроля,</li> <li>• длительный срок подготовки,</li> <li>• высокие затраты при выпуске займа: обслуживание выпуска и его организация, налог на выплату купонов по облигациям, комиссии депозитарию и бирже, андеррайтеру.</li> </ul>
<p>Заемный капитал характеризуется значительными возможностями привлечения при наличии хорошей кредитной истории; более низкой стоимостью за счет налогового щита, преимущественно применяется для финансирования быстрого роста, то есть, используется молодыми активно растущими компаниями. При этом увеличиваются финансовые риски компании: расходы по обслуживанию, обязательность выплат; зависимость от изменения рынка.</p>		

*Источник:* систематизировано соискателем

В настоящее время для современных компаний поставлены новые задачи и вызовы, связанные с достижением Целей устойчивого развития (ЦУР) и климатической повесткой. В 1984 г. на заседании Международной комиссии по окружающей среде и развитию, затем в докладе «Наше общее будущее» (1987г.) дано общепринятое *определение устойчивого развития*: «это такое развитие, которое удовлетворяет потребности настоящего времени, но не ставит под угрозу способность будущих поколений удовлетворять свои потребности»<sup>18</sup>. Компании, создающие внутренние драйверы в следовании ЦУР, определены как «ответственные».

Согласно International Capital Market Association (ICMA), устойчивое финансирование вносит вклад в достижение ЦУР, в экономическую устойчивость финансируемых компаний и устойчивость финансовой системы<sup>19</sup>. Согласно выводам Внешэкономбанка (ВЭБ), устойчивые финансы выступают инструментами в повестке устойчивого развития<sup>20</sup>. К таким инструментам относятся облигации или кредиты, направленные на «зеленые», адаптационные, социальные и

<sup>18</sup> Наше общее будущее // Международная комиссия по окружающей среде и развитию. URL: <https://www.un.org/ru/ga/pdf/brundtland.pdf> (дата обращения 11.05.2021)

<sup>19</sup> Sustainable-Finance-High-Level-Definitions //International Capital Market Association (ICMA). URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/> (дата обращения 11.05.2021)

<sup>20</sup> ESG-финансы и роль ВЭБ // ВЭБ. URL: <https://veb.ru/files/?file=12a960afd2a81d80890b3511f3a9d18e.pdf> (дата обращения 10 мая 2021)

прочие проекты устойчивого развития. В диссертации используется термин «устойчивое финансирование», который соответствует представлениям ВЭБ и является более широким, нежели строгое определение «зеленого» финансирования.

Под *устойчивым финансированием* понимается финансирование, которое предполагает привлечение капитала не только в социальные и экологические проекты, национальные проекты, но и в традиционные проекты, в которых уделяется внимание, к примеру, защите окружающей среды или использованию ресурсов, а также – привлечение капитала в компании, которые следуют отдельным принципам устойчивого развития.

Таким образом, источники финансирования компаний расширяются при условии следования компаниям принципам устойчивого развития.

Однако вовлеченность в финансирование устойчивого развития остается низкой для России по международным оценкам: оценка по индикатору прямого долгосрочного финансирования составляет 55,3 (в среднем – 69); по интенсивности инвестиций в НИОКР – 35 (в среднем – 41)<sup>21</sup>. Это является закономерным, учитывая, что доля отечественного рынка устойчивых облигаций составляет 0,5% от мирового в 2022 г.

В рамках доклада «Who Cares Wins»<sup>22</sup> в 2004 г. компаниям было рекомендовано учитывать экологические (Environmental, *E*), социальные (Social, *S*) и управленческие результаты (Governance, *G*) в инвестиционном процессе. Однако была сделана такая рекомендация не только в связи с нарастающими проблемами климата, но для повышения благосостояния собственников-акционеров.

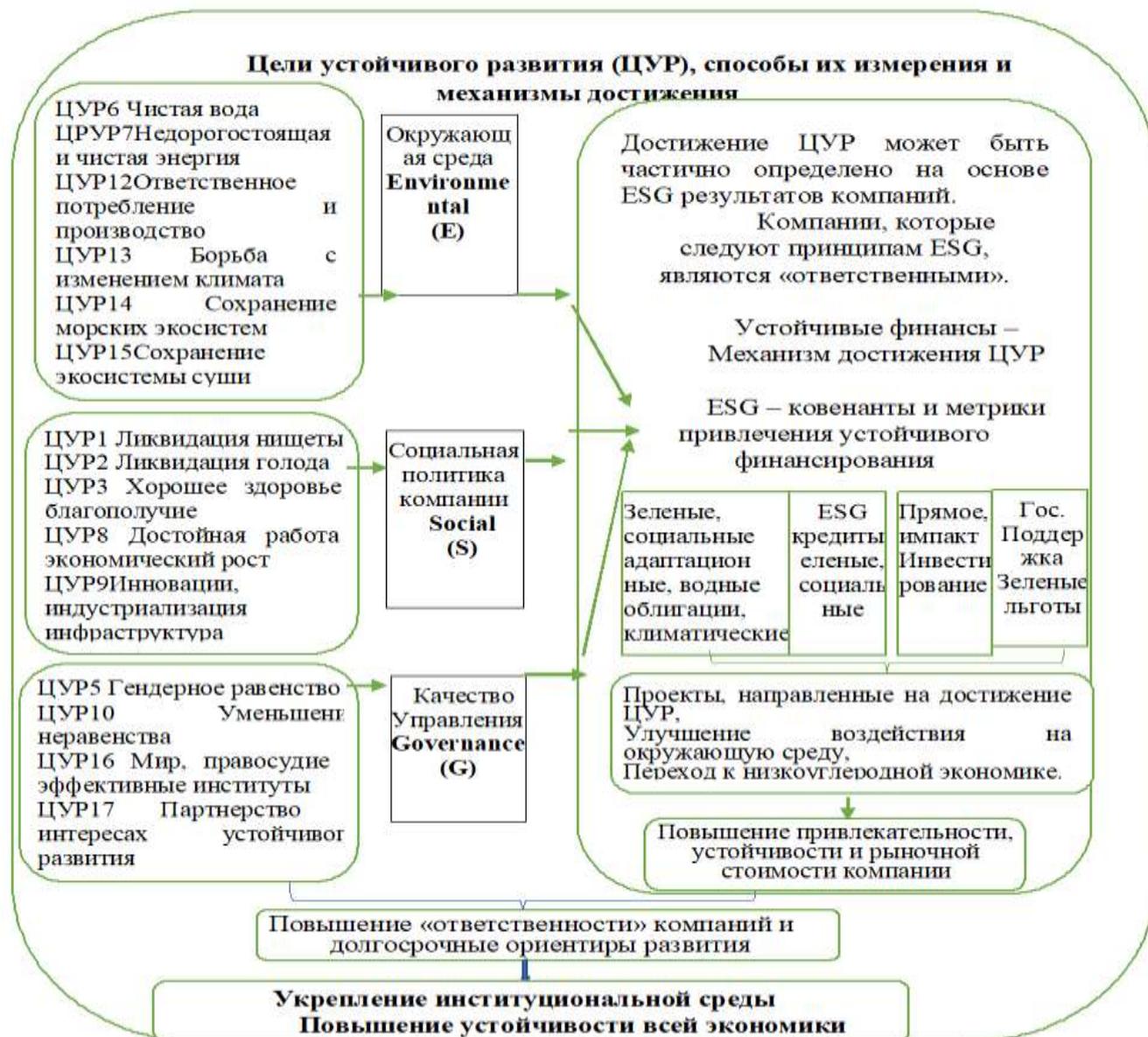
В диссертации понимается, что следование устойчивому развитию компаниями, частично и в упрощенном виде, можно охарактеризовать через достижение ESG результатов компаний.

Оценки ЦУР по показателям чистоты воды, сохранения экосистем, энергии, климата, а также ответственного потребления характеризуют экологическую политику компании и отношение компании к окружающей среде (*Environmental, E*). Оценки ЦУР по показателям достойной работы, экономического роста, здоровья и благополучия отражают результаты социальной политики компании (*Social, S*). Оценки ЦУР по гендерному равенству, росту и укреплению партнерства, эффективности институтов частично отражают качество корпоративного управления в компании (*Governance, G*).

Таким образом, результаты компаний, следующих устойчивому развитию, могут быть отображены через улучшение *ESG* метрик-результатов (Рисунок 4).

<sup>21</sup> The Global Competitiveness Report // World Economic Forum. URL: [https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_TheGlobalCompetitivenessReport2020.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2020.pdf) (дата обращения 12.11.2021)

<sup>22</sup> Who Cares Wins, 2004–08 // URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/444801491483640669/pdf/113850-BRI-IFC-Breif-whocares-PUBLIC.pdf> (дата обращения 16.05.2022)



**Рисунок 4. Соответствие между ЦУР и ESG во взаимосвязи с устойчивыми финансами**

*Источник:* построено соискателем (Никонова, Красильникова, 2024)

В свою очередь, для компаний с более высокими ESG результатами снижается ставка по кредиту, расширяются источники финансирования<sup>23</sup>. Экономические агенты *понимают ESG как индикаторы устойчивого развития*. Устойчивое развитие выступает существенным определяющим фактором выбора источника финансирования и его стоимости.

Более подробно исследование устойчивых финансов и гипотезы о связях ESG результатов компаний со стоимостью их капитала и структурой капитала, источниками финансирования представлены в Параграфе 2.2.2. Главы 2.

Таким образом, выделены и структурированы макроэкономические особенности финансирования компаний. Отдельные макроэкономические параметры, определяющие

<sup>23</sup> ESG and the cost of capital // MSCI. URL: <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589> (дата обращения 16.05.2022)

особенности финансирования, использованы в эконометрических моделях в Главе 2. Для российских компаний определено преобладающее использование собственного капитала.

Особенности финансирования компаний преимущественно обоснованы на базе теоретических представлений и концепций структуры капитала. Такие концепции направлены на исследование параметров, определение различий внешних условий и внутрифирменных характеристик, которые воздействуют на структуру капитала компании.

## **1.2. Исследование финансирования на основе теоретических и практических подходов к структуре капитала компаний**

*Стратегия финансирования* понимается соискателем шире, чем структура капитала компании и изучение отношения заемного к собственному капиталу. Однако структура капитала выступает ключевым определяющим компонентом в исследовании финансирования. В связи с этим, изучены и установлены факторы и условия, которые оказывают воздействие на структуру капитала, установлены различия для компаний, действующих на развитом и развивающемся рынке капитала.

Теорема М. Миллера и Ф. Модильяни (ММ) является одним из первых исследований в контексте изучения роли и воздействия структуры капитала на стоимость компании (Modigliani, Miller, 1958). Основной вывод теоремы заключался в том, что стоимость компании определена ее денежными потоками и не меняется в зависимости от структуры капитала на совершенном рынке капитала.

К основным допущениям, которые не наблюдаются в реальном мире, а характерны для «идеального» мира теоремы ММ относятся: отсутствие налогового фактора (позже теорема ММ была усовершенствована с учетом налогов); отсутствие различий между предпочтениями собственников и менеджеров, а также – между кредиторами и собственниками; игнорирование различной склонности к риску; определенность будущей потребности в финансировании; отсутствие риска банкротства или дефолта компании. При введении налогов в модель в 1963 г. М. Миллер и Ф. Модильяни доказывают предпочтительность долгового финансирования в силу наличия налоговых щитов. Выплаты по долгу учитываются как расходы и снижают налогооблагаемую прибыль (Modigliani, Miller, 1963; Miller, 1976).

Практические результаты из опыта функционирования компаний не подтверждали выводы теоремы ММ, что привело к развитию направлений исследований в области структуры капитала, связанных с поиском факторов, влияющих на ее формирование. Так, при росте долга возникают издержки долгового капитала, связанные с возможной неустойчивостью и банкротством, а также агентские издержки. На принятие решений о финансировании воздействует неравномерность доступа и распространения информации, агентские издержки,

транзакционные издержки, неоднородность экономических агентов, несовершенный финансовый рынок. Все это повлияло на развитие концепций структуры капитала: компромиссной теории, сигнальных и инвестиционных моделей структуры капитала, в том числе – теории иерархии источников финансирования, агентских моделей структуры капитала. Актуальным результатом развиваемых теорий структуры капитала является выявление и систематизация факторов, оказывающих влияние на финансирование. В последствие такие факторы уточняются для компаний в зависимости от типа рынка и характеристик самой компании, а также – используются, как контрольные финансово-экономические переменные, в эмпирическом исследовании соискателя.

### ***1.2.1. Теория компромисса и иерархии источников финансирования: факторы и зависимости***

В эмпирических работах структура капитала компании обычно оценена как отношение долга компании к активам или собственному капиталу и обозначается через прокси-переменную левередж (Lev). Далее систематизированы выводы о факторном влиянии на левередж для различных компаний.

Согласно *компромиссной теории структуры капитала*, существует оптимальная структура капитала, когда предельные выгоды налогового щита, образованного выплатами по долгу, больше или равны издержкам финансовой неустойчивости (угрозам банкротства) (Hirschleifer, 1992; 1998). Более крупные и прибыльные компании с высокой долей основных средств в активах являются более устойчивыми и привлекают больше заемных источников финансирования.

Величина налогового щита компании (выплата по долгу, увеличенная на ставку по налогам) положительно связана с привлечением долга и повышает левередж. Выплаты по долгу отражаются как расходы, которые вычитаются из выручки до налогообложения. В работах Х. Де Анжело, Р. Мазулиса и других ученых амортизация также отражается как расходы, является заменой налогового щита, также положительно связана с левереджем (Bradley M. et all, 1984; DeAngelo, H. Masulis, 1980; Delcoure, 2007; Huang, Song, 2006). Р. Раджаном и Л. Зингалесом на развитом рынке изучается следование компаниями определенной теории структуры капитала (Rajan, Zingales, 1995).

Как правило, подтверждается значимое положительное влияние структуры активов компании на рост долга согласно следованию теории компромисса. Материальность активов (преобладание основных средств в активах) повышает левередж. Компании с высокой долей основных средств в активах характеризуются лучшей репутацией, более устойчивы, обладают возможностью залога для привлечения долга – доказано для стран G-7: США, Франции, Японии

(наиболее высокий коэффициент при переменной), Италии, Великобритании, Германии, Канады с 1987-1991 гг. Для крупных компаний с высокой долей основных средств в активах установлено снижение неустойчивости (Novakimian et all, 2001).

Увеличение капитальных затрат (отношение инвестиций в основной капитал к активам) обозначает риск возникновения издержек финансовой неустойчивости, что повышает стоимость нового долга и сокращает его объем, отрицательно влияет на левередж. Другой индикатор роста компании (отношение рыночной стоимости акций к балансовому значению) сильно зависит от краткосрочного настроения рынка и снижает привлечение долга, подтверждено отрицательное влияние на левередж для стран G-7 (наибольший коэффициент для Германии) (Rajan, Zingales, 1995).

Рентабельность активов компании (отношение чистой прибыли к активам) повышает левередж: для фирм с высокой рентабельностью выше доступность заемного капитала и меньше угроза неустойчивости. Однако для компаний всех стран по выборке G-7 выявлено отрицательное влияние прибыльности, что не подтверждает гипотезу компромиссной теории. В работах С. Титмана и Р. Весселса не подтверждается рост левереджа для более прибыльных компаний, что может быть объяснено проведением выплат и обслуживанием уже имеющегося долга. Выявлено негативное влияние расходов на НИОКР, капитальных затрат, волатильности операционной прибыли и прибыльности на отношение долга к собственному капиталу для американских компаний за 1974-1982 гг. (Titman, Wessels, 1988).

Размер компании<sup>24</sup> (логарифм выручки или активов) стимулирует повышение левереджа, так как крупные компании более устойчивы, для них выше налоговый щит (Beck et all, 2008; Rajan, Zingales, 1995; Titman, Wessels, 1988). Для крупных компаний снижаются издержки, экономия за счет масштаба, что позитивно влияет на увеличение долга (Mukherjee, Mahakud, 2010). В тестировании теории компромисса для выборки венгерских компаний обнаружено обратное влияние фактора размера компании на левередж, обоснованное тем, что на растущем рынке капитала, в основном, привлекается краткосрочный долг, и для обеспечения залога не требуется большая доля материальных активов (Nivorozhkin, 2002).

Также оптимальная структура капитала, исследуемая в качестве целевого индикатора, не является статичной по мере развития компании: происходит подстройка текущего значения к целевому ориентиру, а скорость подстройки или скорость приспособления зависит от финансово-экономической результативности компании и макроэкономических условий. Изменчивость оптимальной структуры капитала способствовала *развитию динамической теории компромисса*.

---

<sup>24</sup> В диссертации используется понятие крупная компания, малая и средняя компания. К малой и средней компании согласно российскому ФЗ № 209 относится организация с годовой выручкой ниже 2 млрд. руб. и численностью ниже 250 человек. Крупная компания – организация с годовой выручкой свыше 2 млрд. руб. и численностью свыше 250 человек.

При изучении структуры капитала и сроков привлечения долга в международном контексте исследователи обычно выделяют различия между развитыми и развивающимися рынками. Отклонение от оптимальной структуры капитала и скорость приспособления выше для развитого рынка, выявлено для швейцарских компаний (Drobertz, Wanzenried, 2006). В работах Е. Ниворожкина также подтверждается, что для компаний, действующих на развитом рынке капитала, выше скорость приспособления, нежели на развивающемся в связи с большей доступностью источников финансирования (Nivorozhkin, 2004). Для развивающегося рынка, на примере болгарских компаний, скорость приспособления выше при более высоком разрыве текущего и целевого значения левереджа (Fama, French, 2002). Более подробно эмпирическое исследование динамических моделей структуры капитала и скорости приспособления представлено соискателем в Параграфе 3.2. Главы 3.

В результате эмпирических исследований Е. Фамы и К. Френча выявлено отсутствие роста долга для поддержания оптимального баланса в случае увеличения цены акций, для долгосрочного левереджа объясняющая сила крайне слабая. Компании не стремятся поддерживать оптимальную структуру капитала, а такие факторы, как прибыльность и возможности роста, по-разному влияют на финансирование. Кроме того, сами рынки капитала являются не совершенными: участники не однородны, существует расхождение информации, цены не всегда справедливо определены и не отражают всю рыночную информацию.

В *теории иерархии* финансирования принимается во внимание фактор асимметрии информации. Согласно первой теореме ММ на идеальных рынках отсутствует асимметрия информации между его участниками, и инвесторы обладают такой же информацией, как менеджеры и собственники. Однако менеджмент обладает особой внутренней, инсайдерской информацией, что влияет на финансовые решения. Г. Доналдсон определяет финансовый выбор между долгом и собственным капиталом в пользу внутренних фондов в зависимости от отрасли, компании и риска (Donaldson, 1961). С. Майерс и Н. Майлуф на основе построенных моделей обосновали отказ менеджмента, действующего в интересах старых собственников, от выпуска акций (Myers, Majluf, 1984). Асимметрия информации растет по мере увеличения размера компании, что обуславливает использование внутренних источников финансирования и определяет отрицательную связь с левереджем.

Опровержение теории иерархии Е. Фамой и К. Френчем на практике связано с тем, что выпуск акций осуществляется не только при развитии компаний и переходе компаний на стадию зрелости, как отмечается в статье (Солодухина, Репин, 2008). Согласно обследованию американских компаний за 20-летний период, при наличии низкого долга проводилась эмиссия акций (Fama, French, 2002). Это объясняет отсутствие цели выравнять структуру капитала или

наращивать сначала долг (как источник финансирования с меньшей асимметрией информации), поскольку решения об эмиссии были связаны с развитием фондового рынка.

М. Фрэнком и В. Гойялом (Frank, Goyal, 2003) частично подтверждается использование нераспределенной прибыли и долговых обязательств, как наиболее надежных источников, по сравнению с привлечением внешнего собственного капитала за счет выпуска акций для финансирования дефицита. Для малых и крупных компаний США выявлено положительное влияние материальности активов, отрицательное влияние возможностей роста и прибыльности на левередж. Крупные компании способны генерировать большой денежный поток от операционной деятельности, что определяет использование собственных средств, в частности нераспределенная прибыль реинвестируется.

Более высокий размер активов способствует росту долга в крупных фирмах, в отличие от малых фирм. Также прибыльность компании связана с наличием положительного денежного потока, который позволяет сократить заемный капитал и снижает левередж (Chang et al, 2014).

Тестирование теории иерархии и компромисса для компаний на развивающемся рынке приводит к неоднозначным результатам. Компании стран Чехии, Словакии, Польши и России следуют новой теории иерархии, согласно которой привлечение долга осуществляется на последнем этапе, поскольку молодые и активно-растущие компании реинвестируют нераспределенную прибыль в производство, далее – осуществляют выпуск акций, долговое финансирование является ограниченным в силу незрелости рынка капитала (Delcours, 2007; Booth et al, 2001; Chen, 2004).

В настоящее время анализ практических примеров финансирования компаниями способствует усовершенствованию концепций структуры капитала. Таким образом, именно, благодаря эмпирическим проверкам выстраиваются новые концепции. Например, с точки зрения исламских финансов и теории иерархии определено преимущественное использование краткосрочного долга в малазийских фирмах (Rashid et al, 2023; Rehan et al, 2023). Выявлено влияние пандемии: в странах с высокой заболеваемостью установлено увеличение долга в структуре капитала (Yao, Luo, 2023). При этом, инновационно-успешные компании снижают долю долга в структуре капитала и увеличивают внешний собственный капитал в силу снижения информационной асимметрии (Rajaiya, 2023). Определен рост высокотехнологичных компаний, которым свойственен нулевой долг – отсутствие долгосрочных займов (Кокорева и др., 2023).

Отечественные исследователи также активно тестируют теории структуры капитала в контексте сравнения приоритетных источников финансирования для российских и зарубежных компаний, вводят новые индикаторы и переменные. Не подтверждается строгое следование российскими компаниями определенной теории структуры капитала (Таблица 2).

**Таблица 2.** Результаты следования теориям структуры капитала российскими компаниями

Факторы, влияющие на левередж	Результаты влияния на левередж компаний	Подтверждение выводов классических теорий структуры капитала	Выборка / Исследователи
Прибыльность (маржа операционной прибыли; отношение выручки к активам; темп роста выручки) $Opn$	Отрицательное  Отрицательное (Нулевой долг)	Подтверждается теория иерархии источников финансирования	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Российские компании / Ивашковская И.В., Солнцева М.С.<sup>25</sup></li> <li>▪ Российские компании / Березинец И.В. и др.<sup>26</sup></li> <li>▪ Компании Восточной Европы, в том числе – российские / Кокорева М.С., Иванова М.<sup>27</sup></li> <li>▪ Российские компании / Макарова С.Г., Андрианова Е.И.<sup>28</sup></li> <li>▪ Российские компании / Иванов И.<sup>29</sup></li> </ul>
Рентабельность активов (чистая прибыль к активам) $ROA$	Отрицательное  Отрицательное (Нулевой долг)	Подтверждается теория иерархии источников финансирования	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Российские компании / Ивашковская И.В., Макаров П.В.<sup>30</sup></li> <li>▪ Российские компании / Березинец И.В. и др.</li> <li>▪ Компании Восточной Европы, в том числе – российские / Кокорева М., Иванова М.</li> </ul>
Возможности роста компании (отношение рыночной к балансовой стоимости) $MtB$	Отрицательное	Подтверждается теория компромисса	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Компании Восточной Европы, в том числе – российские / Кокорева М.С., Иванова М.</li> <li>▪ Российские компании / Макарова С.Г., Андрианова Е.И.</li> </ul>
Налоговый щит (величина налога*Долг) $t*D$	Отрицательное	Не подтверждается теория компромисса	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Российские компании / Ивашковская И.В., Солнцева М.С.</li> </ul>
Материальность активов (доля основных средств в активах) $Fix\_Ass$	Положительное  Отрицательное влияние для малых компаний	Подтверждается теория компромисса  Не подтверждается теория компромисса	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Российские компании / Ивашковская И.В., Макаров П.В.</li> <li>▪ Российские компании / Березинец И.В. и др.</li> <li>▪ Российские компании / Иванов И.</li> </ul>
Размер компании (логарифм активов) $LgA$	Положительное	Подтверждается теория компромисса	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Российские компании / Ивашковская И., Солнцева М.</li> <li>▪ Российские компании / Ивашковская И.В., Макаров П.В.</li> <li>▪ Российские компании / Макарова С.Г., Андрианова Е.И.</li> </ul>
Инвестиции в основной капитал (затраты на основной капитал к выручке) $Capex/TR$	Отрицательное  Положительное	Подтверждается теория компромисса Не подтверждается теория компромисса	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Российские компании / Иванов И.</li> <li>▪ Компании Восточной Европы, в том числе – российские / Кокорева М.С., Иванова М.</li> </ul>

Источник: систематизировано соискателем

<sup>25</sup> Ивашковская И. В., Солнцева М.С. Структура капитала в российских компаниях как стратегическое решение // Вестник Санкт-Петербургского Университета. – 2008. – Выпуск 3. – с. 3-32.

<sup>26</sup> Березинец И.В., Размочаев А., Волков Д. Финансовые решения российских компаний: результаты эмпирического анализа // Вестник Санкт-Петербургского Университета. – 2010. – Выпуск 1. – с. 3-26.

<sup>27</sup> Kokoreva, M. S., Ivanova, M. The Puzzle of Zero Debt Capital Structure in Emerging Capital Markets // Journal of Corporate Finance Research. – 2017. – 10(4). – с. 9-27.

<sup>28</sup> Макарова С.Г., Андрианова Е.И. Особенности формирования и управления структурой капитала компаний с государственным участием // Аудит и финансовый анализ. – 2020. – № 6. – с. 40-50

<sup>29</sup> Ivanov I. Capital Structure determinants of Russian public companies // Корпоративные финансы. – 2010. – 1(13). – с. 5-38.

<sup>30</sup> Ивашковская И.В., Макаров П.В. Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Центральной Европы // Корпоративные финансы. – 2010. – №3(15). – с. 47-62.

Таким образом, обозначены и систематизированы факторы, воздействующие на структуру капитала (левередж, Lev), показано их различное влияние. Как оказалось, компании не следуют определенной теории на практике.

В связи с этим, *исследование структуры капитала и выявление связей с финансово-экономическими параметрами компании является необходимым для получения выводов об изучении особенностей финансирования.* Однако только анализ структуры капитала является не достаточным и не исчерпывающим для получения новых знаний о стратегиях финансирования компаний. Например, на предпочтительность источников финансирования оказывают влияние особенности агентских отношений: структура собственности и структура Совета директоров (Красильникова, 2020b).

Для понимания, каким образом агентские отношения связаны со структурой капитала и принятием решений, целесообразно 1) исследовать теоретические аспекты агентских отношений, выявить агентские предпочтения для компаний в условиях разной институциональной среды; 2) систематизировать выводы о влиянии поведенческих и агентских особенностей на структуру капитала; 3) определить роль и современные тенденции агентских отношений в контексте устойчивого развития.

### ***1.2.2. Агентские модели структуры капитала: противоречия интересов, факторы и зависимости***

Агентские отношения в узком смысле определяют взаимоотношения агента (менеджера) и принципала (собственника), что свойственно для стран с наличием множества мелких собственников и низкой концентрацией собственности (например, США и Великобритания). Агентские отношения в широком смысле – взаимодействие стейкхолдеров: сотрудников, кредиторов, собственников, менеджеров, общества, когда различия интересов менеджмента и собственника не являются определяющими.

А Берль и Г Минз (Berle, Means, 1932), основоположники агентской теории, исследовали действия менеджмента с точки зрения противоположных интересов с собственниками, что выражалось в оппортунизме. Так, отделение собственности от управления и привлечение наемных менеджеров является закономерной мерой трансформации для компаний с распыленной собственностью. Возникновение противоречий между интересами менеджмента и собственников может быть снижено за счет денежных мотиваций или участия управляющих в капитале компании в форме акций или опционов, усиления ответственности управляющих, контроля Советом директоров. В отсутствии конвергенции интересов, различия интересов могут трансформироваться в агентские противоречия и выражаться в форме агентских конфликтов (Красильникова и др., 2010b). Термин «оппортунизм» ввел О. Уильямсон, определяя три формы эгоистичного поведения: оппортунизм, следование своим интересам и послушание (Williamson,

1985). Наличие оппортунистического поведения снижает эффективность деятельности компании, сокращает вложения в долгосрочные стратегические проекты, увеличивает агентские издержки (затраты на мониторинг, контроль, проверку над действиями менеджмента) – в итоге падает стоимость компании. Согласно А.В. Либману, изначально направление концепции агентских отношений построено на проблеме менеджера-собственника, которое может быть решено за счет контрактов, в случае невыполнения появляются агентские издержки (Либман, 2005). Так, разная конфигурация собственности и управления является особенностью агентских отношений в компании, может вызывать конфликт менеджера-собственника и приводить к росту агентских издержек.

Особенности агентских отношений оказывают влияние на принимаемые решения и влияют на результативность деятельности компаний. Наличие агентских противоречий между менеджерами-собственниками обуславливает увеличение прямых и косвенных расходов на снижение оппортунизма управляющих за счет контрактов, мониторинга и контроля. Такие затраты обозначаются как агентские издержки собственного капитала. Агентские модели структуры капитала, развитые М. Дженсенем и У. Меклингом (Jensen, Meckling, 1976) (Таблица 3), направлены на исследование привлечения долга, как способа снижения оппортунистического поведения менеджмента. Если контракты не снижают агентские противоречия менеджера-собственника, то привлекается долговое финансирование. Увеличение долга воспринимается менеджментом как дисциплинирующий механизм в связи с необходимостью осуществлять выплаты по долгу, но усиливает потенциальную неустойчивость компании, повышает агентские издержки долга. Оптимальная структура капитала достигается при минимизации агентских издержек.

В агентской модели структуры капитала С. Гроссмана и Д. Харта (Grossman, Hart, 1982) привлечение долга накладывает дополнительные обязательства на менеджмент, во избежание потенциального банкротства, менеджмент вынужден ограничить свое оппортунистическое поведение.

В агентской модели структуры капитала Р. Штульца (Stulz, 1990) менеджмент для демонстрации результата своих действий не выплачивает дивиденды, а реинвестирует нераспределенную прибыль, в том числе – в убыточные проекты. Привлечение долга ограничивает такое распределение средств. Оптимальная структура капитала определяется как баланс издержек от обслуживания долга с издержками от переинвестирования.

В агентской модели структуры капитала М. Харриса и А. Равива (Harris, Raviv, 1991) исследуется крайнее проявление агентского конфликта, когда компания настолько убыточна, что наилучшей стратегией является ликвидация. Но менеджмент избегает этого, чтобы не допустить потерю своей репутации, и компания продолжает свою деятельность. Привлечение долга

способствует росту издержек и возможной ликвидации компании, что является более приоритетным для собственников, поскольку они получают большую выгоду от ликвидации (например, продажа активов). Оптимальная структура капитала определяется балансом выгод от банкротства и привлечения долгового финансирования.

**Таблица 3.** Результаты исследования агентских моделей структуры капитала

Модель	Область возникновения конфликтов	Проявление конфликтов	Выгоды от увеличения долга	Издержки от увеличения долга	Оптимальная структура капитала
Дженсен и Меклинг (Jensen, Meckling 1976)	Доходы управляющих	Присвоение средств компании управляющими	Увеличение ответственности	Процентные выплаты	Баланс агентских издержек долга и собственного капитала
Гроссман Харт (Grossman ,Hart, 1982)	Угроза потери репутации менеджмента и привилегий в случае банкротства	Вложение ресурсов в проекты, увеличивает обозначает активность деятельности менеджмента	Рост долга характеризует уверенность менеджмента и активность деятельности	Процентные выплаты; нерациональные управленческие решения могут привести компанию к банкротству	Максимизация и минимизация издержек банкротства
Штульц (Stulz, 1990)	Переинвестирование	Переинвестирование менеджментом вместо осуществления выплат акционерам	Снижение свободных денежных потоков	Недоинвестирование	Баланс издержек от перефинансирования и привлечения долга
Харрис и Равив (Harris и Raviv, 1991)	Невозможность банкротства, снижение ликвидационной стоимости	Продолжение деятельности при неблагоприятных условиях; боязнь снижения репутации управляющих	Предоставление менеджерам возможности банкротства компании	Недоинвестирование, раскрытие инсайдерской информации о компании, угроза ликвидации компании	Оптимальный баланс выгод от долгового финансирования и возможности реорганизации

*Источник:* систематизировано соискателем (в работе Красильникова и др., 2010b)

Доступность заемного финансирования для фирм, испытывающих трудности, является не реалистичным допущением агентских моделей структуры капитала. Также не учитывается влияние налогов и транзакционные издержки.

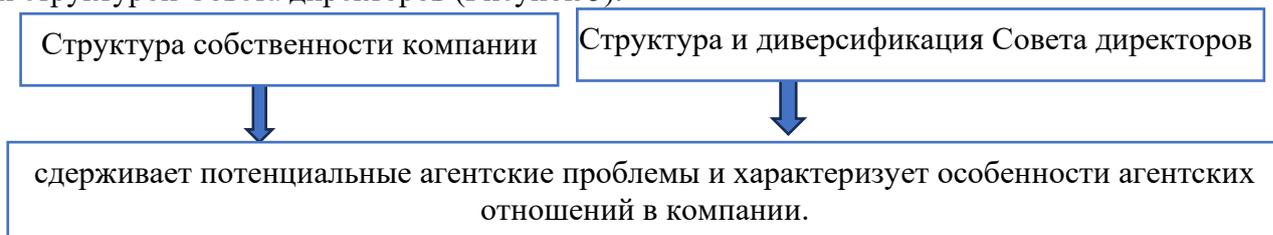
Управляющие склонны использовать меньше ресурсов фирмы на личные нужды с ростом своей доли в собственности компании. Вместе с этим Р. Моком, А. Шляйфером и Р. Вишны (Morck et all, 1988) выявлен обратный эффект; рост менеджерской собственности может

вызывать «окапывание»: менеджеры почувствуют себя настолько уверенно и будут отлынивать от своих обязанностей, что в итоге снижает стоимость компании.

Другим аспектом изучения выступает финансовая архитектура компании, которая состоит из следующих компонентов: структура капитала, структура собственности и корпоративное управление в компании и представляет «системную конструкцию» (Myers, 1999). Структура собственности и корпоративное управление (структура и диверсификация Совета директоров как ключевой орган) способствуют согласованию интересов и снижению агентских конфликтов в компании. В рассматриваемом подходе корпоративные отношения<sup>31</sup> и потенциальные агентские конфликты зависят от: более широких аспектов изучения структуры собственности компании, в том числе – государственное участие-собственники компании, миноритарные-мажоритарные собственники, менеджмент-собственники, а также – от более сильного участия директоров, нежели согласно агентской теории (Ивашковская, и др., 2015 с. 30, с. 124).

Для компаний с высокой концентрацией собственности существенным является иной потенциальный агентский конфликт между интересами крупных и мелких собственников. Поскольку крупные акционеры скорее являются стратегическими, заинтересованы в реинвестировании прибыли (что снижает выплаты дивидендов) и активизации роста. Миноритарные акционеры преимущественно нацелены на получение краткосрочных результатов, рост стоимости акций и получение дивидендов (Красильникова, 2013а). Также крупные собственники не заинтересованы в ухудшении репутации и последующей реакции рынка в виде снижения котировок, поэтому не склонны к публичному раскрытию конфликтов.

Особенности агентских отношений характеризуются структурой собственности компании и структурой Совета директоров (Рисунок 5).



**Рисунок 5. Характеристики особенностей агентских отношений согласно подходам агентской теории и концепции финансовой архитектуры**

*Источник:* построено соискателем

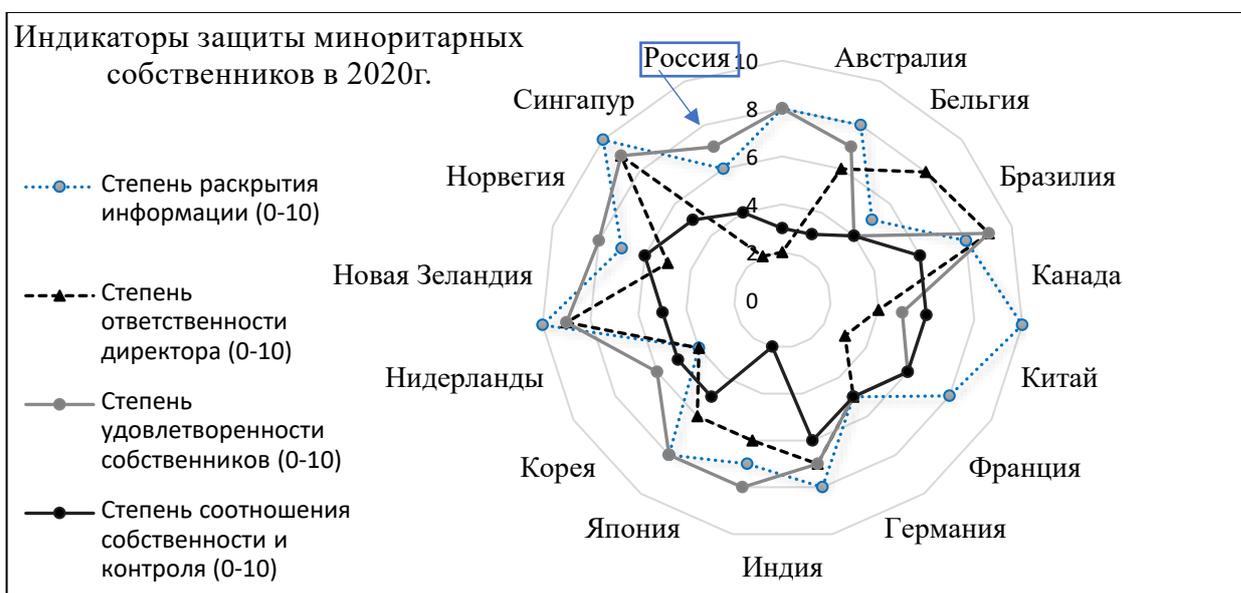
### **Особенности агентских отношений в России**

Как было обозначено ранее, агентские отношения влияют на финансирование и также выступают существенным компонентом в разработке стратегии финансирования. Поэтому целесообразно систематизировать и выявить особенности агентских отношений, предпочтения и

<sup>31</sup> Иными словами, в понимании соискателя – агентские отношения.

противоречия собственников и менеджмента, определить потенциальные агентские проблемы, проанализировать их воздействие на предпочтительные источники финансирования для российских компаний. Это важно для качественного проведения дальнейшего исследования и определения релевантных факторов.

В зависимости от развитости институциональной среды, по-разному проявляются особенности агентских отношений. Для компаний, действующих в сильной институциональной среде (например, Сингапур, Канада), выше защита прав собственников, а наличие нескольких крупных собственников воспринимается как негативный сигнал, согласно оценкам Всемирного банка (Рисунок 6). В России, несмотря на усиление защиты миноритарных собственников, присутствует отставание по индикатору ответственности директора, распределению прав и контроля, раскрытию информации от развитых стран (Красильникова, 2014а). Для российских компаний одной из наиболее насущных проблем остается низкая персональная ответственность лиц, принимающих решения. Тем не менее, отмечены позитивные тенденции в сторону повышения открытости, прозрачности, решения агентских конфликтов без обращения в суды, построения такой системы корпоративного управления, которая позволяет сбалансировать интересы участников экономической активности предприятия. При этом, выделяется высокая роль прав акционеров – их участие в корпоративных решениях.



**Рисунок 6. Компоненты защиты прав собственности**

*Источник:* построено соискателем на основе данных Всемирного банка<sup>32</sup>

В условии слабости институциональной среды концентрация собственности выступает, как мера защиты компании от враждебного поглощения (Stiglitz, 1999). Например, для российских компаний традиционно исследуемые противоречия интересов менеджера-

<sup>32</sup>Protecting minority investors //The World Bank. URL: <https://archive.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/protecting-minority-investors> (дата обращения 14 сентября 2022)

собственника в форме агентских конфликтов не являются определяющими. Как правило, крупный собственник выполняет функции управляющего и активно вовлечен в операционную деятельность. Наличие собственности у менеджмента кардинально не изменяет его поведения. В связи с этим, включение в модели переменных, характеризующих менеджмент, не является существенным. Более важным представляется изучение концентрации собственности и взаимодействия крупных собственников. Определено наличие положительной связи концентрации собственности и результативности компаний для стран с низким качеством институциональной среды (Thomsen, Pedersen, 2000). Подтверждается положительное влияние концентрации собственности на рентабельность для российских компаний (Быкова, 2017; Рыбалка, 2020).

Соискатель так же предполагает, что для российских компаний аккумулятивное значение собственности имеет другое стратегическое значение. В постприватизационный период концентрация являлась адекватной мерой в связи со слабостью институциональной среды, неуверенностью акционеров в защите их прав и уязвимостью компаний. В настоящее время повышается защита прав акционеров, улучшается институциональная среда. *Концентрация* не является негативным индикатором агентских отношений российских компаний; *обозначает вовлеченность крупного собственника в долгосрочные приоритеты развития компании.*

При низкой концентрации собственности существует множество мелких акционеров. Так, большое число собственников увеличивает различия их интересов, размывает определенность единой цели (Красильникова, 2018а). Наличие нескольких крупных собственников балансирует потенциальную дискриминацию и реализуется во взаимоконтроле, однако кардинальное расхождение интересов может вызывать непримиримые разногласия, например кейс ПАО ГМК «Норникеля». При высокой концентрации собственности, крупные акционеры заинтересованы в стратегическом долгосрочном развитии своей компании.

Согласно ранним результатам соискателя по изучению крупных публичных российских нефинансовых компаний с 2005 г. по 2011 г. *определено нелинейное влияние концентрации собственности на численность агентских конфликтов* (Красильникова, 2016b). Концентрация собственности исчисляется как сумма квадратов долей мажоритарных акционеров — индекс Герфиндаля-Гиршмана. Аналогичный расчет концентрации собственности проводился в работах (Быкова и др., 2017; Рыбалка, 2020; Demsetz, Villalonga, 2001).

Полученные результаты дают основание полагать, что существует определенное *пороговое значение концентрации собственности, при превышении которого снижаются агентские конфликты.* Это соответствует выводам Т.Г. Долгопятовой о снижении конфликтов и усилении мониторинга, если в собственности компании присутствует несколько крупных собственников (Долгопятова, 2012).

Кроме того, для российских компаний имеет значение участие государства, как механизм стимулирования и финансовой поддержки. Однако до 2019 г. даже для организаций из Перечня системообразующих не гарантировано кредитование, а предлагается сочетание инструментов господдержки, таких, как субсидирование процентных ставок, реструктуризация задолженности, использование кредитов крупных государственных банков (Блохин, Кривова, 2021). Однако возникает проблема чрезмерного давления государства и существенного разрыва в результативности «поддерживаемых» компаний и компаний без господдержки.

Для выборки компаний из 28 стран, входивших ранее в СССР и в Совет экономической взаимопомощи, определено, что государственное участие негативно воспринимается топ-менеджментом и усиливает ограничения в привлечении финансирования (Teplova et al., 2020). Кроме того, непосредственно для российских компаний получено нелинейное влияние государственного участия на доходность к погашению корпоративных облигаций (стоимость долга) (Teplova, Sokolova, 2019).

Более подробно типы агентских конфликтов и агентские издержки для российских крупных публичных компаний представлены в работе (Красильникова, 2010а; Красильникова 2016b) и в Приложении 1.

Подводя итог вышесказанному, развитие классических теорий структуры капитала происходит за счет расширения представлений о факторах и особенностях, влияющих на выбор долга и собственного капитала. Оппортунизм управляющих сдерживается привлечением заемного финансирования и наращиванием обязательств по долгу в компаниях с распыленной собственностью. Однако для российских компаний с концентрированной собственностью и значительным участием собственников в принятии решений конфликт менеджера-акционера не является определяющим. Так, концентрация собственности обозначает вовлеченность крупного собственника в стратегическое развитие компании. Так же в таком случае не требуется увеличивать долг, определять баланс агентских издержек долга и собственного капитала для минимизации злоупотреблений менеджмента.

Таким образом, агентские отношения в компании характеризуются структурой и концентрацией собственности, структурой Совета директоров, которые согласно концепции финансовой архитектуры неразрывно связаны с источниками финансирования и со структурой капитала. Поэтому важно включить в анализ и обосновать связь между следующими компонентами стратегии финансирования: *особенностями агентских отношений – со структурой капитала компании*. Далее приведены результаты эмпирических исследований влияния особенностей структуры собственности и числа Совета директоров на структуру капитала компании.

### 1.3. Поведенческие теории структуры капитала и агентские отношения в контексте устойчивого развития

Для развития научно-методического подхода к разработке стратегий финансирования в диссертации выделены компоненты стратегии и изучены взаимосвязи между ними. Сначала проводится анализ влияния особенностей агентских отношений на привлечение финансирования в существующих научных и эмпирических трудах (связь: агентские отношения – структура капитала).

Отсутствие подтверждения следования компаниями определенной классической теории структуры капитала определяется также воздействием поведенческих характеристик на принятие решений, что повлияло на развитие поведенческих теорий структуры капитала.

Как было показано ранее, в компаниях со множеством мелких акционеров менеджмент более склонен к использованию собственных средств компании, поскольку привлечение долга выступает как дисциплинирующий фактор и накладывает обязательства (Красильникова, 2013а). Откладывание проведения эмиссий акций может быть объяснено приоритетностью для управляющих реинвестировать прибыль и активизировать рост компании и не желанием выплачивать дивиденды. Ситуация меняется в случае, когда менеджер является собственником. Заинтересованность в поддержании уровня благосостояния и расширении фирмы обуславливает привлечение дополнительного финансирования, в том числе – заемных средств.

Систематизирован о различии интересов в привлечении финансирования (Рисунок 7).

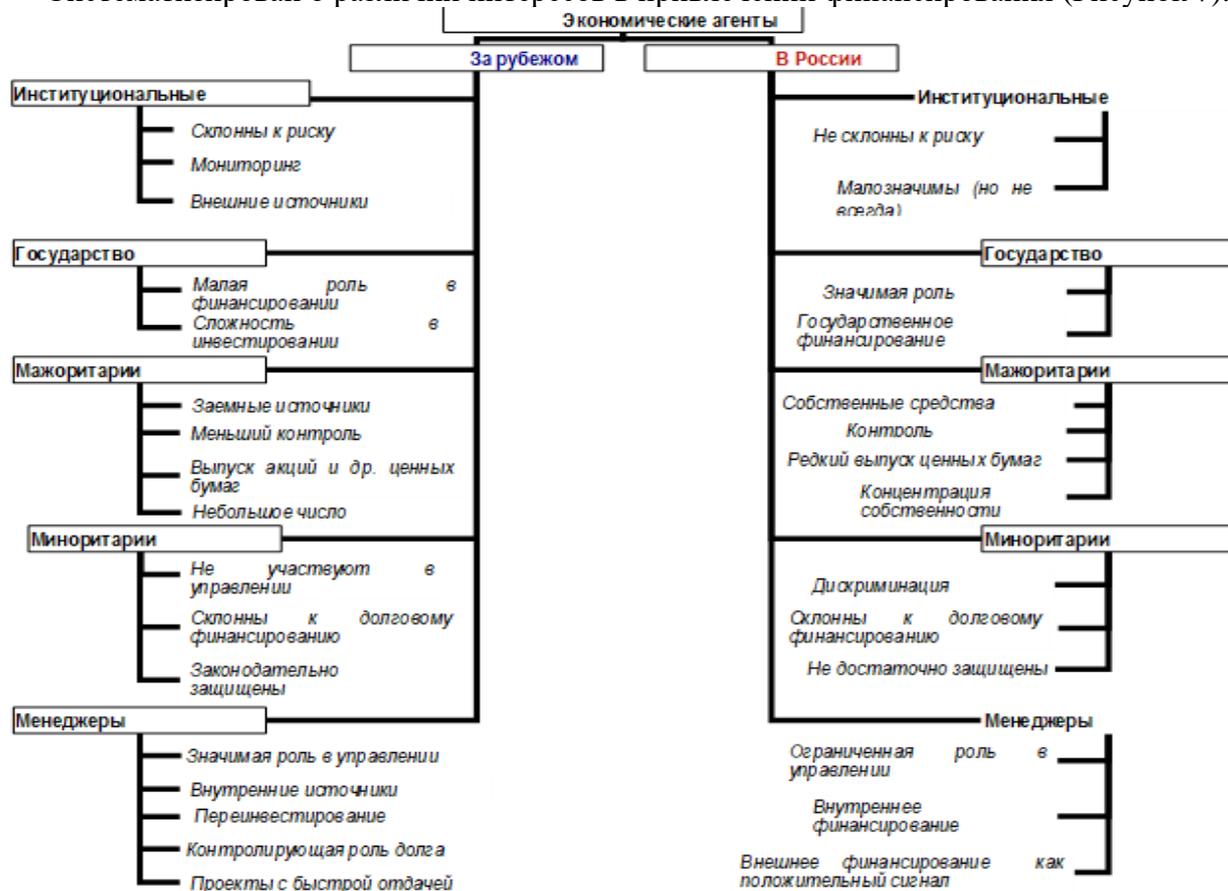


Рисунок 7. Структурные признаки различия агентов компании и их интересов

Источник: разработано соискателем (Красильникова, 2013а)

Конфликт интересов между акционерами, ориентированными на долгосрочное развитие компании, и инвесторами, ориентированными на краткосрочное видение, не является существенным. Мелкие собственники, ожидающие повышения котировок акций и дивидендов, не определяют предпочтительность источников финансирования. Также традиционно предполагается, что наличие институциональных инвесторов в акционерном капитале, с одной стороны, способствует росту объема долга из-за более высокого мониторинга, с другой стороны – нет потребности привлекать долг для снижения оппортунистического поведения управляющих, чтобы минимизировать агентские издержки собственного капитала.

Также менеджмент при принятии решений о привлечении финансирования учитывает, как текущие, так и прошлые долгосрочные настроения рынка – обоснование *теории отслеживания рынка*. Одним из индикаторов является текущее и прошлое отношение рыночной стоимости к балансовой. Так, если акции компании недооценены и, соответственно, будут расти в будущем, то выпускается заемное финансирование. Для американских компаний, прошедших первичное размещение акций (ИРО), выявлено дальнейшее снижение леввереджа (Baker, Wurgler, 2002).

На практике многие компании осуществляют выбор стратегии финансирования на основании следования за лидером отрасли или интуитивно (Красильникова, 2014а). Согласно *теории информационных каскадов*, менеджмент склонен к повторению и выбору среднеотраслевой структуры капитала или лидеров (Bikhchandani, Hirshleifer, 1998), в том числе из-за нежелания осуществлять дополнительные аналитические действия (Долгопятова, 2012), а также – в связи с отсутствием методики разработки стратегии финансирования. Для отечественных фирм такое копирование структуры капитала определяет преимущественное использование собственных средств.

Также исследуется влияние *поведенческих факторов*, таких как характеристики менеджмента, возраст, опыт, образование, риск, оптимизм на выбор структуры капитала. На развивающихся рынках, именно компетенции менеджмента выступают драйвером эффективности компаний (Ивашковская и др., 2015). Менеджеры-оптимисты считают себя хорошими специалистами, переоценивают свои характеристики и признают акции своей компании недооцененными (Graham, Harvey, 2001).

Согласно Ю. Малмендейру и Г. Тату (Malmendier, Tate, 2005), самоуверенность снижает привлечение внешнего переоцененного финансирования. Самоуверенные менеджеры склонны к наращиванию долговой нагрузки компании, что увеличивает леввередж.

В результате, выделяется ряд переменных, которые адекватно характеризуют компоненты финансовой архитектуры компании:

Особенности агентских отношений

- *Структура собственности* – концентрация собственности (Быкова и др., 2017; Кузнецов, Муравьев, 2002; Рыбалка, 2020; Demsetz, Villalonga, 2001), доля государственной собственности (Долгопятова, 2004; Кузнецов, Муравьев, 2002; Макарова, Андрианова, 2020; Strebulaev, 2013; Teplova et all, 2019;), доля менеджерской собственности (Кокорева и др., 2023; Leland, Pyle, 1977; Morck et all, 1988;)
- *Структура Совета директоров* – размер Совета директоров (число всех директоров) (Ивашковская и др., 2015; Федорова, 2022; Goodstein et all, 1994; Teplova et all, 2019), доля независимых директоров (Ивашковская и др., 2015; Кокорева и др., 2023; Федорова, 2022; Jang, 2020).
- *Структура капитала компании* – балансовый левередж: отношение долга к балансовой стоимости активов или собственного капитала; рыночный левередж: отношение долга к рыночной стоимости активов или собственного капитала (Березинец и др., 2010; Кокорева, 2019; Федорова, 2022; Chasiotis, 2023; Frank, Goyal, 2009; Graham, Robert, 2015; Jang, 2020; Rajan, Zingales, 1995).

Далее обозначено влияние особенностей агентских отношений на структуру капитала (Таблица 4).

**Таблица 4.** Влияние особенностей агентских отношений на структуру капитала

Агентские факторы, влияющие на Левередж	Результаты влияния на левередж компаний	Интерпретация результатов	Выборка / Исследователи
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Низкий размер Совета директоров</li> <li>• Собственность СЕО</li> <li>• Срок нахождения директора на посту</li> </ul>	Нулевой долг	В фирмах с более зависимым и небольшим Советом собственники контролируют денежные потоки, а привлечение долга является более рисковым для них.	Компании США (Strebulaev, Yang, 2013)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Агентские издержки</li> <li>• Наличие собственности менеджмента (участие в акционерном капитале компании)</li> </ul>	<p>Снижение долгосрочного долга</p> <p>Нелинейное влияние на левередж</p>	<p>Высокие агентские издержки обозначают наличие агентского конфликта менеджера-собственника, когда управляющий не эффективно использует средства компании.</p> <p>Незначительная собственность менеджмента определяет конвергенцию интересов с собственниками – использование долга и не размывание собственности.</p>	Компании БРИК (в т.ч. – российские) и Восточной Европы (Kokoreva, Ulugova, 2013).
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Наличие менеджерской собственности</li> </ul>	Рост долгосрочного левереджа в малых и крупных компаниях, но снижение краткосрочного	Участие менеджмента в капитале малых компаний расширяет доступность долгосрочного заемного финансирования, снижает потенциальный оппортунизм управляющих.	Российские компании (Ivanov, 2010)

• Собственность государства	Снижение левеверджа для малых и крупных компаний	Компании с высоким государственным участием не испытывают потребность в выгоде от налогового щита. В таких компаниях менее остро стоит проблема оппортунизма управляющих.	
• Агентские издержки  • Собственность государства	Снижают левевердж  Повышает левевердж	Снижение долга при наличии агентских издержек свидетельствует о контроле денежных потоков собственниками  Российские компании с государственным участием обладают большими возможностями в привлечении заемного финансирования.	▪ Российские компании (Макарова, Андрианова, 2020)
• Концентрация собственности	Повышает левевердж	Для канадских компаний определена позитивная роль крупного собственника в привлечении заемного финансирования.	▪ Канадские компании (King, 2008)
• Концентрация собственности • Директор-акционер  • Размер Совета директоров	Повышает левевердж  Снижает левевердж	Для португальских фирм выявлено позитивное влияние на привлечение заемного финансирования наличие крупного собственника и наличие директора, который является собственником. Слишком большой Совет определяется неэффективным.	▪ Португальские компании (Pacheco, 2020)
• Размер Совета директоров • Доля независимых директоров	Повышает вероятность ненулевого долга	Для американских фирм получено позитивное влияние структуры Совета директоров на политику ненулевого долга.	▪ Американские компании (Кокорева и др., 2023)

*Источник:* систематизировано соискателем

Таким образом, систематизация выводов научных исследований структуры капитала, а также из практики компаний определяет существенное воздействие особенностей агентских отношений: структуры собственности, концентрации, агентских издержек, структуры Совета директоров на предпочтительность источников финансирования.

Ряд выделенных переменных, характеризующих особенности агентских отношений, использован в эмпирическом исследовании связи между компонентами стратегии финансирования: *особенностями агентских отношений – со структурой капитала* в Параграфе 2.2.2. Главы 2. Предполагается позитивное влияние концентрации собственности и государственного участия, числа директоров на привлечение заемного финансирования и увеличение левеверджа российскими компаниями.

Соискатель полагает, что в науке в неявном виде исследуются аспекты «ответственного» поведения как результатов и выводов традиционных теорий и концепций (Таблица 5). Однако преимущественно изучались особенности снижения агентских противоречий и оппортунизма, рост удовлетворенности собственников, гармонизация агентских отношений, снижение асимметрии информации – все это является элементами и признаками этичного ведения деятельности и «ответственного» поведения в контуре достижения ЦУР (*индикатор Governance, G*).

**Таблица 5.** Аспекты «ответственного» поведения в теоретических концепциях

Теория / Концепция	Выводы / Проявление «ответственного» поведения
Стратегический подход	Преодоление разобщенности предпочтений и системное долгосрочное видение развития компании.
Стейкхолдерская теория	Конвергенция социальных и этических аспектов, вовлеченность управляющих в деятельность.
Агентская теория	Снижение оппортунизма менеджмента, конвергенция интересов с собственниками при участии управляющих в капитале, привлечение независимых директоров усиливает рост мониторинга.
Влияние структуры собственности	Для компаний с крупными собственниками на развивающемся рынке, высокая концентрация – позитивный признак и характеристика вовлеченности собственника в деятельность, снижение оппортунизма менеджеров.
Влияние Совета директоров	Размер Совета директоров и наличие независимых способствуют защите интересов. Характеристики директоров: независимость, опыт, репутация, образование снижают агентские противоречия.
Теория иерархии структуры капитала	Преодоление асимметрии информации – использование наименее рискованных источников финансирования.
Агентские теории структуры капитала	Привлечение долга как дисциплинирующего фактора, снижающего оппортунизм управляющих.
Сигнальная теория структуры капитала	Выпуск долга как положительный сигнал инвесторам об успешности компании.

↓

В традиционных научных концепциях учитываются аспекты «ответственного» поведения.
---

*Источник:* составлено соискателем

В настоящий момент в практике современных компаний формируется *новая парадигма*, когда ключевыми ориентирами и приоритетами выступают не только интересы собственников и защита собственности, качество управления (*индикатор Governance, G*), но и принимается во внимание экологическая политика компании, влияние от ее деятельности на окружающую среду (*Environmental, E*) и социальная политика компании (*Social, S*).

С позиции устойчивого развития соискателем предполагается, что *внутренним нефинансовым драйвером* изменений в сторону достижения ЦУР и улучшения индикаторов устойчивого развития ESG выступает гармонизация *агентских отношений*. Структура и концентрация собственности, структура Совета директоров характеризует не только снижение агентских противоречий и повышение *качества управления (G)*, но и может способствовать усилению экологической политики на уровне компании, влиять на снижение негативного эффекта от деятельности компании на *окружающую среду (E)*, воздействовать на проводимую *социальную политику (S)* компании.

В свою очередь, следование компаниями принципам устойчивого развития и улучшение ESG результатов способствует расширению источников финансирования – привлечение *устойчивого финансирования*<sup>33</sup>. Увеличение инструментов финансирования определяет изменение в структуре капитала компаний. Гипотезы и эмпирическое исследование по связи *особенности агентских отношений – следование устойчивому развитию* представлено в Главе 2.

Таким образом, в Параграфах 1.1 – 1.3 обоснованы различия предпочтительности источников финансирования в контексте влияния финансово-экономических факторов и особенностей агентских отношений: структуры собственности, агентских издержек, Совета директоров на структуру капитала (левередж – отношение долга к активам или собственному капиталу). В результате, *стратегия финансирования и структура капитала не являются тождественными понятиями*. Подход к разработке стратегий должен быть представлен шире, нежели факторное влияние на структуру капитала, которое, в свою очередь, является, безусловно, необходимым для формирования стратегий финансирования.

## **1.4. Теоретико-методическое представление о финансировании компаний: от структуры капитала – к стратегии финансирования**

### ***1.4.1. Ограниченность представления о финансировании компаний на основе изучения только структуры капитала***

Анализ научных публикаций показал отсутствие однозначного или унифицированного определения не только стратегии финансирования, но и стратегии в целом. Это приводит к расплывчатому представлению о сути стратегии и к смешению понятий.

Соискателем поставлена задача *усовершенствовать теоретико-методический подход к исследованию финансирования*. Для этого, прежде всего, изучено понятие стратегии в целом, более полно представлено в статье (Красильникова, 2017d):

А. Чандлер (Chandler, 1962) определяет стратегию как параметр, предшествующий созданию организационной структуры – элемент стратегического планирования, который связан с достижением целей организации при использовании необходимых ресурсов (ресурсный

---

<sup>33</sup> Согласно International Capital Market Association (ICMA) устойчивое финансирование вносит вклад в достижение Целей устойчивого развития, экономической устойчивости финансируемых компаний, устойчивости финансовой системы. Согласно выводам Внешэкономбанка (ВЭБ), устойчивые финансы выступают инструментами в повестке устойчивого развития. К таким инструментам относятся: облигации или кредиты, направленные на «зеленые», адаптационные, социальные и прочие проекты устойчивого развития. В диссертации так же используется термин устойчивое финансирование, который соответствует представлениям ВЭБ и является более широким, чем строго определение «зеленого» финансирования. Под устойчивым финансированием понимается социальное, зеленое и адаптационное финансирование, которое предполагает привлечение капитала в социальные и экологические проекты, в традиционные проекты, в которых уделяется внимание, к примеру, защите окружающей среды или использованию ресурсов, также – привлечение финансирования в компании, показывающие высокие ESG результаты. Таким образом, источники финансирования компаний расширяются при условии следования компаниям принципам устойчивого развития, в том числе, определяемым через ESG.

подход). И. Ансофф (Ansoff, 1979) связывает стратегию с выполнением определенных правил для принятия решений, а также – управленческих выборов, расширяя методические подходы от долгосрочного прогнозирования к стратегическому планированию, переход от анализа будущего – к настоящему. Согласно Г. Минцбергу и др. (Mintzberg, 1998), стратегия компании представляет собой сочетание различных элементов стратегии (компонентов). Стратегия означает план действий для достижения определенной цели, разработанной заранее; стратегия является механизмом или приемом для конкурентной борьбы; стратегия – это определенные установки или вариативность действий, соответствующие той или иной изменяющейся внешней и внутренней среде; стратегия рассматривается как позиция во взаимодействии с внешней средой или как перспектива развития компании. Стратегия создает уникальность и конкурентоспособность согласно М. Портеру (Porter, 1980).

Основоположник стратегического планирования в России, Г.Б. Клейнер, полагает, что стратегия является полным и непротиворечивым комплексом отдельных, при этом взаимосвязанных стратегических решений; которая обязательно должна учитывать предпочтения собственников и коллектива предприятия, интересы самого предприятия, а также, что зачастую упускается из анализа – интересы общества. Он выделяет различные направления стратегии в зависимости от того, на кого они направлены, кто является конечным реципиентом: товарно-рыночная стратегия; ресурсно-рыночная стратегия; технологическая стратегия; интеграционная стратегия; инвестиционно-финансовая стратегия (генеральный план, набор решений о способах привлечения и использовании финансовых ресурсов); социальная стратегия; стратегия управления (Клейнер, 2008, 2014, с. 21).

Согласно А.Л. Блохину и Д.Б. Кувалину (Блохин, Кувалин, 2023), наряду с внешними вызовами, существует недостаточная связь инструментов программно-целевого управления и планирования деятельности отечественных организаций, что ставит задачу развить новую архитектуру стратегического планирования. Одним из направлений решений выступает взаимоувязанная вертикаль системы показателей в стратегических документах и на практике.

Нескоординированность и несоответствие является старой и актуальной проблемой. Так, С. Майерс (Myers, 1984) отмечал, что положения финансовой теории и стратегического планирования плохо согласованы между собой (более подробно представлено в статье Красильникова, 2018d). В стратегическом планировании цель формируется на верхнем уровне, а финансовые решения, наоборот, формируются на частном и детальном уровне. Стратегическое планирование включает процессы решений по привлечению ресурсов (Однако не учитывается разная стоимость капитала компании и предполагается достаточность капитала).

Финансовые планы – инструмент управления финансами компании, предполагает постановку целей, критерии оценки и способы достижения цели. В финансовом плане отражены

вопросы, связанные с прогнозами о движении денежных средств, наличием внутренних источников финансирования, допустимыми значениями коэффициентов ликвидности и устойчивости, в конечном итоге, – способствует ли принятый план росту благосостояния акционеров (Красильникова, 2018d).

Инвестиционная и финансовая политика представляет собой процесс того, как компания разрабатывает планы, каким образом они реализуются, как проводится проверка соответствия обозначенных планов и их реализации (Myers, 1984, p. 287). Р. Брейли и С. Майерс (Myers, 1984, p. 486) отмечают «бухгалтерское видение мира в силу в моделях корпоративных финансов» в связи с ограниченностью использования инструментов финансового анализа, рыночных и рискованных параметров. Кроме того, разработка инвестиционной политики по сравнению с финансовой, представляется более полной, поскольку: «бюджет капитальных вложений должен, кроме всего прочего, отражать стратегические планы корпорации» (Myers, 1984, p. 288). Политика заимствования определяет способы финансирования фирмы, привлечение различных инструментов финансирования (Myers, 1984, p. 464). Более детально, выбор структуры капитала (соотношение ценных бумаг компании в трактовке Р. Брейли и С. Майерс) – обозначается как маркетинговая проблема с задачей поиска такой комбинации собственного и заемного капитала, которая максимизирует акционерную стоимость (Myers, 1984, p. 465). При этом, финансовые решения «не имеют такой завершенности», как инвестиционные.

Таким образом, они не выделяют различия в терминологии понятий финансовой политики, финансовых решений, стратегии финансирования (Красильникова, 2018d).

По результатам комплексного анализа научно-практических работ в корпоративных финансах и выводов, полученных ранее, установлено, что финансирование компании преимущественно исследуется через концепцию структуры капитала. При этом существует смешение понятий структуры капитала компании:

Как финансовый выбор между долгом и собственным капиталом (Donaldson, 1961); выбор долговой нагрузки (Titman, Wessels, 1988); выбор отношения долга к собственному капиталу (Novakimian et al, 2001); финансовый выбор (Nivorozhkin, 2005).

Как финансовые решения (Rajan, Zingales, 1995);

Как финансовое поведение (Frank, Goyal, 2003).

Выводы о взаимосвязи агентских особенностей и корпоративной политики структуры капитала (Strebulaev, Yang, 2013).

А. Дамодаран (Damodaran, 2010), ученый и практик в области корпоративных финансов, обосновывает выбор структуры капитала как необходимый компонент финансовых решений компании (Красильникова, 2020b). В то же время, он определяет изменение долговой нагрузки как стратегию финансирования компании. В рамках финансовых решений исследуется выбор

структуры капитала, определяется рациональное соотношение долга и собственного капитала в течение определенного времени, производится оценка рентабельности финансовых вложений для собственников, вычисляются денежные потоки. Итоговой целью анализа финансирования является вывод об оптимальности сочетания долга и собственного капитала: если доля заемного капитала высока, то компания перелевереджирована и наоборот. Следующий этап анализа – определение возможности перехода компании к оптимальному левереджу. При прочих равных, изучение финансирования компании происходит через концепцию структуры капитала. Для этого изучается левередж компании, который рассчитан как отношение долга к собственному капиталу (по балансовой или рыночной стоимости) или к активам. Далее эмпирически оценивается факторное влияние на левередж и устанавливается скорость возвращения (приспособления) левереджа при шоках или отклонениях факторов.

Согласно выводам российских исследователей, структура капитала – значимый компонент финансовой стратегии, который влияет на создание стоимости компании (Ivashkovskaya, Solntseva, 2009). Также формирование структуры капитала определено как стратегический параметр, который связан с агентскими факторами, а поиск оптимальной структуры капитала – это элемент финансового анализа (Ивашковская, Янгель, 2007). Кроме того, формирование структуры капитала обладает долгосрочным горизонтом в форме последствий стратегического характера. В рамках стратегии финансирования компании проводится анализ переменных, влияющих на структуру капитала и на изменение структуры капитала (Ивашковская и др., 2019). Структура капитала является компонентом финансовой стратегии, отражает соотношение между источниками, направленными на обеспечение присутствия компании на рынке в условии общей стратегии развития (Теплова, 2010). Рассматриваются два основных направления финансовых решений – выбор структуры капитала и дивидендной политики. Финансовая стратегия – как генеральный план по обеспечению и использованию финансовых ресурсов (Клейнер, 2008). И.А. Бланк (Бланк, 2006) характеризует финансовую стратегию компании функциональной стратегией; она может быть генеральной и оперативной; ориентирована на разработку долгосрочных финансовых целей; направлена на привлечение и распределение финансовых ресурсов; нацелена на учет изменения внешней среды.

Таким образом, выявлено неоднозначное понимание стратегии финансирования в контуре управления финансами, где *ограниченно учитываются стратегические перспективы развития компании и изменяющиеся проблемы агентских отношений* (Рисунок 8).



**Рисунок 8. Структурное представление о стратегии финансирования**

*Источник:* разработано соискателем на основе систематизации выводов исследователей

Таким образом, на основе систематизированных выше выводов можно заключить, что в теории корпоративных финансов не в полной мере освещены проблемы и вопросы стратегий финансирования, несмотря на значимость стратегического планирования в определении потребностей компании в финансировании (Красильникова, 2017d). Показана ограниченность представления стратегии финансирования исключительно на основе анализа структуры капитала компании. Это обозначает целесообразность выделения дополнительных ключевых компонентов стратегии финансирования и изучения взаимосвязей между ними, а также – обуславливает обоснованность применения системного подхода применительно к предмету исследования.

Далее соискателем выделены компоненты стратегии финансирования, показано, что системный учет взаимосвязей между компонентами позволяет *расширить концепцию финансирования: перейти от анализа структуры капитала – к комплексному и долгосрочному научному пониманию финансирования.*

#### **1.4.2. Системное понимание о стратегии финансирования в координатах устойчивого развития**

Соискатель диссертации предполагает, что теоретические представления о финансировании в концепции корпоративных финансов должны быть расширены для согласования финансового и стратегического подхода, что подтверждается выводами С. Майерса (Myers, 1984). Методика анализа структуры капитала как синонима стратегий финансирования является упрощенным подходом (Красильникова, 2017d; 2018b).

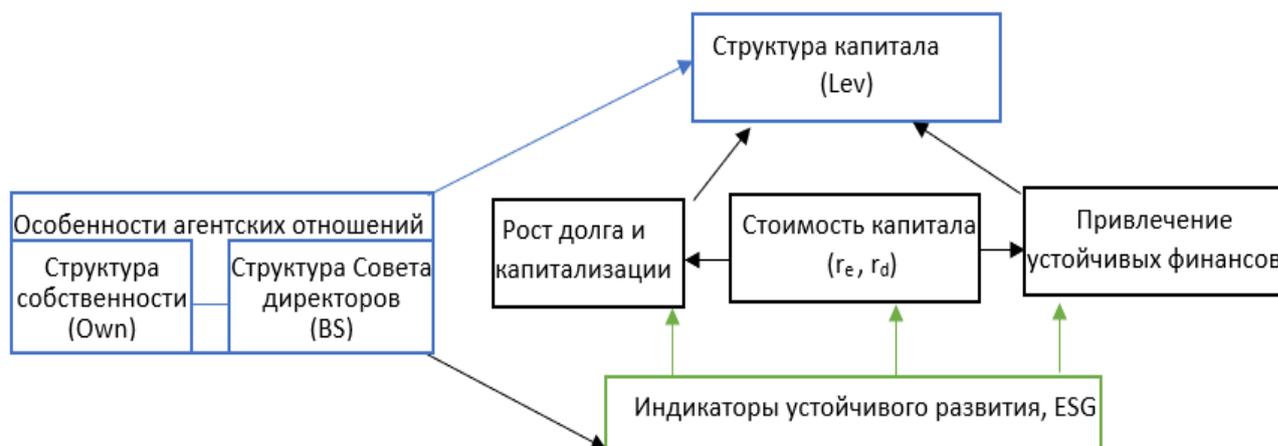
Например, особенности агентских отношений: структура и концентрация собственности, структура Совета директоров характеризуют особенности агентских отношений, воздействуют на

предпочтительность финансирования. При этом, характер агентских особенностей и предпочтительных источников финансирования меняется по стадиям жизненного цикла компании. С позиции традиционного подхода приоритетным при изучении финансирования компании является анализ ее структуры капитала. Зачастую, определяется факторное влияние на леввередж, но не следует далее изучение связей с жизненным циклом или агентскими отношениями.

Также в научных исследованиях, прослеживается определенная изолированность исследований. Например, развивается теория жизненного цикла компании, в которой ключевыми выступают организационные факторы, но не уделяется внимание финансово-экономическим факторам. Соискатель предполагает, что именно комбинация финансово-экономических факторов характеризует нахождение компании на стадиях жизненного цикла. И, при прочих равных факторах маржинальности и рентабельности, наращивание долга стимулирует переход компании со стадии медленного роста на стадию бурного роста, но тормозит ее переход со стадии бурного роста на стадию зрелости и усиливает переход со стадии зрелости на стадию спада.

Гармонизация агентских отношений, при прочих равных, улучшает следование компаниями устойчивому развитию и повышает ESG результаты. Для компаний с более высокими ESG снижается стоимость капитала и растет доступность инструментов финансирования, в том числе – устойчивых финансов: облигаций и ESG кредитов. Однако только развивается направление эмпирических исследований аспектов устойчивого развития и финансирования компаний.

Таким образом, финансовая архитектура компании: структура Совета директоров, структура собственности и структура капитала (выделены синим цветом) связаны с индикаторами устойчивого развития ESG (выделены зеленым цветом) и влияют на финансирование (Рисунок 9).



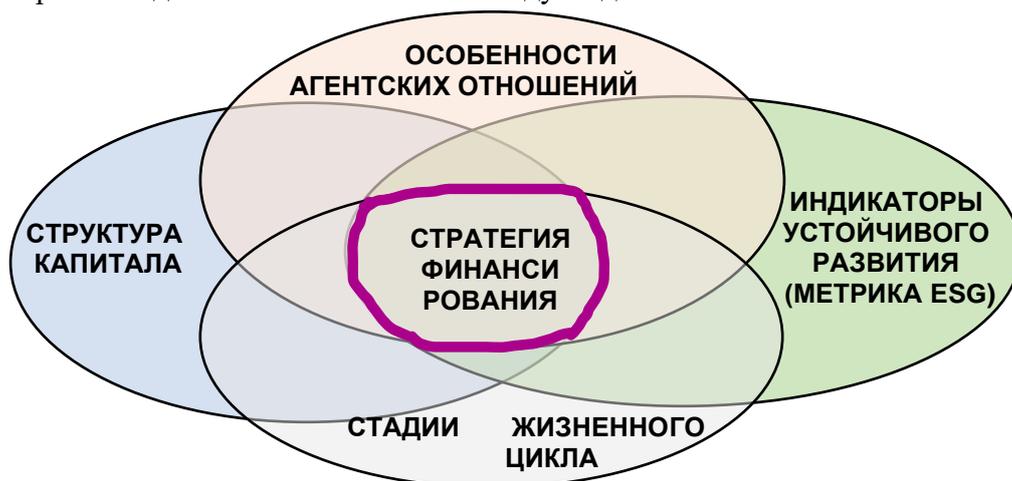
**Рисунок 9. Элементы финансовой архитектуры компании: особенности агентских отношений и структура капитала во взаимосвязи с индикаторами устойчивого развития**

*Источник:* разработано соискателем

Кроме того, сила и характер таких связей меняется по стадиям жизненного цикла компании. В дополнение к системным связям, представленным на Рисунке 9, целесообразно добавить параметры жизненного цикла компании.

Для разработки стратегий финансирования выделены ключевые компоненты стратегии: *особенности агентских отношений, структура капитала, индикаторы устойчивого развития, измеряемые через ESG результаты, стадии жизненного цикла*. Для комплексного исследования аспектов, связанных с финансированием, используется системное понимание стратегии финансирования. В связи с этим, в диссертации развита теоретико-методическая основа концепции финансирования компаний.

Далее представлены *взаимосвязи между компонентами стратегии* (Рисунок 10). Такие взаимосвязи наблюдаются для большинства нефинансовых компаний, однако проявляется разный характер в зависимости от особенностей самой компании, развитости рынка, макроэкономических и институциональных условий. Контрольные финансово-экономические факторы включены в базовые предпосылки о наличии их влияния на стратегии финансирования, учтены при исследовании взаимосвязей между выделенными компонентами.



**Рисунок 10. Системное представление стратегии финансирования на основе взаимосвязей ее компонентов (подсистем)**

*Источник:* разработано соискателем

- *Компонент стратегии финансирования – структура капитала.* Структура капитала – ключевой компонент в стратегии финансирования. На структуру капитала компании воздействуют ее финансово-экономические показатели и нефинансовые характеристики, такие как особенности агентских отношений. Анализ структуры капитала компании не является единственным фактором (для решения научно-исследовательских задач) в исследовании финансирования.
- *Компонент стратегии финансирования – агентские отношения.* Ранее соискателем обосновано и структурировано влияние агентских отношений на привлечение финансирования. Анализ и выявление характеристик особенностей агентских отношений усиливает результаты изучения их воздействия на предпочтительные источники финансирования.

- *Компонент стратегии финансирования – индикаторы устойчивого развития.* Компании, нацеленные на устойчивое развитие, ориентированы на рост ESG результатов. Гармонизация агентских отношений в компании способствует улучшению ESG. В свою очередь, для компаний с высокими ESG снижается стоимость капитала и расширяются источники финансирования.
- *Компонент стратегии финансирования – жизненный цикл.* Интересы и предпочтения участников агентских отношений, а также финансовые ориентиры и цели различаются, если компания находится на разных стадиях ее жизненного цикла. Для молодых, зрелых и стагнирующих компаний различаются приоритетные и доступные источники привлечения капитала. Учет жизненного цикла при исследовании финансирования характеризует динамичность и долгосрочность стратегии.

Согласно трудам А.А. Богданова (созданным в 1925 г.), предшественника кибернетики и теории систем, функционирование двух и более элементов, включенных в единый процесс, может при особой организации (организованности) превосходить или, напротив, уступать по эффективности функционированию этих же элементов по отдельности (Богданов, 2003). Согласно системному подходу, продолженному Л. фон Берталанфи (Bertalanffy, 1968) в общей теории систем, система – совокупность элементов, находящихся во взаимодействии между собой и средой. *Части системы связаны с целым, при этом каждая из них имеет свою собственную цель.* Система обладает также свойством самоорганизации (Никонова и др., 2022b).

В диссертации *стратегия финансирования* рассматривается как *система компонентов*, а взаимосвязи между ее компонентами характеризуют функционирование элементов системы. И учет взаимосвязей компонентов *способствует получению наибольшего синергетического эффекта*, нежели влияние отдельных компонентов.

Под *стратегией финансирования* соискатель диссертации определяет: совокупность долгосрочных решений о финансировании (имеющих долгосрочный характер<sup>34</sup> и необратимость последствий<sup>35</sup>), основанных на развитых теоретико-методических положениях и прикладной методике о системности взаимосвязей компонентов стратегии: структуры капитала, агентских отношений, жизненного цикла, индикаторов устойчивого развития. Результатом выбора разрабатываемой стратегии является матрица приоритетных источников финансирования в зависимости от характера и силы указанных взаимосвязей. (Подход → Методика → Матрица источников финансирования). В Главе 2 эмпирически исследовано и доказано наличие взаимосвязей между выделенными компонентами стратегии финансирования. По результатам эмпирического анализа и теоретических умозаключений сформулирована теоретико-методическая основа к разработке стратегий финансирования.

---

<sup>34</sup> Долгосрочность – ориентация стратегии финансирования на будущее.

<sup>35</sup> Необратимость стратегии предполагает, что она приводит к новому уровню, новым условиям, не возвращает компанию в исходную точку траектории движения.

## **Основные выводы Главы 1:**

Систематизированы и упорядочены выводы теоретических и эмпирических исследований, посвященных выявлению воздействия финансово-экономических показателей и макроэкономических индикаторов на структуру капитала компании. Так, исследование структуры капитала является необходимым, но не достаточным этапом в разработке стратегий финансирования компании (Красильникова, 2018а).

Не только финансово-экономические факторы, но нефинансовые переменные, такие как особенности агентских отношений, проявляющиеся в различии целей и интересов, разной структуре собственности и структуре Совета директоров, влияют на предпочительность источников финансирования. Исследование агентских отношений обусловлено их существенным воздействием на выбор источников финансирования.

Структурированы особенности агентских отношений для компаний с распыленной и с концентрированной собственностью. Для компаний, действующих в слабой институциональной среде (например, для российских компаний) свойственны иные внутрифирменные взаимоотношения, в которых крупные собственники вовлечены в деятельность. Концентрация собственности выступает существенным положительным атрибутом для таких компаний. И традиционный конфликт менеджера-собственника не является определяющим. В том числе, не требуется привлечение дополнительного долга как дисциплинирующего фактора для снижения агентских издержек собственного капитала. Агентские отношения и предпочтительные источники финансирования не являются статичными, видоизменяются при прохождении компанией по кривой ее жизненного цикла (Красильникова, 2018а).

Развитие концепции финансирования связано с поставленными Целями устойчивого развития (ЦУР) и следованием компаниями принципам «ответственности». Обосновано, что метрикой и индикаторами достижения ЦУР в упрощенном виде являются Environmental, Social, Governance (ESG) факторы устойчивого развития. Особенности агентских отношений, при прочих равных, способствуют «ответственному» поведению компаний, стимулируют достижение более высоких ESG результатов. В свою очередь, более высокие ESG результаты связаны с будущими финансово-экономическими показателями компании, в частности – приводят к снижению затрат на капитал, расширяют источники финансирования. Индикаторы устойчивого развития ESG выступают дополнительным целевым ориентиром в привлечении капитала.

Однако существует разрозненность и фрагментарность отдельного изучения указанных аспектов финансирования. *Пробелы в теоретических изысканиях соискатель обосновывает, прежде всего, отсутствием системного понимания стратегии финансирования компаний.* Согласно общей теории систем, обосновано применение системного подхода к изучению стратегии финансирования. Система (в диссертации – это стратегия финансирования)

рассматривается как *комплекс элементов* (применительно к предмету исследования – это компоненты стратегии финансирования), *связанных между собой и составляющих целостность системы, при этом имеющих собственные цели.*

Выделены следующие ключевые компоненты стратегии финансирования:

- Структура капитала, на которую влияют макроэкономические условия, внутрифирменные финансово-экономические факторы и нефинансовые характеристики, а именно – особенности агентских отношений: структура собственности и структура Совета директоров.
- Особенности агентских отношений, которые изменяются на стадиях жизненного цикла.
- Индикаторы устойчивого развития ESG. Как правило, результативность компаний прямо связана с индикаторами ESG. Также нефинансовые факторы – гармонизация агентских отношений улучшают ESG, что далее влияет на стоимость и структуру капитала компании и расширяет предпочтительные источники финансирования.
- Стадии жизненного цикла, которые представляют совокупность финансово-экономических характеристик компании. При прочих равных, изменение структуры капитала влияет на переход компании на новую стадию ее жизненного цикла.

Все вышеперечисленное приводит к переосмыслению научного подхода к изучению финансированию и к расширенному пониманию стратегий финансирования компаний. Подход соискателя к исследованию финансирования заключается в развитии теоретико-методических основ на основе принципов системности и динамичности, что позволяет расширить (развить) концепцию стратегии финансирования, путем идентификации и учета взаимосвязей между ее компонентами. Подход (основа) → Методика → Матрица источников финансирования.

В Главе 2 и Главе 3 обосновано, эмпирически исследовано и доказано наличие связей между выделенными компонентами стратегии финансирования компании:

- Особенности агентских отношений – со следованием компаниями устойчивому развитию, измеряемому посредством метрик ESG (Гипотезы 1-2).
- ESG – со стоимостью и структурой капитала компании (Гипотезы 3-5, Гипотеза 7).
- Особенности агентских отношений – со структурой капитала компании (Гипотеза 6).
- Особенности агентских отношений – на стадиях жизненного цикла компании (Гипотеза 8).
- Стадии жизненного цикла – с ESG результатами компании (Гипотеза 9).
- Структура капитала – со стадиями жизненного цикла компании (Гипотеза 10-20).

В результате сформулирована и представлена целостная методика разработки стратегии финансирования компаний в Параграфе 2.4. Главы 2. Предложена матрица источников финансирования, показано применение развитых теоретико-методических положений к конкретной компании в Главе 3.

## **Глава 2. Системный подход к исследованию стратегий финансирования компаний с позиции устойчивого развития**

В Главе 2 обоснованы и сформулированы теоретико-методические положения для разработки стратегий финансирования компаний с точки зрения системных взаимосвязей. Для этого сначала показаны новые инструменты финансирования для компаний, следующих устойчивому развитию и демонстрирующих высокие ESG результаты.

Далее в Главе 2 изучены, обоснованы и эмпирически исследованы взаимосвязи между следующими компонентами стратегии финансирования компании:

- Особенности агентских отношений – со следованием компаниями устойчивому развитию, измеряемому посредством метрик ESG.
- ESG-индикаторы устойчивого развития – со стоимостью капитала, структурой капитала и источниками финансирования компаний.
- Особенности агентских отношений – со структурой капитала компаний.
- Особенности агентских отношений – на стадиях жизненного цикла компаний.
- ESG – на стадиях жизненного цикла компаний.

Цели устойчивого развития формируют новые ориентиры деятельности компаний. Для компаний с более высокими ESG результатами доступен более широкий спектр финансирования, в том числе – устойчивого финансирования. В частности, в Главе 2 выявлено и эмпирически установлено, что улучшение ESG результатов снижает риски и понижает стоимость капитала для компаний. В связи с этим, важно не только оценить и установить, как рост ESG влияет на структуру капитала и на стоимость собственного и заемного капитала компаний, но также – выявить причины и условия достижения более высоких ESG результатов современными компаниями.

Компоненты стратегии финансирования: особенности агентских отношений, структура капитала, индикаторы устойчивого развития ESG являются динамичными и видоизменяются на стадиях жизненного цикла компании. Также более зрелые компании сильнее следуют принципам «ответственного» поведения, нежели компании на стадии бурного роста.

Далее в Главе 2 определены и систематизированы организационные и финансовые характеристики стадий жизненного цикла компании, поскольку возникают новые задачи и ключевые ориентиры, изменяются особенности агентских отношений и инструменты финансирования. Но в теории жизненного цикла основой являются – управленческие параметры и организационная структура компании, а не аспекты финансирования (Красильникова, 2018а). Также использование классической теории жизненного цикла для отечественных компаний

осложняется, поскольку многие компании образовывались посредством приватизации и преобразовывались из государственных – в акционерные общества, а не были созданы «с нуля» предпринимателем-основателем.

В результате, в Главе 2 на основе обоснованных теоретических положений о системном представлении стратегии финансирования, сформулированы научные положения по разработке стратегии.

## **2.1. Драйверы повестки устойчивого развития в приложении к финансированию в мире и в России**

Цели устойчивого развития (ЦУР), определенные ООН в 2015 г., обуславливают масштабную и всеобщую трансформацию экономик, меняют традиционные парадигмы и влияют на деятельность на уровне компании.

В последнее десятилетие активно исследуется проблема экологии, качественного развития экономики, снижения социальных диспропорций. Дополнение экономического подхода социальными и экологическими ориентирами означает, что теперь компании уделяют значительное внимание «ответственному» поведению наряду со своей деловой активностью, что способствует устойчивому развитию.

Существуют различные формулировки устойчивого развития. Общим является – принятие во внимание проблем окружающей среды, социальных вопросов, качества управления на основе принципа долгосрочности. «Устойчивое развитие – это такое развитие, которое удовлетворяет потребности настоящего времени, но не ставит под угрозу способность будущих поколений удовлетворять свои потребности» («Наше общее будущее», 1987 г.): Другое определение предполагает «комплекс мер, нацеленных на удовлетворение текущих потребностей человека при сохранении окружающей среды и ресурсов, то есть, без ущерба для возможности будущих поколений удовлетворять свои собственные потребности». Модель корпоративной устойчивости может быть описана при помощи категорий бизнес-устойчивости. Для российских компаний-лидеров ценность трансформируется от максимизации благосостояния собственников к более широкому созданию ценности в контексте: люди, планета, прибыль; выделяются признаки групп компаний на базе интеграции ЦУР в корпоративные стратегии (Blagov, Petrova-Savchenko, 2018; 2020).

В диссертации определено, что устойчивое развитие реализуется через следование компаниями ЦУР, которые в упрощенном виде представлены посредством метрик экологической политики компании и отношения к окружающей среде (*Environmental, E*), социальной политики (*Social, S*), качества управления (*Governance, G*) (см. Рисунок 4 в Главе 1). Экономические агенты понимают *ESG* как индикаторы устойчивого развития.

*Глобальная инициатива по отчетности (Global Reporting Initiative, GRI)*, рекомендует компаниям раскрывать результаты устойчивого развития, созданы проекты по углеродным выбросам.

Для достижения ЦУР необходимо масштабное привлечение инвестиций. Европейская комиссия и комиссия по рынкам капитала (International Capital Market Association (ICMA))<sup>36</sup> определяет необходимую роль *устойчивых финансов* как инструментов в достижении ЦУР и в устойчивости финансовой системы, а учет ESG факторов укрепляет финансовую стабильность и экономическую устойчивость финансируемых компаний.

На национальном уровне также формируется Концепция устойчивого развития. Согласно Распоряжению Правительства РФ выделены *«цели и основные направления устойчивого развития: обращение с отходами, энергетика, строительство, транспорт, промышленность, водоснабжение и водоотведение, природные ландшафты, реки, водоемы и биоразнообразие, сельское хозяйство»* (Распоряжение Правительства, 2021). Для России определены основные направления государственной политики по развитию инвестиционной деятельности в РФ и привлечению внебюджетных средств в проекты, «связанные с положительным воздействием на окружающую среду, развитием социальных отношений и иных направлений устойчивого развития, определенных международными договорами РФ» (Постановление Правительства, 2021). Также обозначены критерии зеленых и адаптационных проектов. К примеру, к «зеленым» относятся: проекты по возобновляемым источникам энергии, проекты по эффективности использования электроэнергии, по предотвращению загрязнений, проекты экологически устойчивого управления живыми природными ресурсами и землепользованием, проекты сохранения земного и водного биоразнообразия, экологически чистый транспорт, устойчивое управление водными ресурсами, системы наблюдения за климатом и системы раннего предупреждения, разработка и внедрение экологически чистых продуктов, экомаркировка или экологическая сертификация, экономная упаковка.

Банк России (ЦБ РФ) представил рекомендации для Советов директоров в акционерных обществах по учету и раскрытию ESG, устойчивого развития, климатической повестки и национальных приоритетов (Письмо Банка России, 2021). Нефинансовая отчетность в части ESG становится рекомендуемой. Законодательно обязаны предоставлять углеродную отчетность предприятия, где ежегодные выбросы превышают 150 тыс.т. эквивалента CO<sub>2</sub>. Министерство экономического развития РФ в Приказе №764 утвердило рекомендации по отчетности об устойчивом развитии, в частности обозначен перечень базовых показателей к раскрытию по

---

<sup>36</sup> Sustainable-Finance-High-Level-Definitions //International Capital Market Association (ICMA). URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/> (дата обращения 11 мая 2021)

основным направлениям: экономические, экологические, социальные и управленческие показатели.

Согласно выводам ВЭБ (ESG-финансы и роль ВЭБ, 2021) и предположениям соискателя *устойчивые финансы*<sup>37</sup> выступают инструментами в повестке достижения устойчивого развития, что корреспондируется с выводами Таксономии ЕС. Следование принципам устойчивого развития усовершенствует стратегии финансирования компаний не только в расширении инструментов, но и во включении новых целевых ковенант устойчивого развития.

К одной из групп инструментов устойчивого финансирования отнесены *устойчивые облигации: зеленые, социальные и устойчивые бонды*. Существуют достаточно строгие требования и критерии о принадлежности проектов к «зеленым», что сужает использование «зеленого» финансирования. Согласно методике Climate Bonds Initiative (CBI) – Инициативе по климатическим бондам<sup>38</sup> к «зеленым» финансам относятся долговые инструменты, займы, ценные бумаги, привязанные к активам. Они должны обязательно отвечать требованиям верификации и сертификации: быть маркированы «зелеными», раскрывать информацию публично или принадлежать к «зеленому» сектору согласно Стандартам. Первый выпуск «зеленых» бондов был осуществлен Европейским инвестиционным банком в 2007 г. Инициатива по климатическому финансированию выделяет следующие типы «зеленых» бондов: привлечение финансирования непосредственно на новые «зеленые» проекты, привлечение финансирования на рефинансирование уже имеющихся «зеленых» проектов; финансирование конкретных «зеленых» проектов (например, ветряные станции); секьюритизация для группы «зеленых» проектов; обеспеченные «зеленые» облигации; займы и конвертируемые облигации для «зеленых» проектов (Инфрагрин, 2023). Социальные и устойчивые источники финансирования могут быть направлены в качестве инвестиций в проекты, только частично показывающие социальные результаты.

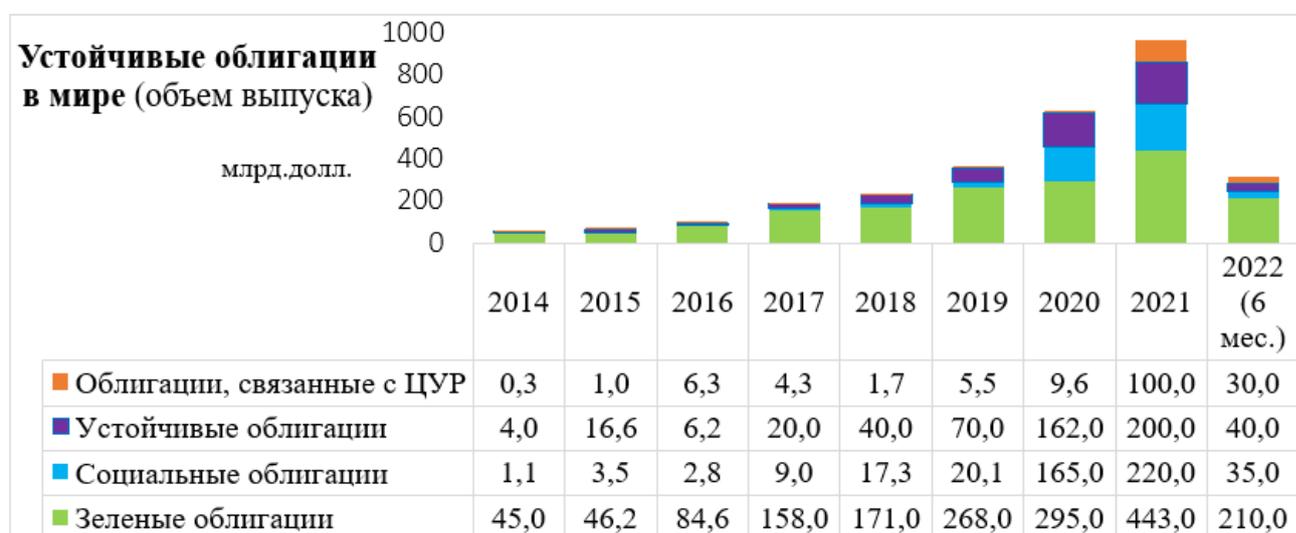
Выпуск устойчивых облигаций в мире активно растет (Рисунок 11). Наиболее популярным инструментом являются именно «зеленые» облигации, совокупный объем их выпуска на развитом рынке капитала в 4 раза превышает на развивающемся. Лидером по совокупному выпуску выступает США (334 млрд. долл.), Германия и Франция (189 млрд. долл.), Нидерланды (97 млрд.долл.). Среди развивающихся стран лидером является Китай (250

---

<sup>37</sup> В диссертации используется термин устойчивое финансирование или устойчивые финансы, который соответствует представлениям ВЭБ и является более широким, чем строго определение «зеленого» финансирования. Под устойчивым финансированием понимается социальное, зеленое и адаптационное финансирование, которое предполагает привлечение капитала в социальные и экологические проекты, также – и в традиционные проекты, в которых уделяется внимание, к примеру, защите окружающей среды или использованию ресурсов, а также – в компании, показывающие высокие ESG результаты.

<sup>38</sup> Green Bond Database Methodology // Climate Bond Initiative. URL: <https://www.climatebonds.net/market/green-bond-database-methodology> (дата обращения 16 мая 2022) В диссертации понятие бонды эквивалентно понятию облигации.

млрд.долл.), Южная Корея (27 млрд.долл.), Индия (22 млрд.долл.), Бразилия (11 млрд.долл.), а в России – (2,6 млрд.долл.).



**Рисунок 11.** Динамика устойчивых облигаций в мире

*Источник:* построено соискателем по данным Climate Bonds Initiative<sup>39</sup>

Различается также использование «зеленого» финансирования. На развитом рынке наибольшие «зеленые» инвестиции поступают в строительство зданий, немногим меньше – в энергетику и транспорт. На развивающемся рынке сектор энергетики намного опережает транспорт по привлеченному «зеленому» финансированию, а строительство находится на третьем месте.

Российский рынок инструментов устойчивого развития только развивается. Добавлен сектор и индекс устойчивого развития в Московской бирже<sup>40</sup> (Рисунок 12). В него включены «зеленые», социальные, облигации устойчивого развития; облигации, связанные с устойчивым развитием и облигации климатического перехода; национальные и адаптационные облигации. Выделены критерии соответствия устойчивых облигаций на основе международных и национальных принципов. К примеру, выпуск облигаций, связанных с климатическим переходом, доступен не только для «зеленых» компаний, но и для «коричневых»<sup>41</sup>. Адаптационные (переходные) облигации направлены на реализацию национальных проектов: экология, жилье, модернизация инфраструктуры, здравоохранение, образование, др.

<sup>39</sup>Data Climate Bonds// Climate Bond Initiative. URL: <https://www.climatebonds.net/market/data/#issuer-type-charts> (дата обращения 16 мая 2022)

<sup>40</sup> Сектор устойчивого развития // Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/s3019> (дата обращения 10 марта 2023)

<sup>41</sup> Коричневые компании – компании, осуществляющие традиционные бизнес-процессы, не являющиеся «зелеными».



**Рисунок 12.** Динамика устойчивых облигаций в России

*Источник:* построено соискателем по данным Московской биржи<sup>42</sup>

В 2016 г. транспортная концессионная компания впервые выпустила «зеленые» облигации для финансирования разработки и создания скоростного трамвая. Основным эффектом предполагалось снижение выбросов и достижение ЦУР 9 (Инновации), ЦУР 11 (Устойчивые города), ЦУР 13 (Борьба с изменением климата).

Первые «зеленые» еврооблигации, направленные на развитие экологического транспорта, выпустила ПАО РЖД.

Выпуск социальных облигаций направлен на решение или смягчение социальных проблем: предоставление доступа к инфраструктуре, здравоохранение, образование, создание рабочих мест. К примеру, в 2021 г. ПАО МТС выпустил социальные облигации для распространения интернета в регионах.

К национальным и адаптационным облигациям относятся выпуски бондов на финансирование национальных проектов, например строительства. В 2021 г. были выпущены такие облигации АО Дом РФ для вложений в развитие социальной и инженерной инфраструктуры в регионах. В 2023 г. Специализированное общество проектного финансирования Инфраструктурные облигации осуществило значительный выпуск на 45 млрд. руб. на финансирование инженерной и транспортной инфраструктуры в регионах РФ.

Нефинансовые компании развивающихся стран выпускают около 35% «зеленых» облигаций, в развитых странах – 30%; финансовые компании развивающихся стран – 20%, в развитых – 24%; государственные органы на обоих рынках – около 15%. Для России характерна иная тенденция – активное участие организаций, аффилированных с государством. Правительство Москвы выпустило «зеленых» облигаций в объеме 70 млрд. руб. (на

<sup>42</sup>Сектор устойчивого развития // Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/s3019> (дата обращения 10 марта 2023). Данные за 1-ое полугодие 2023г.

финансирование Большой кольцевой линии); ВЭБ – 50 млрд. руб. (в 2022 г. на модернизацию транспорта, водоотведение); АО «Банк ДОМ.РФ» – 5 млрд. руб. (в 2023 г. на финансирование и рефинансирование строительства «зеленых» зданий). Нефинансовые компании, как эмитенты «зеленых» облигаций, осуществили меньшие по объему выпуски: ПАО Камаз – 2 млрд. руб. (в 2021 г. на финансирование электробусов, эффективных двигателей); АО «Синара- Транспортные Машины» – 10 млрд. руб. (в 2021 г. на финансирование железнодорожного транспорта и снижение выбросов); АО «Атомный энергопромышленный комплекс» – 9 млрд. руб. (в 2022 г. на рефинансирование расходов на ветроэнергетическую станцию); ООО «Легенда» – 3 млрд. руб. (в 2023 г. на финансирование строительства недвижимости)<sup>43</sup>.

Несмотря, на более высокие издержки выпуска устойчивых облигаций, Climate Bonds Initiative определяет соответствие их с обычными облигациями, но с потенциальными выгодами в рамках использования в «зеленых» проектах<sup>44</sup>. Если «зеленые» облигации выпущены по более низкой стоимости по сравнению с номиналом, это повышает доходность к погашению и обозначается как премия, которую получит инвестор (затраты на капитал для компании вырастут). Если облигации выпущены по более высокой стоимости, это обозначает более низкую доходность – эффект гриниума (затраты на капитал для компании снизятся). Согласно аналитике СВІ среди выпуска 50 «зеленых» облигаций выявлено наличие премии для покупателя для 40 выпусков, а гриниума – для 10 выпусков<sup>45</sup>. Согласно аналитике Аналитического кредитного рейтингового агентства (АКРА)<sup>46</sup> по международным выпускам «зеленых» облигаций преимущественно определен дисконт к доходности для инвесторов (эффект гриниума – снижение затрат для компании-эмитента). В России согласно ВЭБ<sup>47</sup> скидки за выпуск «зеленых» облигаций первоначально будут реализованы государственными органами и финансовым рынком в силу зарождения «зеленого» финансирования.

Другая группа инструментов устойчивого финансирования включает *займы, направленные на финансирование проектов устойчивого развития*<sup>48</sup>. К ним относятся: кредиты, направленные непосредственно на «зеленые», социальные проекты и проекты устойчивого развития, а также – кредиты, ставка по которым связана с метриками и результатами компаний

---

<sup>43</sup> Там же

<sup>44</sup> Explaining green bonds// Climate Bond Initiative. URL: <https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds> (дата обращения 10 января 2023)

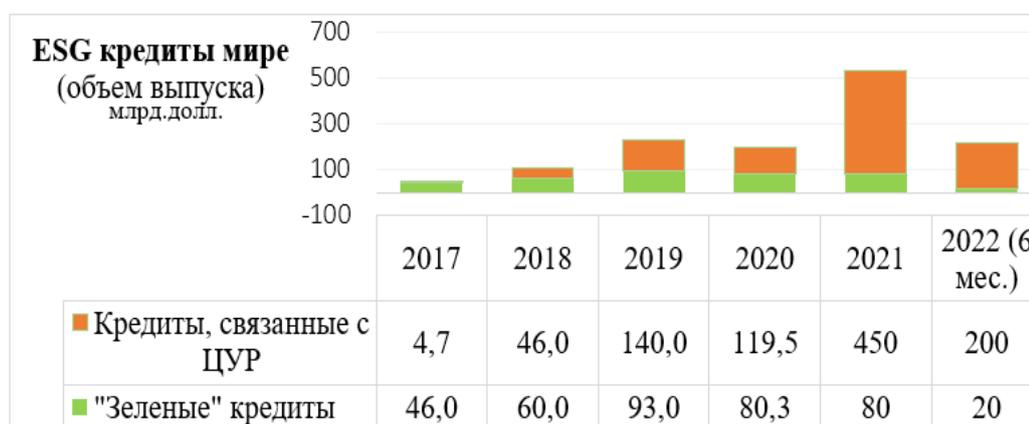
<sup>45</sup> Green bond pricing primary market // Climate Bond Initiative. URL: <https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bond-pricing-primary-market-h1-2022> (дата обращения 10 января 2023)

<sup>46</sup> Почему облигации такие дешевые? Потому что они «зеленые» // АКРА. URL: <https://www.acra-ratings.ru/research/2010/> (дата обращения 10 января 2023)

<sup>47</sup> Гриниум. Сколько инвесторы готовы платить за экологию // ВЭБ. URL: <https://veb.ru/files/?file=9a41daeb6c65dc9d0df34e1d92050466.pdf> (дата обращения 10 января 2023)

<sup>48</sup> Guidance for Green, Social, and Sustainability-Linked Loans External Reviews // Loan Market Association. URL: [https://www.lma.eu.com/application/files/7516/4623/8848/Guidance\\_for\\_Green\\_Social\\_and\\_Sustainability-Linked\\_Loans\\_External\\_Reviews.pdf](https://www.lma.eu.com/application/files/7516/4623/8848/Guidance_for_Green_Social_and_Sustainability-Linked_Loans_External_Reviews.pdf) (дата обращения 10 января 2023)

в области экологии, социальной политики и управления. Такие кредиты в аналитических материалах называются ESG кредитами. Выданные ESG кредиты в мире приблизительно соответствуют по объему выпуску устойчивых облигаций. И большую часть составляют именно кредиты, которые привязаны к достижению условий или ключевых показателей устойчивого развития, нежели непосредственно «зеленые» кредиты (Рисунок 13).



**Рисунок 13.** Динамика ESG кредитов в мире

*Источник:* построено соискателем по данным Bloomberg<sup>49</sup>

В результате, *привлечение банковского устойчивого кредитования зависит от ESG результатов компании. Чем меньше негативное влияние от деятельности компании на окружающую среду (E), лучше проводимая компанией социальная политика (S), сильнее гармонизация агентских отношений и выше качество управления компанией (G), тем ниже ставка по такому типу кредита.* Результаты аналитики Morgan Stanley Capital (MSCI) показывают снижение стоимости собственного и заемного капитала для компаний по мере улучшения их ESG результатов<sup>50</sup>. Стоимость долга на развитом рынке для компаний с высокими результатами ESG составляет 1,7%, (с низкими ESG – 2,5%). Стоимость долга на развивающемся рынке для компаний с высокими ESG составляет 2,7% (с низкими ESG – 3%). Стоимость собственного капитала на развитом рынке для компаний с высокими ESG составляет 7,7%, (с низкими ESG – 8,1%), на развивающемся с высокими ESG – 9,6% (с низкими ESG – 11,2%). Также на развивающемся рынке наблюдается более высокая волатильность стоимости собственного капитала в зависимости от ESG.

Существует направление работ, в которых обсуждаются вопросы, являются ли «зеленые» компании более кредитоспособными. Рейтинговое агентство Fitch выявляет наличие прямой

<sup>49</sup>Sustainable Debt Issuance Dips as Scrutiny Increases // Bloomberg. URL: <https://about.bnef.com/blog/sustainable-debt-issuance-dips-as-scrutiny-increases/> (дата обращения 16 мая 2022)

<sup>50</sup> ESG and the cost of capital // MSCI. URL: <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589> (дата обращения 16 мая 2022)

связи кредитного рейтинга и ESG рейтинга компаний<sup>51</sup>. В исследовании (Penikas, Vasilyeva, 2023) изучена отрицательная связь предельного климатического риска на основе индикатора (E) из ESG рейтинга Sustainalytics с вероятностью дефолта компаний. Так, «коричневые» компании определены, как более кредитоспособные. Однако получена положительная связь с кредитным риском в случае выделения отрасли. Для российских компаний установлена положительная связь: для «зеленых» компаний с низким климатическим риском наблюдаются более высокие кредитные риски (Пеникас, 2022).

Тем не менее, улучшение отношения компании к окружающей среде, повышение качества социальной политики и управления в краткосрочном периоде воспринимается, как позитивный сигнал, а в долгосрочном может демонстрировать новые экономические результаты. ВЭБ определяет более высокие шансы в привлечении «зеленого» финансирования для компаний с высокими ESG результатами (ESG-финансы и роль ВЭБ, 2021). Проведенный опрос Эксперт РА<sup>52</sup> среди представителей 80 крупнейших российских банков установил, что более половины из них определяют возможность снижения ставки по таким кредитам на 0,05% (0,05 п.п.), треть опрошиваемых банков снижение ставки – на 0,1% (0,1 п.п.).

В результате, *значительное улучшение ESG результатов компании позволяет снизить затраты на капитал – стоимость капитала*. Более того, такие кредиты доступны не только «зеленым», но и обычным компаниям, если ключевые показатели и результаты их операционной деятельности связаны с отдельным улучшением индикаторов устойчивого развития и климатической повестки.

Для российских компаний отмечается активный рост ESG кредитов: Эксперт РА<sup>53</sup> определяет увеличение в 3 раза до 1200 млрд. руб. к 01.07.2022 г.; Ифрагрин<sup>54</sup> – до 1800 млрд. руб. к 2022 г.; Сбер<sup>55</sup> обозначает выданные им ESG кредиты в размере 1300 млрд.руб. в 2022 г. (например, кредит ПАО АФК Системе по ставке, привязанной к экологической стратегии компании). Общий объем ESG кредитов, полученных российскими компаниями, составляет 2700 млрд. руб. по оценкам Эксперт РА<sup>56</sup> на сентябрь 2023 г.

---

<sup>51</sup> Fitch ratings ESG relevance // Fitch. URL: [https://www.fitchsolutions.com/products/fitch-ratings-esg-relevance-scores-data?utm\\_campaign=ESG.RS-Data&utm\\_medium=referral&utm\\_source=fitch-ratings&utm\\_content=lnk4&utm\\_term=esg-prod-body](https://www.fitchsolutions.com/products/fitch-ratings-esg-relevance-scores-data?utm_campaign=ESG.RS-Data&utm_medium=referral&utm_source=fitch-ratings&utm_content=lnk4&utm_term=esg-prod-body) (дата обращения 10 мая 2021)

<sup>52</sup> Обзор ESG-банкинга за 1-е полугодие 2023 года: устойчивые перспективы // Эксперт РА. URL: [https://raexpert.ru/researches/sus\\_dev/esg\\_bank\\_1h2023/](https://raexpert.ru/researches/sus_dev/esg_bank_1h2023/) (дата обращения 23 сентября 2023)

<sup>53</sup> Объем портфеля ESG кредитов // Эксперт РА. URL: <https://www.raexpert.ru/releases/2022/sep12> (дата обращения 20 октября 2022)

<sup>54</sup> ESG, декарбонизация и зеленые финансы России 2022 // Инфрагрин. URL: <https://infragreen.ru/news/135727> (дата обращения 20 октября 2022)

<sup>55</sup> Годовой отчет Сбер // Сбер. URL: [https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/\\_new\\_site/com/gosa2023/sber-ar-2022-ru.pdf](https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/_new_site/com/gosa2023/sber-ar-2022-ru.pdf) (дата обращения 20 октября 2022)

<sup>56</sup> Обзор ESG-банкинга за 1-е полугодие 2023 года: устойчивые перспективы // Эксперт РА. URL: [https://raexpert.ru/researches/sus\\_dev/esg\\_bank\\_1h2023/](https://raexpert.ru/researches/sus_dev/esg_bank_1h2023/) (дата обращения 23 сентября 2023)

Рост ESG кредитов обусловлен: доступностью такого источника финансирования не только для «зеленых» компаний и менее строгими критериями получения по сравнению с выпуском устойчивых облигаций. Международные синдикаты банков и отечественные банки осуществляли финансирование российских компаний на основе их стратегии в достижении ЦУР и снижения углеродного следа (Таблица 6). АО Полиметалл использует зелёный кредит, ставка по которому зависит от результатов иностранного рейтинга ESG Sustainalytics. ПАО НЛМК привлек синдицированный кредит, привязанный к показателям устойчивого развития компании. ПАО Уралкалий привлек синдицированный кредит, к ставке которого добавляется надбавка в зависимости от результатов устойчивого развития компании.

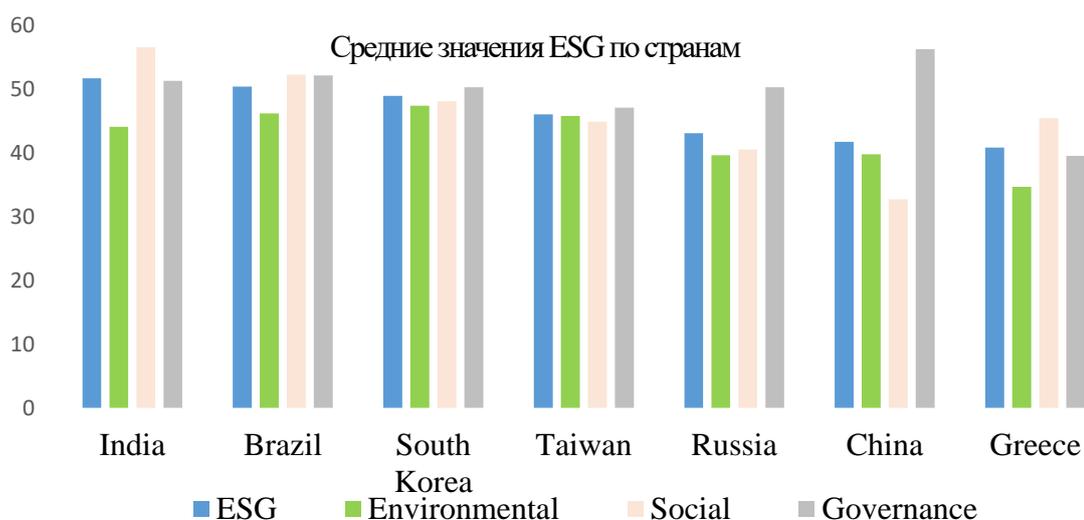
**Таблица 6.** ESG кредиты российских нефинансовых компаний

Компания	Объем кредита	Цель кредита	Привязка к ESG или результатам устойчивого развития	Кредитор
Нордголд	100 млн.долл.	Общекорпоративные цели	Ставка по кредиту привязана к ESG показателям	Raiffeisen Bank International AG, АО Райффайзенбанк, Banca Intesa, Mizuho Bank,
Уралкалий	1,25 млрд.долл.	Рефинансирование долговых обязательств и финансирование текущей деятельности	Ставка привязан к показателям устойчивого развития LIBOR + 190.BP	ING Bank, Societe Generale, Credit Agricole Corporate & Investment Bank и др.
НЛМК	250 млн.евро	Рефинансирование имеющегося кредита	Ставка зависит от ESG рейтинга Sustainalytics LIBOR + 250.BP	ING Bank, Societe Generale, Credit Agricole Corporate & Investment Bank, и др.
РУСАЛ	1 млрд.долл.	Рефинансирование	Ставка привязана к показателям устойчивого развития	ING, Natixis, Bank of China, Credit Agricole Corporate & Investment Bank, и др.
	200 млн.долл.	Рефинансирование имеющегося кредита	Ставка привязана к показателям устойчивого развития	Societe Generale, Credit Agricole Corporate & Investment Bank, Natixis и др.
АФК Система	10 млрд.руб.	Общекорпоративные цели	Ставка по кредиту привязана к ESG ковенантам	СБЕР
Аэрофлот	330 млн.долл.	Финансирование внешнеторговых операций, общекорпоративные цели	Ставка привязана к ESG рейтингу MSCI	Совкомбанк
РЖД	585 млн.франков	Нет данных	Ставка привязана к показателям устойчивого развития: 1. снижение выбросов CO2. 2.снижение отходов к захоронению.3. снижение использования свежей воды	Unicredit
Распадская	200 млн.долл.	Финансирование инвестиционной и текущей деятельности компании, проектов, связанных со снижением воздействия на окружающую среду	Ставка зависит от ESG (не ниже среднего по отрасли), а также - от сокращения парниковых газов Libor+3,2%	СБЕР

Сибур	50 млн.долл.	Нет данных	Ставка привязана к показателям устойчивого развития: 1. снижение выбросов CO2. 2.технологическая безопасность.3. снижение использования свежей воды 4. объем производства полиэтилентерефталата.	Unicredit
Металлоинвест	200 млн.евро	Торговое/предэкспортное финансирование	Ставка привязана к показателям устойчивого развития: 1. снижение выбросов CO2. 2.технологическая безопасность. 3. снижение загрязнения воздуха.	Societe Generale
Полиметалл	80 млн.долл.	Нет данных	Ставка зависит от ESG рейтинга Sustainalytics.	Райффайзенбанк
	75 млн.долл.	Нет данных	Ставка привязана к показателям устойчивого развития: 1. снижение выбросов CO2. 2.технологическая безопасность. 3. безопасность хвостохранилищ 3. снижение использования свежей воды 4. взаимодействие с местным населением. 5. климатический менеджмент	Райффайзенбанк

*Источник:* построено соискателем на основе данных Cbonds, отчетности компаний

Существует различное понимание ESG. ESG результаты – оценочные показатели компании в достижении ESG. ESG раскрытие информации – оценочные показатели, как компания раскрывает свои цели и результаты устойчивого развития. Можно выделить несколько основных используемых зарубежных рейтингов ESG: Sustainalytics (оценивает ESG риски), Thomson Reuters Eikon (оценивает ESG результаты и ESG раскрытие информации). По данным последнего рейтинга (Рисунок 14) Индия и Бразилия являются лидерами по ESG результативности среди стран БРИК. В отличие от остальных стран, для России наблюдаются низкие значения по социальной компоненте (*Social, S*), но наихудшие результаты – у Китая. По компоненте управления (*Governance, G*) для России получены высокие результаты.



**Рисунок 14.** ESG результаты (среднее значение за 2015-2020г.) по странам

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов по данным Thomson Reuters Eikon

Согласно Рекомендациям ЦБ РФ<sup>57</sup> российские ESG рейтинги присваивают верифицированные агентства: российское рейтинговое агентство Эксперт РА, Аналитическое кредитное рейтинговое агентство (АКРА), Национальные кредитные рейтинги (НКР), Национальное рейтинговое агентство (НРА). Также существуют отечественные рэнкинги, которые определяют позицию компании, например индексы устойчивости и открытости, составляемые Российским союзом промышленников и предпринимателей.

Наиболее популярным и оперативно обновляющимся, учитывающий все индикаторы (*E*), (*S*), (*G*), выступает рэнкинг RAEX. К примеру, в конце 2022 г. ПАО НЛМК занимал лидирующие позиции<sup>58</sup> по рэнкингу ESG RAEX: 1 место по индикатору (*E*), 3 место по индикатору (*S*) и 24 место – (*G*), входит в топ компаний списка А в индексах открытости и устойчивости РСПП. Однако для компании не найден ESG рейтинг в верифицируемых российских агентствах. В зарубежном рейтинге MSCI для компании отмечается улучшение позиции по ESG с BB 2018г. до BBB в 2021г., а в 2022г. – спад до значения B. По данной методике компания отстает в сфере корпоративного управления (*G*) и управления рабочей силой (*S*), при этом высокие оценки получены по выбросам, биоразнообразию, использованию земли (*E*), безопасности на рабочих местах (*S*). В зарубежном рейтинге Thomson Reuters, напротив, НЛМК характеризуется высокими результатами по индикатору окружающей среды (*E*) и управлению (*G*). В целом, результаты российских и зарубежных ESG рейтингов соответствуют (Приложение 3).

В 2022 г. в период ужесточения санкций ЦБ РФ подтвердил актуальность темы ESG и рекомендовал компаниям и финансовым организациям следовать принципам и подходам, согласно письму № ИН-06-28/96<sup>59</sup>. Также Сектор Устойчивого развития на Мосбирже был расширен новыми инструментами устойчивых облигаций. ЦБ РФ предполагает возможность сопоставления рейтингов ESG и приведение их к единому формату.

Таким образом, ESG результаты характеризуют деятельность компании с позиции устойчивого развития. Кроме того, ESG результаты выступают дополнительными актуальными ковенантами привлечения устойчивого финансирования. В связи с этим, сначала изучены и установлены факторы, способствующие улучшению ESG результатов компании и отдельных индикаторов (*E*), (*S*), (*G*). Особое внимание уделяется нефинансовым драйверам, в том числе – структуре собственности и структуре Совета директоров (реализовано в Параграфе 2.2.1. Главы

---

<sup>57</sup> Рекомендации Банка России по разработке методологии и присвоению ESG-рейтингов от 30.06.2023 № ИН 02-05/46.

<sup>58</sup> В начале 2024 г. лидирующие позиции занимает Сбер, а НЛМК ухудшил свою позицию по индикатору (*E*) до 19 места, (*S*) – до 14 места.

<sup>59</sup> О рекомендациях по учету финансовыми организациями ESG-факторов, а также вопросов устойчивого развития при организации корпоративного управления. Информационное письмо Банка России от 28 декабря 2022 г. № ИН-02-28/145. // ГАРАНТ. URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/405965027/>. дата обращения 31 января 2023)

2). Далее – установлены последствия и эффекты от достижения высоких ESG на изменение стоимости и структуры капитала компаний (реализовано в Параграфе 2.2.2. Главы 2).

Все это определяет целесообразность и обоснованность дальнейшего эмпирического изучения соискателем взаимосвязей между следующими компонентами финансирования:

- *Особенности агентских отношений – с индикаторами устойчивого развития ESG.*
- *Индикаторы устойчивого развития ESG – со стоимостью и структурой капитала компаний.*

Результаты выявленных взаимосвязей заложены в основу теоретико-методических положений системного подхода к исследованию и разработке стратегий финансирования компаний в Параграфе 2.4.

## **2.2. Методические подходы в научном исследовании финансирования компаний с позиции устойчивого развития**

В российской научной литературе сформулированы концептуальные выводы о «зеленой» экономике Б.Н. Порфирьевым (Порфирьев, 2018). В работах И.А. Яковлева представлены механизмы «зеленых» финансов, установлены ограничители «зеленого» роста: от пробелов в законах до неподготовленности финансовой системы (Яковлев, 2017). Для России формируется понятие экосистемы устойчивого развития и изучаются проблемы развития «зеленого» финансирования С.Н. Бобылевым, а ESG понимается как «дочка» устойчивого развития (Бобылев, 2021). В научной литературе развиваются прикладные исследования по изучению факторного влияния индикаторов устойчивого развития ESG для отечественных компаний и по сопоставлению результатов в зарубежных компаниях.

Для понимания развития научных направлений устойчивых финансов актуально выявить условия и факторы, которые способствуют улучшению ESG результатов, различия формирования ESG для компаний на разных рынках капитала, определить, как индикаторы устойчивого развития могут быть встроены в методiku разработки стратегии финансирования. Предполагается, что при прочих равных (а именно: повышение финансово-экономических результатов компании) особенности агентских отношений способствуют улучшению ESG результатов компании. В свою очередь, более высокие ESG рейтинги и индикаторы воздействуют на будущую результативность компании и снижают затраты на капитал.

Таким образом, *целесообразно сначала изучить причины и условия улучшения ESG результатов компании, и затем – исследовать последствия и эффекты ESG.*

### **2.2.1. Влияние особенностей агентских отношений на следование компаниями устойчивому развитию и росту ESG на развитом и развивающемся рынке капитала**

Согласно систематизированным выводам Главы 1:

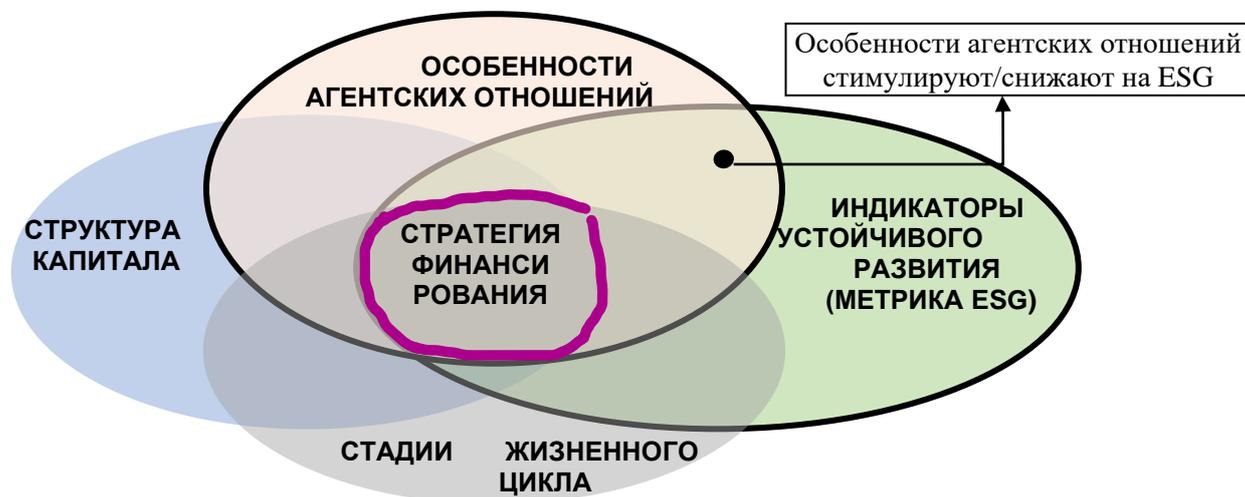
Особенности  
агентских  
отношений

- *Структура Совета директоров*: численность и состав директоров характеризует качество корпоративного управления в компании, выступает механизмом согласования интересов и снижает агентские конфликты.
- *Структура собственности компании*, в части доминирования разных типов собственников, обозначает различные предпочтения интересов, а участие крупных стратегических собственников – определяет заинтересованность в долгосрочном развитии компании, способствует согласованию интересов и сдерживанию конфликтов.

В результате, конфигурации собственности и управления способствуют гармонизации агентских отношений и повышают качество управления компанией (*G*).

Снижение агентских противоречий и гармонизация агентских отношений повышает не только качество корпоративного управления компанией (*G*), но и стимулирует усиление экологической политики и отношения к окружающей среде, улучшает социальную политику компании, например, повышает безопасность труда (*S*). Так, актуально установить наличие связей структуры собственности и структуры Совета директоров с индикаторами устойчивого развития ESG, выявить различия влияния структуры Совета на ESG и на отдельные индикаторы (*E*), (*S*), (*G*) для компаний, действующих на разных рынках. Так, исследование агентских отношений и их влияние на стратегии должно быть расширено включением переменных экологической политики компании и отношения к окружающей среде, социальных факторов.

На данном этапе исследования изучены и эмпирически исследованы взаимосвязи между компонентами стратегии финансирования компании: *особенностями агентских отношений* – с *индикаторами устойчивого развития ESG*. На Рисунке 15. представлены системные взаимосвязи стратегии финансирования, жирной линией выделены компоненты стратегии, исследуемые в данном параграфе, центром взаимодействий является стратегия финансирования.



**Рисунок 15.** Исследование особенностей агентских отношений с индикаторами устойчивого развития ESG – как компонентов стратегии финансирования

*Источник:* разработано соискателем

Закономерно определяется положительная взаимосвязь прибыльности компании и ESG (McKinsey, 2023)<sup>60</sup>. Для бразильских и российских компаний соискателем определено сопоставление внутрифирменных, макроэкономических факторов (например, инфляция ухудшает ESG) и институциональных условий, влияющих на ESG (Красильникова, 2022а). Более крупные и результативные компании преимущественно следуют «ответственному» поведению. Однако не очевидно, как нефинансовые факторы, в частности, особенности и факторы агентских отношений воздействуют на ESG.

Представляет научный интерес определение силы и характера таких зависимостей для учета полученных выводов при разработке стратегий финансирования компаний.

Как было обозначено в Главе 1, структура собственности и структура Совета директоров характеризуют особенности агентских отношений в компании. Так, в случае слабости институциональной среды и ограниченной защиты прав собственников усиливается концентрация собственности и снижается число независимых директоров. На развитом рынке в отсутствии значительной институциональной турбулентности для компаний свойственна распыленная собственность и высокое число директоров, в том числе – независимых. Так, согласно агентской теории, участие менеджмента в собственности компании способствует конвергенции интересов (Berle, Means, 1932; Morck et al, 1988), а разнообразие структуры Совета директоров повышает мониторинг (Strebulaev, Yang, 2013) – все это улучшает результативность компании. По аналогии с изучением нефинансовых факторов, влияющих на результативность компаний, гармонизация агентских отношений (отражающая структуру собственности и структуру Совета директоров) способствует следованию устойчивому развитию и улучшает ESG результаты компаний.

<sup>60</sup> McKinsey. The triple play: Growth, profit, and sustainability // URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-triple-play-growth-profit-and-sustainability#/> (дата обращения 17 сентября 2023 г.)

Выводы практических исследований отражают неоднозначное влияние структуры собственности на результаты устойчивого развития. Для испанских компаний определено положительное влияние институциональных инвесторов и независимых директоров на раскрытие информации о корпоративной социальной ответственности компании (Zaid, 2020). Для китайских компаний выявлено нелинейное воздействие государственного участия на ESG-стратегии (Pan, 2020), положительное влияние государственной собственности, институциональной собственности, управленческой собственности и размера Совета директоров (Zhou, 2019), установлено позитивное влияние преимущественно частной собственности на экологические инновации (Liao, 2020).

Размер Совета директоров, то есть, число всех директоров в Совете, а также – диверсификация директоров, привлечение независимых директоров, директоров-женщин, преимущественно характеризует усиление мониторинга, повышение экспертности, учет интересов, что позитивно влияет на деятельность компании, в том числе – на следование устойчивому развитию. Так, присутствие разных директоров, их опыт и зрелость улучшает ESG результаты малайзийских фирм (Ismail, 2019); привлечение иностранных директоров улучшает ESG в французских компаниях (Beji, 2021); привлечение независимых директоров – в итальянских фирмах (Cusari, 2018).

Наличие женщин в составе Совета также влияет на следование компаниями ЦУР. Однако для итальянских компаний (Cusari, 2018) установлено отрицательное воздействие наличия женщин в составе Совета на ESG, а для французских (Beji, 2021) – положительное.

Для российских компаний новым является изучение факторного влияния нефинансовых переменных на ESG. Существует крайне мало отечественных прикладных работ, эмпирически исследующих связи ESG с особенностями агентских отношений: структурой собственности и Советом директоров. Для российских предприятий выявлено положительное влияние государственной собственности, размера Совета директоров и числа независимых директоров на раскрытие корпоративной социальной ответственности (Araу, 2021). Также такие поведенческие качества менеджмента, как оптимизм и нарциссизм, наличие предыдущего опыта работы в отрасли приводит к более высоким ESG-оценкам (Дмитриевская, 2022). Получена нелинейная связь размера Совета директоров (Макеева и др., 2022), отрицательная связь размера Совета и положительная связь с присутствием женщин в Совете с улучшением ESG результатов (Батаева, Карпов, 2023).

Таким образом, помимо финансово-экономических факторов, структура собственности и структура Совета директоров влияют на ESG результатами компаний. Существует связь между *компонентами стратегии финансирования: особенностями агентских отношений – с индикаторами устойчивого развития ESG.*

*Базовая гипотеза:* структура собственности, размер и структура Совета директоров оказывают позитивное влияние на ESG результаты для компаний на развитом и на развивающемся рынке капитала, а также – для российских компаний.

Методика эконометрического исследования<sup>61</sup>.

Выбор переменных (Таблица 7) обусловлен их подобным использованием в прикладных работах по соответствующей проблематике.

**Таблица 7.** Переменные для эмпирического исследования влияния особенностей агентских отношений на ESG

Переменная (прокси)	Расчет	Предполагаемая зависимость Обоснование	Авторы, использующие такие переменные
<b>Зависимые переменные: индикаторы устойчивого развития</b>			
Environmental, Social, Governance результаты (ESG) Environmental, (E) Social (S) Governance (G)	База Thomson Reuters Eikon ESG результаты	Зависимые исследуемые переменные	Ismail, 2019 Nicolo, 2021 Martínez-Ferrero, 2021 Srivastava, 2023 Макеева, 2022
<b>Независимые переменные: контрольные финансово-экономические факторы</b>			
Рентабельность активов (ROA)	$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Совокупные активы}}$	Положительная/ Более рентабельные компании достигают высоких ESG результатов	Beji, 2021 He, 2021 Martínez-Ferrero, 2021 Макеева, 2021
Денежный поток от операционной деятельности (CFO)	CFO= денежный поток от операционной деятельности	Положительная/ Компании с высокими операционными результатами достигают повышения ESG результатов	Martinez-Ferrero et al., 2017
Макроэкономические факторы влияния на окружающую среду (Env_Macro)	Результаты оценки страны по Глобальному индексу инновационности: 1. Экологическая устойчивость (Ecological sustainability, источник Global Innovation Index) 2. Экологические результаты (Environmental performance, источник Global Innovation Index)	Положительная / Улучшение макроэкономических экологических факторов положительно связано с ростом ESG	Yu, 2021 Chipalkatti, 2021 Naomi, 2021 Diaye, 2022 Morgenstern, 2022

<sup>61</sup> Методика эконометрического исследования включает следующие этапы: 1) постановку базовой гипотезы; 2) выбор переменных; 3) конкретизацию гипотез; 4) описание выборки данных; 5) построение таблиц со статическими данными: расчет средних значений и корреляционных зависимостей; 6) построение общей регрессионной модели (OLS); 7) построение моделей со случайными (RE) и фиксированными эффектами (FE), проведение тестов Вальда и Хаусмана для выбора наилучшей модели; 8) исследование эндогенности: построение моделей, оцененных освоенным методом моментов (GMM), проведение теста Саргана; 9) выводы о наилучшей модели, значимости переменных, знаках зависимостей.

	3. Использование энергии в ВВП (GDP/unit of energy use, источник World Bank)		
Тип отрасли (Ind)	Фиктивная переменная, обозначающая вид экономической деятельности компании	Неоднозначная/ Компании отраслей промышленности показывают более высокие результаты	Martínez-Ferrero, 2021 Макеева, 2022 Baratta, 2023
Независимые переменные: особенности агентских отношений			
Собственность государства (State_own)	$State\_own = \frac{\text{Собственность государства в компании}}{100\%}$	Отрицательная/ Государственные компании менее гибкие к изменениям и рекомендациям по следованию принципам устойчивого развития	Zhou, 2019 Pan, 2020 Beji, 2021 Aray, 2021 Батаева, 2023
Концентрация собственности (Own_concern)	$Own_{concern} = Own1^2 + Own2^2 + Own3^2$ Индекс Герфиндаля представляет сумму квадратов долей крупнейших собственников	Положительная/ Наличие крупного собственника определяет стратегическое развитие компании и ориентацию на устойчивое развитие и рост ESG	Demsetz, 2001 Srivastava, 2023 Zahid, 2023
Размер Совета директоров <sup>2</sup> (Board_size)	Квадрат числа членов директоров в Совете компании	Неоднозначная (нелинейная)/ Слишком большое число директоров может приводить к неэффективности Совета	Cucari, 2018 Zhou, 2019 Jang, 2020 Beji, 2021 Nicolo, 2021 Aray, 2021 Макеева, 2022 Батаева, 2023
Независимые директора (Independ)	$Independ = \text{Число независимых директоров в Совете}$	Неоднозначная (нелинейная)/ Слишком большое число независимых директоров может приводить к неэффективности Совета	Cucari, 2018 Ismail, 2019 Zaid, 2020 Beji, 2021 Aray, 2021 Макеева, 2022 Батаева, 2023
Гендерная диверсификация (Board_gender)	$Board\_gender = \frac{\text{Число женщин – директоров}}{\text{Число всех директоров в Совете}} (\%)$	Положительная/ Присутствие женщин усиливает следование устойчивому развитию, повышает ESG. (Влияет не только на G, но на E и S)	Cucari, 2018 Beji, 2021 Nicolo, 2021 Макеева, 2022
Агентские издержки (Agency cost)	$Agency\ cost = \frac{\text{Управленческие и коммерческие затраты}}{\text{Выручка}}$	Отрицательная/ Высокие агентские издержки снижают ESG	Макарова, Андрианова, 2020

Источник: построено соискателем по результатам систематизации эмпирических исследований

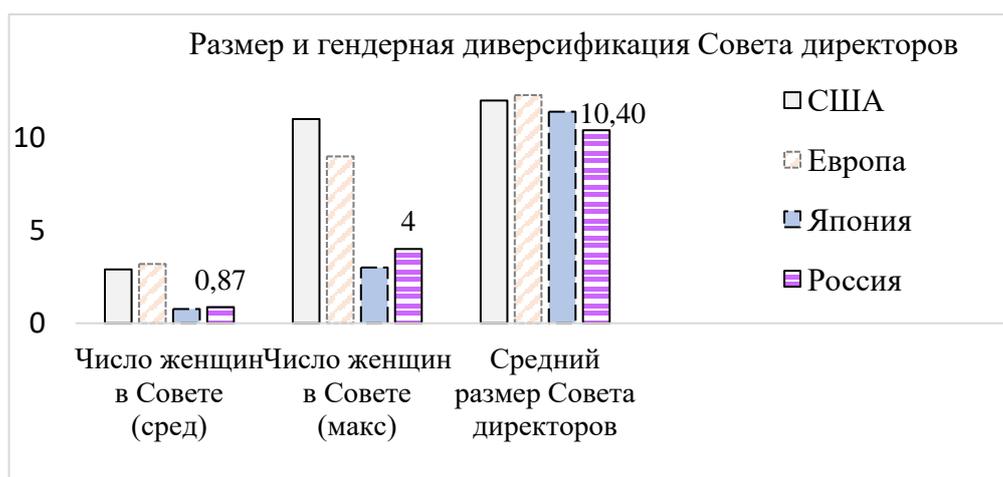
**Гипотеза 1.** Повышение численности директоров, диверсификация совета и привлечение женщин-директоров позитивно влияет на рост ESG результатов в компаниях, действующих на развитом и развивающемся рынке капитала. Для переменной Совета директоров предполагается нелинейная зависимость: слишком большое число директоров усиливает разобщенность мнений и может понижать ESG. **Гипотеза 1.а.** Размер Совета директоров и присутствие женщин в Совете

неоднозначно влияет на отдельные индикаторы: снижение негативного эффекта от деятельности компании на окружающую среду, то есть, рост (*E*), но слишком большой совет может вызывать ухудшение экологической политики, снижение (*E*). **Гипотеза 1.b.** Позитивное влияние на социальную политику компании (*S*). Связь между структурой Совета директоров и проводимой компанией социальной политикой ожидается положительной, но не столь сильной; **Гипотеза 1.c.** Позитивное влияние на качество управления в компании (*G*). Увеличение численности директоров и гендерная диверсификация Совета обозначает рост мониторинга и прозрачности, что закономерно повышает индикатор качества управления компанией (*G*).

Описание исследуемой выборки для тестирования Гипотезы 1.

Для данного этапа исследования выбраны крупные публичные нефинансовые компании на развитом рынке (86 американских, 80 европейских, 60 японских компаний) и на развивающемся (36 российских компаний)<sup>62</sup>. Именно публичные компании ориентированы на следование Целям устойчивого развития и внешнюю оценку достижения ими ESG результатов. Детализация выборки и изучение только нефинансовых компаний связано с тем, что к финансовым компаниям выше требования по раскрытию ESG, что исказит результаты при добавлении их в выборку. Кроме того, для публичных компаний существуют рекомендации по численности и структуре Совета директоров, что является одной из особенностей агентских отношений.

Как видно из Рисунка 16, доля женщин в Советах директоров в российских компаниях существенно ниже. При этом, размер Совета – число всех директоров соответствует компаниям в США, Европе. Также соблюдается рекомендация о включении трех независимых директоров в Совет.



<sup>62</sup> Методической основой является исследование выборки 86 крупных публичных американских компаний с 2008-2021 г., 80 европейских крупных публичных компаний с 2008-2021 г., 60 крупных публичных японских компаний, 36 российских крупных публичных компаний с 2015-2020 г. Источником данных является база Thomson Reuters Eikon, Bloomberg, отчетность эмитентов.

**Рисунок 16.** Число директоров в Советах, число женщин-директоров (в среднем по обследуемой выборке)

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

Более подробно корреляционные матрицы, статистические данные для выборки компаний по странам и логика сравнения методов оценки приведены в Таблицах 1.2-1.5, 2.1. – 2.4. в Приложении 2.

Методы эконометрического исследования:

Для всех выборок построение корреляционных матриц не выявило сильной корреляции для независимых переменных ( $<0,4$ ), за исключением – закономерно высокой связи доли женщин в Совете с их числом (Приложение 2). В качестве независимых переменных в моделях используется переменная доли женщин в Совете директоров и число всех директоров, контрольный фактор рентабельности активов.

Общая модель имеет вид:

$$ESG_{it} = a + b_1 * Board_{size_{it}}^2 + b_2 * Board_{gender_{it}} + b_3 * ROA_{it} + b_4 * Env\_Macro_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Зависимая переменная: ESG, характеризует результаты компании в достижении Целей устойчивого развития.

Независимые переменные: Board size – размер (число директоров) в Совете директоров, Board gender – доля женщин в составе директоров, ROA – рентабельность активов, Env Macro – экологическая результативность страны, использование энергии в создании ВВП,  $\varepsilon$  – случайная ошибка, t – год, i – компания.

Также проводится декомпозиция исследуемой переменной, это важно для того, чтобы избежать двойного учета, поскольку характеристики Совета директоров учитываются в индикаторе (G).

Построены дополнительные модели, где исследуемыми факторами выступают отдельные компоненты: Environmental, Social, Governance.

$$E_{it} = a + b_1 * Board_{size_{it}}^2 + b_2 * Board_{gender_{it}} + b_3 * ROA_{it} + b_4 * Env\_Macro_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1.1)$$

$$S_{it} = a + b_1 * Board_{size_{it}}^2 + b_2 * Board_{gender_{it}} + b_3 * ROA_{it} + b_4 * Env\_Macro_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1.2)$$

$$G_{it} = a + b_1 * Board_{size_{it}}^2 + b_2 * Board_{gender_{it}} + b_3 * ROA_{it} + b_4 * Env\_Macro_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1.3)$$

Зависимые переменные: E – экологическая политика компании и отношение компании к окружающей среде, S – социальная политика компании, G – качество управления.

Для каждой группы компаний по каждой стране: США, Европа, Япония, Россия построены общие модели (OLS), оцененные методом МНК. Переменные значимы (prob $<0,05$ ). Однако получено низкое значение  $R^2$ . Но высокая  $F > (prob 0,000)$ .

Построена модель со случайными эффектами (RE) и модель с фиксированными эффектами (FE). В подобного рода исследованиях<sup>63</sup> наиболее часто используются регрессионные модели с фиксированными эффектами (Fixed effect, FE). Модель с фиксированными эффектами предполагается более релевантной, поскольку учитывает индивидуальные компоненты (влияние отдельных компаний). Допускается также влияние предыдущих значений независимых переменных.

По результатам эконометрических оценок, для американских и российских компаний получен отрицательный знак при переменной численности Совета директоров, поэтому далее исследована нелинейная зависимость (Таблица 8). Определено  $\cap$ -образное влияние размера Совета директоров на улучшение ESG результатов и улучшение качества управления (*G*) для американских и российских компаний. Слишком высокое число директоров снижает эффективность Совета согласно М. Дженсену и В. Меклингу (Jensen, 1976), и это определяет появление отрицательного знака при переменной в модели. Для всех компаний выявлено положительное влияние присутствия женщин в Совете директоров на улучшение ESG. Гендерная диверсификация сильнее (выше коэффициент при переменной) влияет на улучшение социальной политики (*S*) в японских и российских компаниях, на повышение качества управления (*G*) в американских и европейских компаниях. Размер Совета директоров сильнее способствует улучшению экологической политики компании и отношению к окружающей среде (*E*) в американских, европейских и российских компаниях.

**Таблица 8.** Результаты оценки Гипотезы 1 на основе модели с фиксированными эффектами (FE) о влиянии структуры Совета директоров на ESG и отдельно на индикаторы (*E*), (*S*), (*G*) для американских, европейских, японских и российских компаний

Независимые переменные:	Зависимые переменные:				Интерпретация полученных связей и результатов
	ESG	Environmental (отношение компании к окружающей среде)	Social (социальная политика компании)	Governance (качество управления в компании)	
<b>Американские компании</b>					
Размер Совета директоров <sup>2</sup> (число директоров) (Board Size <sup>2</sup> )	-0,004 (0,34)	0,02** (0,007)	0,05 (0,05)	-0,02*** (0,006)	ESG: Увеличение размера Совета – рост числа директоров $\cap$ -образно нелинейно влияет на ESG: рост числа директоров сначала улучшает ESG результаты компании, но после определенного порогового значения по численности Совета происходит снижение ESG. Гипотеза 1 не подтверждается, так как переменная числа директоров не значима.

<sup>63</sup> Используется метод оценки панельных данных с фиксированными эффектами, как и в работах Birindelli, 2018; Dakhli. 2021; Pucheta-Martinez, 2019; Zahid, 2023.

					<p>E: Увеличение численности директоров улучшает экологическую политику и влияние компании на окружающую среду (E). Гипотеза 1.a. подтверждается.</p> <p>S: Увеличение числа директоров улучшает социальную политику компании (S). Гипотеза 1.b. не подтверждается, так как переменная не значима.</p> <p>G: Увеличение числа директоров нелинейно влияет на качество управления (G). Высокое число директоров обозначает различия интересов – снижает качество управления (G). Гипотеза 1.c. подтверждается.</p>
Женщины в Совете директоров (%) (Board Gender)	39*** (1,6)	35*** (2,2)	24*** (1,9)	37*** (2,5)	<p>ESG: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает ESG результаты компании. Гипотеза 1 подтверждается.</p> <p>E: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает экологическую политику и влияние компании на окружающую среду (E). Гипотеза 1.a. подтверждается.</p> <p>S: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает социальную политику компании (S). Гипотеза 1.b. подтверждается.</p> <p>G: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает качество управления (G). Гипотеза 1.c. подтверждается.</p>
R <sup>2</sup>	0,69	0,72	0,7	0,62	Высокий коэффициент детерминации.
F > Prob (0.000)	28	34	30	21	Высокое значение F определяет сильную объясняющую силу модели.
N наблюдений	1204	1204	1204	1204	
	<b>ESG</b>	<b>Environ</b>	<b>Social</b>	<b>Governance</b>	<b>Интерпретация полученных связей и результатов</b>
		<b>mental</b>			
<b>Европейские компании</b>					
Размер Совета директоров (число директоров) (Board Size)	0,27* ** (0,14)	0,38*** (0,2)	0,25* ** (0,16)	0,19 (0,2)	<p>ESG: Увеличение числа директоров в Совете способствует росту ESG результатов компании. Гипотеза 1 подтверждается.</p> <p>E: Увеличение числа директоров улучшает влияние компании на окружающую среду (E). Гипотеза 1.a. подтверждается.</p> <p>S: Увеличение числа директоров улучшает социальную политику компании (S). Гипотеза 1.b. подтверждается.</p> <p>G: Число Совета директоров закономерно учитывается в оценке управления (G). Увеличение числа директоров улучшает G. Гипотеза 1.c. не подтверждается, так как переменная не значима.</p>
Женщины в Совете директоров (%) (Board Gender)	42*** (1,6)	42,5*** (2,4)	40*** (1,8)	44*** (2,3)	<p>ESG: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает ESG результаты компании. Гипотеза 1 подтверждается.</p> <p>E: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает влияние компании на окружающую среду (E). Гипотеза 1.a. подтверждается.</p> <p>S: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает социальную политику компании (S). Гипотеза 1.b. подтверждается.</p> <p>G: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает качество управления (G). Гипотеза 1.c. подтверждается.</p>
R <sup>2</sup>	0,73	0,69	0,71	0,65	Высокий коэффициент детерминации.

F> Prob (0.000)	35	28	32	24	Высокое значение F определяет сильную объясняющую силу модели.
N наблюдений	1120	1120	1120	1120	
<b>Зависимые переменные:</b>					
<b>Независимые переменные:</b>	<b>ESG</b>	<b>Environ mental</b>	<b>Social</b>	<b>Govern ance</b>	<b>Интерпретация полученных связей и результатов</b>
<b>Японские компании</b>					
Размер Совета директоров (число директоров) (Board Size)	0,14** (0,07)	0,04 (0,03)	0,017 (0,03)	0,08* (0,01)	ESG: Увеличение числа директоров в Совете улучшает ESG результаты компании. Гипотеза 1 подтверждается. E: Увеличение числа директоров улучшает влияние компании на окружающую среду (E). Гипотеза 1.a. не подтверждается – переменная не значима. S: Увеличение числа директоров улучшает социальную политику компании (S). Гипотеза 1.b. не подтверждается – переменная не значима. G: Увеличение числа директоров улучшает (G). Гипотеза 1.c. подтверждается.
Женщины в Совете директоров (%) (Board Gender)	9,8** (3,4)	5,35*** (1,85)	5,9** (1,9)	-1,1 (0,7)	ESG: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает ESG результаты компании. Гипотеза 1 подтверждается. E: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает влияние компании на окружающую среду (E). Гипотеза 1.a. подтверждается. S: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает социальную политику компании (S). Гипотеза 1.b. подтверждается. G: Гипотеза 1.c. о прямой связи доли женщин в Совете и качества управления компанией (G) не подтверждается.
R <sup>2</sup>	0,73	0,3	0,28	0,4	Средний коэффициент детерминации.
F> Prob (0.000)	35	50	48	57	Высокое значение F определяет сильную объясняющую силу модели.
N наблюдений	300	300	300	300	
<b>Зависимые переменные:</b>					
<b>Независимые переменные:</b>	<b>ESG</b>	<b>Environ mental</b>	<b>Social</b>	<b>Govern ance</b>	<b>Интерпретация полученных связей и результатов</b>
<b>Российские компании</b>					
Размер Совета директоров <sup>2</sup> (число директоров) (Board Size <sup>2</sup> )	-0,03 (0,02)	-0,009* (0,01)	0,03 (0,01)	-0,02 (0,02)	ESG: Увеличение размера Совета директоров $\cap$ -образно нелинейно влияет на ESG: рост числа директоров сначала улучшает ESG результаты компании, но после определенного порогового значения по численности Совета происходит снижение ESG. Гипотеза 1 не подтверждается – переменная не значима. E: Увеличение числа директоров $\cap$ -образно нелинейно влияет на улучшение отношения компании к окружающей среде (E). Гипотеза 1.a. подтверждается. S: Увеличение числа директоров улучшает социальную политику компании (S). Гипотеза 1.b. не подтверждается – переменная не значима. G: Увеличение числа директоров нелинейно влияет на качество управления (G). Гипотеза 1.c. не подтверждается – переменная не значима.
Женщины в Совете директоров (%)	78*** (27)	72** (37)	124** (36)	15 (35)	ESG: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает ESG результаты компании. Гипотеза 1 подтверждается.

(Board Gender)					<p>E: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает влияние компании на окружающую среду (E). Гипотеза 1.a. подтверждается.</p> <p>S: Увеличение доли женщин в Совете директоров улучшает социальную политику компании (S). Гипотеза 1.b. подтверждается.</p> <p>G: Увеличение доли женщин в Совете директоров сначала повышает гармонизацию агентских отношений и улучшает качество управления (G). Гипотеза 1.c. не подтверждается – переменная не значима.</p>
R <sup>2</sup>	0,78	0,77	0,76	0,81	Высокий коэффициент детерминации.
F> Prob (0.000)	13	12	12	16	Высокое значение F определяет сильную объясняющую силу модели.
N наблюдений	216	216	216	216	

(\* p < 0,1; \*\* p < 0,05; \*\*\* p < 0,01; в скобках указана стандартная ошибка)

Источник: построено соискателем на основе расчетов

Полученные эмпирические выводы об улучшении ESG результатов компании в зависимости от размера ее Совета директоров подтверждаются результатами (Beji, 2021); от наличия женщин в Совете – выводами (Dakhli, 2021; Nicolo, 2021; Cucari, 2018; Ferrero, 2021) и других.

Были проведены тесты для выбора наилучшей модели регрессионного анализа:

Сравнение модели с фиксированными эффектами (FE) и МНК модели (LS) было проведено по результатам теста Вальда. Нулевая гипотеза: МНК-модель является состоятельной (модель МНК лучше и нет индивидуального эффекта). Нулевая гипотеза отвергается (prob<0,05, F стат.> F крит.) и принимается альтернативная гипотеза о выборе модели с фиксированными эффектами.

Сравнение модели с фиксированными эффектами (FE) и случайными эффектами (RE) было проведено по результатам теста Хаусмана. Нулевая гипотеза: ОМНК-модель со случайными эффектами является состоятельной (модель со случайными эффектами лучше). Нулевая гипотеза отвергается (prob<0.0000, Chi-Sq. Стат. ( $\chi^2$ ) > Chi-Sq крит.) и принимается альтернативная гипотеза о выборе модели с фиксированными эффектами. Для моделей с фиксированными эффектами получено значительное увеличение R<sup>2</sup>, что свидетельствует о том, что индивидуальные характеристики компании сильнее влияют на общий исследуемый фактор ESG. Более подробно результаты тестов представлены в Таблице 2.5. Приложения 2.

Далее проводится исследование *эндогенности переменных*.

Эндогенность возникает в силу того, что независимая переменная коррелирована со случайными ошибками в модели. Причины возникновения эндогенности: пропуск объясняющих переменных в модели – существуют неучтенные факторы; неверный выбор функции зависимости – возможны не только линейные зависимости; обратная причинно-следственная связь – зависимая переменная влияет на включенную в модель независимую.

Проблема эндогенности решается несколькими способами, применяемыми в эмпирических работах по теме исследования:

1. Добавлением дополнительных объясняющих переменных (Aragu, 2021).
2. Использованием лагированных независимых переменных. Такой способ применяется для изучения проблем обратной причинно-следственной связи в работах (Khan, 2021; Kordsachia, 2021; Martinez, 2022; Manita, 2018; Terjesen, 2015; Zahid, 2023).
3. Применением обобщенного метода моментов (Generalized Method of Moments). Сравнивается результативность моделей с фиксированными эффектами для изучения влияния пропущенных объясняющих переменных на зависимую в работах (Beji, 2021; Dakhli, 2021; Ngyen, 2021;); обратной причинно-следственной связи в работах (He, 2021; Martinez, 2021; Макеева и др., 2022).

В диссертации построены дополнительные модели для выборки по каждой стране, оцененные обобщенным методом моментов (Generalized Method of Moments, GMM). Подход развит Аррелано-Бондом, используется разность (лаг) зависимой переменных, чтобы создать новую переменную.

Сопоставление результатов моделей с фиксированными эффектами (FE) и моделей, оцененных обобщенным методом моментов (GMM) показало соответствие знаков при переменных и значимость переменных в новых моделях. Согласно тесту Саргана для модели GMM, нулевая гипотеза заключается в том, что переменные не коррелированы с остатками. Поскольку значение  $J \text{ stat.} < J \text{ crit.}$  ( $p\text{-value} > 0,000$ ), то нулевая гипотеза не отклоняется: инструменты валидны и существует экзогенная связь с остатками. Более подробно изучение эндогенности в моделях представлено в Таблице 2.6. в Приложении 2.

Таким образом, соискателем исследована и доказана *Гипотеза 1 о наличии воздействия структуры Совета директоров на улучшение индикаторов устойчивого развития ESG*. Декомпозиция ESG на отдельные индикаторы подтверждает результаты общей модели. Установлены различия воздействий для компаний, действующих в странах на развитом и развивающемся рынке капитала:

- В европейских, американских компаниях численность Совета директоров преимущественно (выше коэффициент перед переменной) влияет на улучшение экологической политики и на отношение к окружающей среде (*E*), в японских компаниях – на качество управления и гармонизацию агентских отношений (*G*).
- В японских и российских компаниях наличие женщин в Совете директоров преимущественно улучшает социальную политику (*S*), а в американских и европейских – качество управления компанией (*G*).

Далее проводится исследование влияния особенностей агентских отношений, которые представлены через структуру собственности и структуру Совета директоров, на следование устойчивому развитию непосредственно российскими компаниями (представлено в работе Красильникова, 2023а). Как было обосновано ранее, для компаний, действующих в слабой институциональной среде (в частности, для российских предприятий) требуется дополнительная инсайдерская защита в виде концентрации собственности, что улучшает результативность деятельности таких компаний. По аналогии с данным результатом, предполагается, что концентрация собственности выступает также стимулирующим фактором в следовании устойчивому развитию и улучшению ESG для российских компаний.

**Гипотеза 2.** Рост числа независимых директоров в Совете, наличие крупных собственников – концентрация собственности, при прочих равных финансово-экономических результатах, способствует улучшению ESG результатов для российских компаний, а государственная собственность и численность всех директоров в Совете неоднозначно влияет на ESG.

Предполагается, что число независимых директоров выступает как фактор мониторинга и защиты прав, что преимущественно улучшает качество управления (*G*) по сравнению с потенциальным эффектом на изменения в экологической (*E*) и социальной политике (*S*). Структура собственности так же сильнее определяет качество управления компанией (*G*). Однако предполагается стимулирующее воздействие концентрации собственности, но ограничивающее – государственной собственности на следование российскими компаниями устойчивому развитию. **Гипотеза 2.а.** Различное влияние независимых переменных на отдельные индикаторы устойчивого развития: негативное влияние государственного участия, нелинейное влияние числа директоров, позитивное влияние концентрации собственности, числа независимых директоров и доли женщин в Совете на улучшение экологической политики компании и отношения к окружающей среде и (*E*); **Гипотеза 2.б.** Слабое влияние структуры собственности и структуры Совета директоров на социальную политику (*S*); **Гипотеза 2.с.** Нелинейное влияние размера Совета директоров на качество управления в компании (*G*), позитивное влияние концентрации собственности, негативное влияние государственного участия.

Выбор переменных представлен выше в Таблице 7. Методической основой является исследование выборки 36 российских крупных публичных нефинансовых компаний с 2015 по 2020 г. (список компаний указан в Приложении 2), источником данных является база Thomson Reuters Eikon, Bloomberg, Global Innovation Index, World Bank, отчетность эмитентов. Выбор крупных и публичных компаний обусловлен большей вовлеченностью в следование устойчивому развитию, требованиям к раскрытию отчетности, рекомендациям по раскрытию

результатов устойчивого развития. Более прозрачные данные позволяют сопоставлять результаты и не искажают результаты оценки моделей. Выбор исследуемого периода обусловлен тем, что Цели устойчивого развития были обозначены ООН в 2014г., и компании стали более структурно следовать и отображать достижение ЦУР. 2021 г. не был включен в выборку в связи с существенным влиянием пандемии, что привело бы к выбросам в данных, 2022 г. не включен в связи с геополитической ситуацией и необоснованным занижением ESG оценок по российским компаниям. В отраслевом разрезе компании представлены отраслями основных материалов (28,5%), энергетики (22%), распределительных компаний (17,5%), потребительского сектора и ритейла (12%), телекоммуникационных компаний (9%), технологий (5,5%), транспорта (5,5 %).

На основе панельной выборки данных построена общая МНК модель, оценивающая влияние особенностей агентских отношений: структуры собственности и Совета директоров, а также контрольных переменных на ESG результаты для российских компаний.

$$ESG_{it} = a + b_1 * Board_{size_{it}}^2 + b_2 * Independ_{it} + b_3 * State_{it} + b_4 * Own_{concen_{it}} + b_5 * ROA_{it} + b_6 * CFO_{it} + b_7 * Agency_{cost_{it}} + b_8 * Env_{Macro_t} + b_9 * Ind_{it} + b_{10} * ESG_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Зависимая переменная: ESG – исследуемый фактор, характеризующий результаты компании в достижении Целей устойчивого развития.

Независимые переменные: Board size – размер (число) директоров в Совете, Independ – число независимых директоров в Совете директоров, State – доля государственной собственности, Own concen – концентрация собственности, ROA – рентабельность активов, Agency cost – агентские издержки, Ind – тип отрасли, Env Macro – экологическая результативность страны, использование энергии в создании ВВП,  $\varepsilon$  – случайная ошибка, t – год, i – компания.

Построены дополнительные модели, где исследуемыми факторами выступают отдельные компоненты: Environmental, Social, Governance.

$$E_{it} = a + b_1 * Board_{size_{it}}^2 + b_2 * Independ_{it} + b_3 * State_{it} + b_4 * Own_{concen_{it}} + b_5 * ROA_{it} + b_6 * CFO_{it} + b_7 * Agency_{cost_{it}} + b_8 * Env_{Macro_t} + \varepsilon_{it} \quad (2.1)$$

$$S_{it} = a + b_1 * Board_{size_{it}}^2 + b_2 * Independ_{it} + b_3 * State_{it} + b_4 * Own_{concen_{it}} + b_5 * ROA_{it} + b_6 * CFO_{it} + b_7 * Agency_{cost_{it}} + b_8 * Env_{Macro_t} + \varepsilon_{it} \quad (2.2)$$

$$G_{it} = a + b_1 * Board_{size_{it}}^2 + b_2 * Independ_{it} + b_3 * State_{it} + b_4 * Own_{concen_{it}} + b_5 * ROA_{it} + b_6 * CFO_{it} + b_7 * Agency_{cost_{it}} + b_8 * Env_{Macro_t} + \varepsilon_{it} \quad (2.3)$$

Результаты оценки моделей с фиксированными эффектами (FE)<sup>64</sup> и обобщенным методом моментов (GMM)<sup>65</sup> выявили значимое устойчивое влияние структуры собственности и Совета директоров на ESG для российских компаний (Таблица 9).

<sup>64</sup> Как и для предыдущих моделей панельной выборки проводились спецификации и тесты. Тест Хаусмана показал, что нулевая гипотеза отвергается ( $\chi^2$  статистика >  $\chi^2$  критическая,  $p < 0,05$ ). Применяется модель с фиксированными эффектами.

<sup>65</sup> Эндогенность исследована построением модели, оцененной обобщенным методом моментов (GMM). Согласно тесту Саргана, нулевая гипотеза заключается в том, что переменные не коррелированы с остатками. Поскольку

**Таблица 9.** Результаты оценки Гипотезы 2 о влиянии структуры собственности и Совета директоров на ESG и на (E), (S), (G) для российских крупных публичных нефинансовых компаний

Независимые переменные:	Зависимые переменные:				
	ESG		Environmental (отношение компаний окружающей среде)	Social (социальная политика компаний)	Governance (качество управления в компаниях)
	FE	GMM	FE	FE	FE
ESG <sub>t-1</sub>	0,8*** (0,04)	0,26*** (0,08)	0,9*** (0,14)	0,74*** (0,05)	0,76*** (0,05)
Размер Совета директоров <sup>2</sup> (Board Size <sup>2</sup> )	-0,03* (0,01)	-1,79* (1,02)	-0,009* (0,01)	0,03 (0,01)	-0,02 (0,02)
Независимые директора (Independ)	1,52*** (0,49)	0,78 (0,92)	1,58*** (0,5)	2,18*** (0,5)	2,96*** (0,73)
Доля государственной собственности (State)	-0,07 ** (0,02)	-0,52*** (0,03)	-0,07 (0,02)	-0,05* (0,03)	0,02 (0,03)
Концентрация собственности (Own concen)	0,09* (0,05)	0,08* (0,07)	0,03 (0,03)	-0,05* (0,03)	0,09** (0,04)
Рентабельность активов (ROA)	-0,17 * (0,08)	-0,19*** (0,03)	-0,11 * (0,13)	-0,22* (0,09)	-0,27* (0,11)
Операционный денежный поток (CFO)	4,8 (0,0001)	4,2** (0,000)	8,5 (0,000)	0,000* (0,000)	7,9 (0,000)
Агентские издержки (Agency cost)	-0,87*** (0,13)	-0,5 (0,21)	-0,13 (0,08)	-0,2** (0,09)	-0,39*** (0,14)
Экологические результаты (Environmental performance)	0,07 (0,05)	0,01 (0,05)			
Использование энергии в ВВП (GDP/energy use)	0,16 (1,14)	1,53** (0,77)			
	R <sup>2</sup> =0,84	J- statistic=9,5	R <sup>2</sup> =0,89	R <sup>2</sup> =0,8	R <sup>2</sup> =0,82
F> Prob (0.000)	23	(prob. 0,5)	129	55	61
N наблюдений	216	216	216	216	216
<b>Интерпретация полученных связей и результатов о влиянии особенностей агентских отношений на ESG</b>	Рост концентрации собственности, численности независимых директоров в Совете и прошлых значений ESG положительно связан с улучшением ESG и отдельных индикаторов E, S, G. Слишком большое число директоров в Совете ухудшает результаты в силу различий интересов. Рост государственной собственности и повышение агентских издержек негативно связаны с ESG и с отдельными исследуемыми индикаторами: E, S, G.				

(\* p < 0,1; \*\* p < 0,05; \*\*\* p < 0,01; в скобках указана стандартная ошибка)

Источник: построено соискателем на основе расчетов

значение J stat.< крит.знач., p-value выше (p>0,000), то нулевая гипотеза не отклоняется: инструменты валидны и существует экзогенная связь с остатками.

Получена положительная связь концентрации собственности и ESG для российских компаний, что подтверждается выводами работ (Beji, 2021; Hu, 2023). Выявленная отрицательная связь государственного участия и ESG результатов, что подтверждается выводами работ (Батаева, Карпов, 2023; Shahhen, 2021). Нелинейная связь численности директоров и ESG соответствует выводам (Макеева и др., 2022). Увеличение агентских издержек обозначает ухудшение гармонизации агентских отношений и снижает ESG результаты для российских компаний. Рентабельность активов отрицательно связана с ESG, что соответствует выводам (Zaid, 2020). Операционный денежный поток – положительно связан с ESG.

Принадлежность к отрасли металлургии и энергетики в большей степени (выше коэффициент при переменной) влияет на улучшение ESG. Макроэкономические факторы на агрегированном уровне представляют результативность России: экологическая результативность (Global Innovation Index) и повышение отдачи используемой энергии в росте ВВП (World Bank), незначимо, но положительно связаны с ESG результатами компаний. Вероятно, существует обратная причинно-следственная связь, когда рост ESG результатов отдельных компаний способствует усилению общих экологических результатов России.

Изучение эндогенности переменных определило, что в дополнительной модели, оцененной обобщенным методом моментов (GMM), нулевая гипотеза не отклоняется: инструменты валидны и существует экзогенная связь с остатками (Таблица 2.6. в Приложении 2). Далее в Таблице 10 приведены знаки при переменных в оцененных моделях и показано соответствие знаков поставленным гипотезам. Зеленый цвет – ожидаемый знак при переменной: значимые переменные – зеленый цвет, незначимые переменные: зеленый цвет с пунктиром. Красный цвет – не ожидаемый знак при переменной, незначимые переменные: красный цвет с пунктиром.

**Таблица 10.** Полученные знаки при независимых переменных и подтверждение гипотез

Переменные	Полученное влияние на индикаторы устойчивого развития ESG			
	ESG	E	S	G
ESG <sub>t-1</sub>	+	+	+	+
Размер Совета директоров <sup>2</sup> (Board Size <sup>2</sup> )	∩	∩	+	∩
Независимые директора (Independ)	+	+	+	+
Доля женщин в Совете директоров (Board gender)	+	+	+	+

Доля государственной собственности (State)	<span style="border: 1px solid green; padding: 2px;">-</span>	<span style="border: 1px dashed green; padding: 2px;">-</span>	<span style="border: 1px solid green; padding: 2px;">-</span>	<span style="border: 1px solid orange; padding: 2px;">+</span>
Концентрация собственности (Own concen)	<span style="border: 1px solid green; padding: 2px;">+</span>	<span style="border: 1px dashed green; padding: 2px;">+</span>	<span style="border: 1px solid green; padding: 2px;">-</span>	<span style="border: 1px solid green; padding: 2px;">+</span>
Рентабельность активов (ROA)	<span style="border: 1px solid orange; padding: 2px;">-</span>			
Операционный денежный поток (CFO)	<span style="border: 1px solid green; padding: 2px;">+</span>			
Агентские издержки (Agency cost)	<span style="border: 1px solid green; padding: 2px;">-</span>	<span style="border: 1px dashed green; padding: 2px;">-</span>	<span style="border: 1px solid green; padding: 2px;">-</span>	<span style="border: 1px solid green; padding: 2px;">-</span>

*Источник:* построено соискателем по результатам расчетов

Гипотеза 2 подтверждена: установлено значимое влияние особенностей агентских отношений в компании: концентрации собственности и структуры собственности компании, структуры и диверсификации Совета директоров на ESG результаты российских компаний.

- Установлено *позитивное стимулирующее влияние концентрации собственности российских компаний на улучшение общего индикатора устойчивого развития ESG*, позитивное влияние на экологическую политику и окружающую среду (E), качество управления (G), но отрицательное воздействие концентрации на социальную политику компании (S).
- Определено *отрицательное влияние государственного участия в российских компаниях на ESG*. Вероятно, это обосновывается нелинейным воздействием: слишком высокая государственная собственность тормозит улучшение индикаторов устойчивого развития ESG.

Также дополнены выводы о влиянии структуры Совета директоров российских компаний на ESG:

- *Рост численности независимых директоров увеличивает ESG.*
- *Увеличение размера Совета директоров сначала улучшает ESG, но существует пороговое значение числа директоров<sup>66</sup>, после которого происходит снижение ESG.*

В итоге, ключевой результат для данного этапа исследования является: гармонизация агентских отношений выступает внутрифирменным нефинансовым драйвером в следовании компаниями принципам устойчивого развития и улучшения ESG.

Обоснованы и эмпирически выявлены взаимосвязи между **компонентами стратегии финансирования: особенностями агентских отношений – со следованием компаниями устойчивому развитию**, измеряемому посредством метрик ESG. Полученные выводы включены в развиваемый научный подход к разработке стратегий финансирования.

<sup>66</sup> В случае  $\cap$ -образной зависимости для расчета порогового значения числа директоров возможно определить координаты вершины параболы. В данном случае, пороговое значение определено на уровне 13 директоров.

## 2.2.2. Влияние следования компаниями устойчивому развитию и росту ESG на стоимость и структуру капитала, источники финансирования на развитом и развивающемся рынке

Ранее обосновано и доказано, что особенности агентских отношений способствуют следованию компаниями устойчивому развитию и влияют на улучшение ESG. В свою очередь, компании с высокими ESG результатами обладают внутренним потенциалом к изменениям, повышают внешнюю привлекательность, учитывают дополнительные риски. Для таких компаний отмечается повышенный спрос на их ценные бумаги, что снижает затраты компаний на используемый капитал (другими словами, – сокращается стоимость собственного и заемного капитала компании), а также – расширяется доступность инструментов устойчивых финансов по более низкой ставке заимствования. Все это меняет структуру капитала компаний, следующих принципам устойчивого развития.

На данном этапе исследования изучены взаимосвязи между компонентами стратегии финансирования: *индикаторами устойчивого развития ESG – со стоимостью и структурой капитала; особенностями агентских отношений – со структурой капитала.*

На Рисунке 17. жирной линией выделены взаимосвязи между компонентами стратегии финансирования, исследуемые в данном параграфе.



**Рисунок 17.** Исследование особенностей агентских отношений с индикаторами устойчивого развития ESG; особенностей агентских отношений со структурой капитала – как компонентов стратегии финансирования

Источник: разработано соискателем

Реализация Целей Устойчивого Развития (ЦУР) базируется на принципах «ответственного» поведения, а инструментом достижения выступают устойчивые финансы. В прикладных исследованиях относительно следования компаниями ЦУР преимущественно изучены последствия: 1) оценена премия или гриниум выпуска «зеленых» облигаций (Дорофеев, 2020; Huang, 2023; Larcker, 2021; Zerbib, 2019); 2) сближение спреда «зеленых» и безрисковых облигаций (Булгаков, Смирнов, 2021; Frecautan, Ivashkovskaya, 2024); 3) финансово-экономические результаты деятельности (Батаева, 2021; Жукова, 2021; Ефимова, 2021); 4) стоимость капитала (Бабкин, 2021; Белик, 2022; Федорова, 2020; Huifeng, 2021).

Так же для компаний, следующих экологическим, социальным, управленческим принципам устойчивого развития, свойственна более низкая стоимость привлекаемого капитала (ниже ставка по кредиту, к примеру). В свою очередь, это способствует активному привлечению заемного устойчивого финансирования – повышается структура капитала, оцениваемая через отношение долга к активам (прокси-переменная левередж).

Для выборки компаний по 43 странам установлено U-образная нелинейная зависимость стоимости собственного капитала от ESG. Так, существует пороговое значение ESG результатов, которое минимизирует стоимость собственного капитала (Yu, et.all, 2021).

Результаты прикладных работ отображают преимущественно отрицательную связь ESG результатов компаний со стоимостью заемного капитала: для американских компаний снижение стоимости долга (Соорег, 2015); для межстрановой выборки определен наибольший эффект индикатора социальной политики (*S*) на снижение стоимости долга (Ноернер, 2016); для европейских фирм фактор окружающей среды (*E*) преимущественно способствует снижению стоимости долга (Kordsachia, 2021).

Кроме того, стоимость собственного капитала косвенно связана с ESG результатами компании: для межстрановой выборки (Dhaliwal, 2014), для китайских компаний (Chen, 2023) установлено снижение стоимости собственного капитала; для японских компаний (Suto, 2017) – сильнее эффект снижения стоимости собственного капитала для фирм со слабыми ESG результатами; для российских фирм индикатор (*G*) оказывает доминирующее воздействие на стоимость капитала (Федорова, 2020). CFA Institute определено преимущественное влияние (*G*) на стоимость собственного и заемного капитала<sup>67</sup>. Однако существуют исследования, не выявляющие снижение стоимости капитала при улучшении ESG результатов компаний. Для выборки европейских компаний не подтверждается снижение стоимости собственного капитала и меры систематического риска по мере роста ESG (Priem, 2020).

---

<sup>67</sup> CFA Institute, The Impact of ESG Factors on Capital Markets and Investment Practices, 2019 г.

Кроме того, малочисленны работы, исследующие влияние ESG на стоимость капитала для российских компаний, особенно в контексте системных взаимосвязей. Именно для компаний на развивающемся рынке капитала предполагается более сильная взаимосвязь между следованием устойчивому развитию (и улучшению ESG) и снижением стоимости капитала, а также – изменением структуры капитала компаний.

Стоимость долга – затраты, которая несет компания при использовании долгового финансирования, эквиваленты выгодам кредиторов и владельцев долгового капитала компании, скорректированные на (1- налоговая ставка на прибыль). Стоимость затрат по долгу или стоимость заемного капитала компании может быть определена на основе ее финансово-экономического состояния. А ESG результаты компании напрямую способствуют изменению ставки по долгу.

Стоимость собственного капитала компании – затраты, которые несет компания при использовании собственного капитала эквивалентны выгоде, предъявляемой владельцами собственного капитала. Более подробно про разные подходы к оценке стоимости представлено в работе (Красильникова, 2013b). Модель оценки стоимости собственного капитала базируется на модели CAPM, включает безрисковую ставку, меру систематического риска, премию за рыночный риск, а также – ESG результаты компании, которые косвенно влияют на затраты по собственному капиталу. Также построены дополнительные модели, в которых стоимость собственного капитала определена на основе прибыли за акцию и маржинальности операционной прибыли.

Существует связь между **компонентами стратегии финансирования: индикаторами устойчивого развития ESG со стоимостью и структурой капитала.**

*Базовая гипотеза:* улучшение ESG результатов способствует снижению стоимости собственного и заемного капитала для компаний на развитом и на развивающемся рынке; а также – для российских компаний.

Методика эконометрического исследования соответствует предыдущему эмпирическому исследованию (см. сноску 61).

Выбор переменных (Таблица 11) обусловлен подобным их использованием в прикладных работах по соответствующей проблематике.

**Таблица 11.** Используемые переменные для эмпирического исследования влияния ESG результатов на стоимость и структуру капитала (Гипотезы 3-7)

Переменная (прокси)	Расчет	Предполагаемая зависимость/ Обоснование	Авторы, использующие такие переменные
		----- Стоимость капитала ----- Структура капитала	
Зависимые переменные:			

Стоимость долга ( $r_d$ )	$r_d$ получен из базы Thomson Reuters	Зависимая исследуемая переменная	Cooper, 2015 Hoepner, 2016 Jang, 2020 Kordsachia, 2021
Стоимость собственного капитала ( $r_e$ )	$r_e$ получен из базы Thomson Reuters на основе оценки CAPM		Dhaliwal, 2014 Белик, 2022 Chen, 2023
Структура капитала (Lev, D/A)	$Lev = \frac{\text{Совокупный долг (баланс)}}{\text{Совокупные активы (баланс)}}$ $MLev = \frac{\text{Совокупный долг (баланс)}}{\text{Стоимость собственного капитала (капитализация) + Стоимость долга (баланс)}}$		Rajan, Zingales, 1995 Frank, Goyal, 2003 Березинец 2010 Graham, Robert, 2015 Кокорева, 2019 Jang, 2020 Chasiotis, 2023
Капитализация (MC)	получен из базы Thomson Reuters		Saini, 2019 Жукова, 2021
Долгосрочный долг (LR_Debt)	получен из базы Thomson Reuters		Fan, 2012
Независимые переменные, влияющие на стоимость и структуру капитала: индикаторы устойчивого развития			
Environmental, Social, Governance результаты (ESG) • Environmental, • Social, • Governance	ESG Thomson Reuters ASSET4 ESG database	Отрицательная/ Если компания демонстрирует высокие ESG результаты, для нее ниже стоимость капитала	Nguyen, 2020 Beji R., 2021 Nicolo, 2021 Жукова, 2021 Ferrero, 2021 Kordsachia, 2021 Frecautan, Ivashkovskaya, 2024
		Положительная/ Если компания демонстрирует высокие ESG результаты, то леведедж растет	Adeneye, 2022 Chasiotis, 2023
Независимые переменные, влияющие на стоимость и структуру капитала: контрольные финансово-экономические факторы			
Кредитный рейтинг (Credit_rating)	Credit rating получен из базы Bloomberg	Отрицательная/ Чем выше кредитный рейтинг, тем ниже стоимость долга	Jang, 2020 Kordsachia, 2021
		Положительная / Чем выше кредитный рейтинг, тем выше леведедж	Novakimian et all, 2001
Маржа операционной прибыли (Oper_Margin)	$OPM = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Выручка}}$	Отрицательная/ Чем выше маржинальность операционной прибыли, тем ниже стоимость капитала	Rajan, Zingales, 1995
		Неоднозначная/Рост (снижение) леведеджа. Более прибыльные компании используют внутренние источники	

		финансирования, не наращивают долг	
Премия за рыночный риск (RP)	$RP = R_m - R_f$	Положительная/ Чем выше риск, тем больше требования инвесторов – рост стоимости собственного капитала	
Систематический риск ( $\beta$ )	получен из базы Thomson Reuters на основе оценки CAPM	Положительная/ Чем выше риск, тем больше требования инвесторов – рост стоимости собственного капитала	Yu, 2021 Kordsachia, 2021 Priem, 2022 Белик, 2022
Дивиденды (Div)	$Div = \frac{\text{Дивиденды}}{\text{Чистая прибыль}}$	Отрицательная/ Чем выше дивиденды, тем ниже требования инвесторов – снижение стоимости собственного капитала	Yu, 2021
Рентабельность активов (ROA)	$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Совокупные активы (баланс)}}$	Отрицательная/ Чем выше рентабельность, тем ниже стоимость капитала  Неоднозначная/ Компании с высокой рентабельностью используют собственные средства – снижение лeverеджа	Titman, Wessels, 1988 Rajan, Zingales, 1995 Фрэнк, Гойял, 2003 Малмендейр, 2005 Дробец, 2006 Березинец, 2010 Иванов, 2010 Yu, 2020 Zahid, 2023
Рыночная оценка компании (Q Tobin)	$Q \text{ Tobin} = \frac{\text{Капитализация компании} + \text{рыночная стоимость долга}}{\text{Балансовая стоимость активов}}$	Отрицательная/ Чем выше рыночная оценка, тем ниже стоимость собственного капитала  Отрицательная/ Если компания высоко оценивается рынком, то нет потребности в привлечении долга и обслуживается уже имеющийся долг	Wahba, 2014 Yamada, 2016
Вложения в основной капитал (Capex)	$Capex = \frac{\text{Расходы на основной капитал}}{\text{Выручка}}$	Отрицательная/ Если компания активно инвестирует в развитие, это может вызывать временную неустойчивость, что понижает лeverедж	Rajan, Zingales, 1995
Размер компании	$Size = \log(\text{Assets})$ = Логарифм активов		Rajan, Zingales, 1995 Дробец, 2006

(Size)		Отрицательная/ Крупная компания накопила достаточный денежный поток для использования внутренних источников финансирования, нет потребности в займах	Adeneye, 2022
Прибыль на акцию (EPS)	$EPS = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{число акций}}$	Отрицательная/ Чем выше прибыль на акцию, тем ниже стоимость собственного капитала  Отрицательная/ Компании с более высоким значением прибыли на акцию в меньшей степени испытывают потребность в привлечении заемного финансирования	Hasan, 2014 Chondough, 2022 Rehan, 2023
Доля основных средств в активах (Fix_A)	$Fix\_A = \frac{\text{Основные средства}}{\text{Активы}}$	Положительная / Компании с высокой долей материальных активов способны привлечь больше долгового финансирования	Rajan, Zingales, 1995  Кокорева и др., 2023 Rehan, 2023
Независимые переменные, влияющие на стоимость и структуру капитала: макроэкономические факторы			
Выданные кредиты к ВВП (Credit/GDP) %	$Credit\_GDP = \frac{\text{Кредиты, выданные финансовым сектором}}{\text{ВВП}}$	Отрицательная / Общий выданный объем кредитов обозначает снижение стоимости заемного капитала  Положительная / Рост кредитования увеличивает левередж	Teplova et all, 2020 Beck et all, 2010
Капитализация компаний к ВВП (Mcap_GDP)	$Mcap\_GDP = \frac{\text{Капитализация компаний}}{\text{ВВП}}$	Рост общей капитализации компаний приводит к понижению стоимости собственного капитала  Неоднозначная / Рост капитализации компаний является благоприятным условием для будущих размещений, что снижает рыночный левередж	Yu, 2021 Liang, 2023
Инфляция (CPI)	$CPI = \frac{\text{Стоимость продуктовой корзины}}{\text{Стоимость продуктовой корзины в прошлом году}}$	Положительная / Рост инфляции повышает стоимость капитала  Неоднозначная / Рост инфляции снижает долгосрочный левередж	Frank, Goyal, 2009 De Angelo & Masulis, 1980

Независимые переменные, влияющие на структуру капитала: особенности агентских отношений			
Собственность государства (State_own) %	$State\_own$ Собственность государства в компании $= \frac{\quad}{100\%}$	Положительная/ Наличие государственной собственности расширяет доступ к финансированию и увеличивает левередж	Гайфутдинова, Кокорева 2011 Strebulaev, 2013 Иванов, 2010 Макарова, Андрианова, 2020
Концентрация собственности (Own_concern)	$Own\_concern = Own1^2 + Own2^2 + Own3^2$ Индекс Герфиндаля представляет сумму квадратов долей крупнейших собственников	Положительная/ Наличие крупного собственника определяет возможность привлечения дополнительного заемного финансирования, в том числе – от холдингов, рост левереджа	Demsetz, 2001 Гайфутдинова, Кокорева, 2011 Быкова, 2017 Jang, 2020 Рыбалка, 2020 Chasiotis, 2023 Zahid, 2023
Размер Совета директоров (Board_size) N	Число членов директоров в Совете компании	Неоднозначная/ Слишком большое число директоров может приводить к неэффективности Совета, снижать левередж	Jang, 2020 Федорова, 2022 Кокорева и др., 2023
Независимые директора (Independ) N	$Independ$ = число всех независимых директоров в Совете	Неоднозначная/ Слишком большое число директоров может приводить к неэффективности Совета снижать левередж	Jang, 2020 Федорова, 2022 Кокорева и др., 2023
Агентские издержки (Agency coast)	$Agency\ cost = \frac{\text{Управленческие и коммерческие затраты}}{\text{Выручка}}$	Отрицательная/ Высокие агентские издержки обозначают наличие проблем в компании и понижают внешнее финансирование	Ang, 2000 Kokoreva, Ulugova, 2013 Макарова, Андрианова, 2020

*Источник:* построено соискателем на основе систематизированных в Главе 1 результатов исследований

**Гипотеза 3.** Для компаний на развитом и на развивающемся рынке, демонстрирующих более сильные ESG результаты, снижается стоимость собственного и заемного капитала.  
**Гипотеза 3.а.** Улучшение экологической политики и отношения компании к окружающей среде (*E*) преимущественно способствует снижению стоимости капитала для компаний на развитом рынке; **Гипотеза 3.б.** Улучшение социальной политики компании (*S*) не значительно влияет на изменение стоимости ее капитала; **Гипотеза 3.с.** Улучшение индикатора качества управления в компании (*G*) способствует снижению стоимости капитала для компаний на развивающемся рынке.

Методической основой является изучение отдельных выборок компаний: 1) на развитом рынке капитала – 223 компании из США, Канады, Европы; 2) на развивающемся рынке капитала – 120 компаний из Центральной и Восточной Европы, Африки. Источником данных является Thomson Reuters Eikon, Bloomberg, Fitch. Статистические данные (Таблицы 4.2-4.4) и

корреляционные матрицы (Таблицы 4.6-4.7) приведены в Приложении 4. Выявлена высокая корреляция переменных премий за риск с безрисковой ставкой, но низкая с исследуемым независимым регрессором ESG, что обосновывает его адекватность включения в модель.

Для каждой выборки компаний построены общие модели. Дополнительно построены модели, исследующие влияние отдельных индикаторов ( $E$ ), ( $S$ ), ( $G$ ) на стоимость собственного и заемного капитала:

$$r_{d_{it+1}} = a + b_1 * ESG_{it} + b_2 * OPM_{it} + b_3 * Credit\_rating_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$r_{d_{it+1}} = a + b_1 * E_{it} + b_2 * OPM_{it} + b_3 * Credit\_rating_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

$$r_{d_{it+1}} = a + b_1 * S_{it} + b_2 * OPM_{it} + b_3 * Credit\_rating_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

$$r_{d_{it+1}} = a + b_1 * G_{it} + b_2 * OPM_{it} + b_3 * Credit\_rating_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.3)$$

Стоимость собственного капитала исследована на основе модели CAPM:

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * ESG_{it} + b_2 * beta_{it} + b_3 * ERP_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * E_{it} + b_2 * beta_{it} + b_3 * ERP_t + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * S_{it} + b_2 * beta_{it} + b_3 * ERP_t + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * G_{it} + b_2 * beta_{it} + b_3 * ERP_t + \varepsilon_{it} \quad (4.3)$$

Также стоимость собственного капитала исследована на основе модели, учитывающей финансово-экономические факторы компании:

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * ESG_{it} + b_2 * OPM_{it} + b_3 * EPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Зависимые переменные:  $r_{d+1}$  – исследуемая стоимость заемного капитала (долга) в будущем году,  $r_{e+1}$  – стоимость собственного капитала в будущем году.

Независимые переменные: ESG – индикаторы устойчивого развития, OPM – маржа операционной прибыли, credit rating – кредитный рейтинг компании, ERP – премия за рыночный риск, beta – мера систематического риска, EPS – прибыль на акцию,  $i$  – компания,  $t$  – год,  $\varepsilon$  – случайная ошибка.

Выбор типа моделей обусловлен методикой эконометрического исследования, предыдущими выводами и результатами других исследований.

Для панельных выборок данных для развитого и развивающегося рынка построены модели со случайными эффектами (RE) и модели с фиксированными эффектами (FE). Проведены соответствующие тесты для выбора наилучшей модели<sup>68</sup>. Для тестирования эндогенности построены дополнительные модели, оцененные обобщенным методом моментов (GMM)<sup>69</sup>.

<sup>68</sup> Тест Хаусмана показал, что нулевая гипотеза отвергается ( $\chi^2$  статистика >  $\chi^2$  критическая,  $p < 0,05$ ). Применяется модель с фиксированными эффектами. Используется метод оценки панельных данных с фиксированными эффектами, как и в работах Ismail, 2019; Zaid, 2020.

<sup>69</sup> Эндогенность исследована построением модели, оцененной обобщенным методом моментов. Согласно тесту Саргана, нулевая гипотеза заключается в том, что переменные не коррелированы с остатками. Поскольку значение

По результатам эконометрического анализа на основе моделей с фиксированными эффектами (FE) и обобщенным методом моментов (GMM) выявлено, что улучшение ESG результатов способствует сокращению стоимости капитала компаний на развитом и на развивающемся рынке (Таблица 12).

**Таблица 12.** Результаты оценки Гипотезы 4 о влиянии ESG и индикаторов  $E$ ,  $S$ ,  $G$  на стоимость собственного и заемного капитала для компаний на развитом и развивающемся рынке

Независимые переменные:	Зависимые переменные:				Интерпретация полученных связей и результатов
	$\Gamma_{c+1}$ стоимость собственного капитала		$\Gamma_{d+1}$ стоимость заемного капитала		
<b>Развитый рынок</b>					
	<b>FE</b>	<b>GMM</b>	<b>FE</b>	<b>GMM</b>	
ESG Результаты	-0,11* (0,009)	-0,001 (0,11)	-0,8** * (0,02)	-0,04* (0,03)	Улучшение индикаторов устойчивого развития ESG для компаний на развитом рынке снижает стоимость собственного и заемного капитала. Гипотеза 3 подтверждена для моделей с фиксированными эффектами (FE) и моделей обобщенного метода моментов (GMM).
Environmental (отношение компания к окружающей среде)	-0,009 (0,01)		-0,05*** (0,01)		Улучшение экологической политики и отношения к окружающей среде ( $E$ ) для компаний на развитом рынке снижает стоимость собственного капитала, однако переменная не значима; а также в большей степени (выше коэффициент при переменной) по сравнению с индикаторами ( $S$ ) и ( $G$ ) снижает стоимость заемного капитала, переменная значима. Гипотеза 3.a. подтверждена для модели долга. Гипотеза 3.a. не подтверждена для модели собственного капитала, так как переменная не значима.
Social (социальная политика компания)	-0,04* (0,02)		-0,005 (0,01)		Улучшение социальной политики ( $S$ ) в компаниях на развитом рынке позитивно влияет на снижение стоимости собственного капитала; снижает стоимость заемного капитала. Гипотеза 3.b. подтверждена для модели собственного капитала. Гипотеза 3.b. не подтверждена о для модели долга, так как переменная не значима.
Governance (качество управления в компания)	-0,19*** (0,07)		-0,03 (0,11)		Улучшение качества управления ( $G$ ) в компании на развитом рынке в большей степени по сравнению с индикаторами ( $E$ ) и ( $S$ ) влияет на снижение стоимости собственного капитала; а также улучшение ( $G$ ) снижает стоимость заемного капитала. Гипотеза 3.c. подтверждена для модели стоимости собственного капитала, Гипотеза 3.c. не подтверждена для модели долга, так как переменная не значима.
Маржа операционной прибыли (Oper_margin)	-0,01** (0,007)		-0,001* (0,0001)		Рост маржинальности операционной прибыли обозначает лучшее управление операционными затратами, что способствует снижению стоимости собственного и заемного капитала для компаний на развитом рынке.

p-value выше ( $p > 0,000$ ),  $J \text{ stat} < J \text{ crit.}$ , то нулевая гипотеза не отклоняется: инструменты валидны и существует экзогенная связь с остатками.

Прибыль на акцию (EPS)	-0,0004* (0,0006)				Рост чистой прибыли на акцию обозначает увеличение инвестиционной привлекательности компании, что способствует снижению стоимости собственного капитала для компаний на развитом рынке.
Кредитный рейтинг (Credit_rating)			-0,97*** (0,09)		Повышение кредитного рейтинга компаний на развитом рынке снижает ставку, предъявляемую владельцами долгового капитала.
Капитализация к ВВП (MCap_GDP)	-0,8** (0,4)		-		Рост капитализации компаний закономерно отрицательно связан со стоимостью собственного капитала.
Кредиты к ВВП (Credit_GDP)			-0,004* (0,000)		Рост выданных кредитов к ВВП отрицательно связан со стоимостью долга.
R <sup>2</sup>	0,93		0,35		Высокий коэффициент детерминации.
F > Prob (0.000)	2840		43		Высокое значение F определяет сильную объясняющую силу модели
N Наблюдений	446		446		
<b>Развивающийся рынок</b>					
	<b>FE</b>	<b>GMM</b>	<b>FE</b>	<b>GMM</b>	
ESG результаты	-0,19 (0,15)	-0,25* (0,17)	-0,06 (0,12)	-0,38** (0,14)	Улучшение индикаторов устойчивого развития ESG способствует снижению стоимости собственного и заемного капитала для компаний на развивающемся рынке. Гипотеза 3 не подтверждена – переменные не значимы для моделей с фиксированными эффектами (FE), но значимы для моделей моментов (GMM).
Environmental (отношение компании к окружающей среде)	-0,15** (0,07)		-0,08 (0,06)		Улучшение отношения компании к окружающей среде (E) снижает стоимость собственного капитала для компаний на развивающемся рынке; а также – снижает стоимость заемного капитала. Гипотеза 3.a. подтверждена для модели собственного капитала. Гипотеза 3.a. не подтверждена для модели долга, так как переменная не значима.
Social (социальная политика компании)	-0,1 (0,11)		0,13 (0,08)		Улучшение социальной политики (S) в компаниях, действующих на развивающемся рынке, влияет на снижение стоимости собственного капитала, но повышает стоимость заемного капитала. Гипотеза 3.b. подтверждена, так как предполагалось отсутствие влияния и в моделях переменные не значимы.
Governance (качество управления компанией)	-0,32*** (0,03)		-0,56* (0,23)		Улучшения качества управления (G) в компании на развивающемся рынке в большей степени по сравнению с остальными индикаторами (E), (S) снижает стоимость собственного и заемного капитала. Гипотеза 3.c. подтверждена для обеих моделей.
Маржа операционной прибыли (Oper_margin)	0,05 (0,03)		0,03 (0,09)		Маржа операционной прибыли не способствует снижению стоимости собственного и заемного капитала для компаний на развивающемся рынке.
Прибыль на акцию (EPS)	0,00000 (0,0005)				Рост чистой прибыли не влияет на снижение стоимости собственного капитала для компаний на развивающемся рынке, переменная не значима.
Кредитный рейтинг (Credit_rating)			-1,18*** (0,41)		Повышение кредитного рейтинга в компаниях на развивающемся рынке снижает ставку, предъявляемую владельцами долгового капитала.
R <sup>2</sup>	0,47		0,21		Средний коэффициент детерминации.

F > Prob (0.000)	108	17	Высокое значение F определяет сильную объясняющую силу модели.
N наблюдений	240	240	

(\*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ ; в скобках указана стандартная ошибка)

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

Проблема эндогенности влияния общих ESG результатов компании на стоимость ее капитала также исследована при помощи построения дополнительных моделей, оцененных методом моментов (GMM). Результаты показали значимость переменных (за исключением модели стоимости собственного капитала на развитом рынке) и сохранение знаков, в том числе – для развивающегося рынка.

Установлено снижение стоимости капитала при росте маржи операционной прибыли и кредитного рейтинга для компаний на развитом рынке, что подтверждается результатами (Jang, 2020; Frecautan, Ivashkovskaya, 2024). Однако для компаний на развивающемся рынке определена слабая связь.

Таким образом, в целом, выявлено, что для компаний, следующих принципам устойчивого развития и демонстрирующих более высокие ESG результаты, снижается стоимость собственного и заемного капитала. Для таких компаний ниже ставка по кредитам, учитываются риски, что косвенно понижает стоимость собственного капитала компании.

*Исследованы и доказаны отрицательные связи ESG и стоимости капитала компаний на развитом и на развивающемся рынке, подтверждена Гипотеза 3:*

- Для компаний, действующих на развитом рынке, улучшение экологической политики и влияния компании на окружающую среду (*E*) преимущественно (выше коэффициент при переменной) и напрямую снижает стоимость долга. Качество управления в компании (*G*) преимущественно способствует снижению стоимости собственного капитала.
- Для компаний, действующих на развивающемся рынке, улучшение корпоративного управления (*G*) преимущественно стимулирует снижение затрат на капитал – стоимости и долга, и собственного капитала.

Таким образом, получены результаты о наличии значимых связей стоимости капитала компаний (затрат на капитал, которая несет компания) с индикаторами устойчивого развития, исследуемыми посредством метрик ESG. Далее изучены и эмпирически исследованы связи стоимости и структуры капитала с ESG результатами непосредственно для исследуемой выборки российских компаний. Сначала для российских компаний выявлено влияние нефинансовых факторов на улучшение ESG. Затем изучены эффекты от улучшения ESG на снижение стоимости капитала.

**Гипотеза 4.** Улучшение ESG результатов способствует снижению стоимости собственного и заемного капитала для российских компаний. **Гипотеза 4.a.** Предполагается, что улучшение экологической политики компании и сокращение негативного эффекта от деятельности на окружающую среду (*E*) напрямую влияет на снижение стоимости долга, косвенно влияет на снижение стоимости собственного капитала за счет понижения и учета рисков. **Гипотеза 4.b.** Улучшение социальной политики (*S*) российских компаний в меньшей степени связано с изменением стоимости их капитала. **Гипотеза 4.c.** Повышение качества управления в компании (*G*) обозначает снижение агентских противоречий, что косвенно способствует снижению стоимости собственного капитала и понижает стоимость долга.

Методической основой выборки является 36 российских крупных публичных нефинансовых компаний с 2015-2020 г. (выбор компаний и периода обоснован ранее при тестировании влияния особенностей агентских отношений на ESG).

Построены общие модели.

Стоимость собственного капитала исследована на основе модели CAPM:

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * r_{e_{it}} + b_2 * ESG_{it} + b_3 * ESG_{it}^2 + b_4 * beta_{it} + b_5 * ERP_t + b_6 * r_{ft} + b_7 * Mcap\_GDP_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Стоимость собственного капитала исследована на основе модели, учитывающей финансово-экономические факторы, актуальные для инвестора:

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * r_{eit} + b_2 * ESG_{it} + b_3 * Oper_{margin_{it}} + b_4 * [EPS_{it}; Div_{it}] + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Стоимость долга исследована на основе модели, учитывающей финансово-экономические факторы результаты компании:

$$r_{d_{it+1}} = a + b_1 * r_{dit} + b_2 * ESG_{it} + b_3 * ESG_{it}^2 + b_4 * OPM_{it} + b_5 * Credit\_GDP_t + b_6 * CPI_t + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Где  $r_{e+1}$  – затраты на привлечение собственного капитала в будущем году ( $r_{d+1}$  – заемного капитала), ESG – исследуемый фактор устойчивого развития, beta – мера систематического риска компании, ERP – премия за рыночный риск, Mcap\_GDP – капитализация российских компаний по отношению к ВВП, Opm – маржа операционной прибыли, EPS – прибыль на акцию, Div – дивиденды к чистой прибыли (вводятся в модель по очереди); Credit\_GDP – выданные кредиты к ВВП, CPI – инфляция (индекс потребительских цен).

Далее проводится декомпозиция ESG на компоненты, для исследования отдельного влияния (*E*), (*S*), (*G*) на стоимость собственного и заемного капитала.

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * r_{e_{it}} + b_2 * E_{it} + b_3 * beta_{it} + b_4 * ERP_t + b_5 * r_{ft} + b_6 * Mcap\_GDP_t + \varepsilon_{it} \quad (6.1)$$

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * r_{e_{it}} + b_2 * S_{it} + b_3 * beta_{it} + b_4 * ERP_t + b_5 * r_{ft} + b_6 * Mcap\_GDP_t + \varepsilon_{it} \quad (6.2)$$

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * r_{e_{it}} + b_2 * G_{it} + b_3 * beta_{it} + b_5 * ERP_t + b_6 * r_{ft} + b_7 * Mcap\_GDP_t + \varepsilon_{it} \quad (6.3)$$

$$r_{d_{it+1}} = a + b_1 * E_{it} + b_2 * OPM_{it} + b_3 * Credit\_GDP_t + b_4 * CPI_t + e_{it} \quad (8.1)$$

$$r_{d_{it+1}} = a + b_1 * S_{it} + b_2 * OPM_{it} + b_3 * Credit\_GDP_t + b_4 * CPI_t + e_{it} \quad (8.2)$$

$$r_{d_{it+1}} = a + b_1 * G_{it} + b_2 * OPM_{it} + b_3 * Credit\_GDP_t + b_4 * CPI_t + e_{it} \quad (8.3)$$

На основе панельной выборки данных построены модели регрессионного анализа с случайными эффектами (RE) и с фиксированными эффектами (FE)<sup>70</sup>, модели, оцененные обобщенным методом моментов (GMM) для исследования вопросов эндогенности.

Подтверждается вывод о снижении стоимости капитала (сокращение затрат компании на использование собственного и заемного капитала) при повышении ESG результатов российских компании (Таблица 13). Увеличение безрисковой ставки, меры систематического риска и премии за рыночный риск закономерно повышает требуемую инвесторами доходность – стоимость собственного капитала. Рост капитализации компаний к ВВП обозначает развитие фондового рынка – снижает стоимость собственного капитала. Рост маржи операционной прибыли компании и выданных кредитов к ВВП снижает стоимость долга, а рост инфляции обесценивает инвестиции, что закономерно повышает затраты на долговой капитал.

**Таблица 13.** Результаты оценки Гипотезы 4 о влиянии ESG и отдельно компонентов (*E*), (*S*), (*G*) на стоимость собственного капитала и стоимость долга для российских крупных публичных нефинансовых компаний

Независимые переменные:	Зависимая переменная: $r_{e+1}$ стоимость собственного капитала		Зависимая переменная: $r_{d+1}$ стоимость долга		Интерпретация полученных связей и результатов
	FE	GMM	FE	GMM	
$r_e$	0,09*** (0,06)	0,09*** (0,01)			Предыдущее значение стоимости собственного капитала оказывает положительное влияние на рост будущих значений.
$r_d$			0,24** (0,12)	0,55*** (0,03)	Предыдущее значение стоимости заемного капитала оказывает положительное влияние на рост будущих значений.
ESG Результаты российских компаний	-0,06** (0,03)	-0,05* (0,03)	-0,02** (0,009)	-0,05*** (0,01)	Улучшение индикаторов устойчивого развития ESG снижает стоимость собственного капитала и стоимость заемного капитала российских компаний. Гипотеза 4 подтверждена для моделей с фиксированными эффектами (FE) и моделей моментов (GMM).
ESG <sup>2</sup> (квадрат переменной)	-0,001* (0,0004)	-0,0006** (0,0003)	-0,0002** (0,0001)	-0,0001*** (0,0000)	Рост ESG нелинейно $\cap$ -образно влияет на стоимость собственного и заемного капитала российских компаний. Улучшение ESG для компаний с низкими результатами не способствует снижению стоимости капитала. Для компаний с высокими ESG сильнее снижается стоимость капитала.

<sup>70</sup> Тест Хаусмана показал, что нулевая гипотеза отвергается ( $\chi^2$  статистика >  $\chi^2$  критическая,  $p < 0,05$ ). Применяется модель с фиксированными эффектами.

					Гипотеза 4 подтверждена для моделей с фиксированными эффектами (FE) и моделей моментов (GMM).
Environmental (отношение компаний к окружающей среде)	-0,028 (0,02)	-0,04** (0,02)	-0,019*** (0,006)	-0,059*** (0,01)	Улучшение отношения и снижение негативного эффекта от своей деятельности на окружающую среду ( <i>E</i> ) понижает стоимость собственного и заемного капитала российской компании. Гипотеза 4.a. не подтверждена для модели собственного капитала (FE) в силу незначимости переменной. Гипотеза 4.a. подтверждена для модели собственного капитала (GMM), для модели долга (FE) и (GMM).
Social (социальная политика компаний)	-0,03 (0,02)	-0,006 (0,02)	-0,013* (0,007)	-0,044*** (0,008)	Улучшение социальной политики ( <i>S</i> ) снижает стоимость собственного и заемного капитала. Гипотеза 4.b. не подтверждена для моделей собственного капитала, переменная не значима. Гипотеза 4.b. подтверждена для моделей долга (FE) и (GMM).
Governance (качество управления в компаниях)	-0,04* (0,02)	-0,08*** (0,01)	-0,007 (0,006)	-0,003 (0,006)	Улучшение качества управления в компании ( <i>G</i> ) снижает стоимость собственного и заемного капитала. Гипотеза 4.c. подтверждена для моделей собственного капитала (FE) и (GMM). Гипотеза 4.c. подтверждена для моделей долга в силу незначимости переменной.
Мера систематического риска ( $\beta$ )	4,97*** (0,04)	5,44*** (0,07)			Рост риска, который присущ данной компании, закономерно повышает стоимость ее собственного капитала.
Премия за риск (PR)	0,11* (0,03)	0,11* (0,03)			Рост премии за рыночный риск повышает стоимость собственного капитала компании.
Безрисковая ставка ( $r_f$ )	0,2 (0,3)	0,38* (0,23)			Рост безрисковой ставки характеризует проблемы для государственных наименее рискованных инструментов, что повышает стоимость собственного капитала компании.
Прибыль на акцию (EPS)	-0,57* (0,14)	-0,7*** (0,04)			Рост прибыли на акцию повышает привлекательность компании, что способствует снижению требуемой доходности инвесторами и понижает стоимость собственного капитала.
Дивиденды (Div)	-0,58* (0,32)	-0,08 (0,07)			Повышение выплат дивидендов обозначает снижение требуемых выгод в виде стоимости собственного капитала со стороны инвесторов.
Маржа операционной прибыли (OPM)	-3,14 (6,7)	8,29 (2,4)	-3,39* (1,3)	-4,92*** (0,5)	Рост маржинальности компании обозначает прибыльность компании, что снижает стоимость собственного и заемного капитала.
Капитализация к ВВП (MCap_GDP)	-0,12* (0,05)	-0,12* (0,05)			Рост капитализации обозначает развитие фондового рынка, что способствует снижению стоимости собственного капитала компании.
Инфляция (CPI)			0,54*** (0,07)	0,68*** (0,03)	Увеличение инфляции стимулирует рост стоимости заемного капитала.

Кредиты к ВВП (Credit_GDP)			-1,5*** (0,13)	-1,7*** (0,07)	Выданные кредиты по отношению к ВВП обозначают развитие банковской системы и влияют на снижение стоимости долгового капитала.
	R <sup>2</sup> =0,92	J-statistic=10	R <sup>2</sup> =0,78	J-statistic=21	Высокий коэффициент детерминации. Низкое значение J statistic < крит. Знач.chi-square
	47 F> Prob (0.000)	Prob.=0,29	11 F> Prob (0.000)	Prob.=0,9	Высокое значение F определяет сильную объясняющую силу модели. Prob J>0,000, принимается нулевая гипотеза об экзогенности переменных.
N наблюдений	216	216	216	216	

(\* p < 0,1; \*\* p < 0,05; \*\*\* p < 0,01; в скобках указана стандартная ошибка)

Источник: построено соискателем на основе расчетов

Построение дополнительных моделей (GMM) для изучения эндогенности определило соответствие знаков при переменных в (FE) моделях. Тест Саргана и J-statistic определили валидность используемых инструментов и экзогенность переменных (Таблица 4.8. Приложение 4).

Полученные эмпирические результаты о снижении стоимости капитала компании (иными словами, о снижении затрат компании на капитал) при улучшении ESG соответствуют выводам других исследований (Chen, 2023; Dhaliwal, 2014). Более высокий коэффициент при переменной экологической политики и отношения к окружающей среде (*E*) по сравнению с индикаторами (*S*) и (*G*) обозначает наиболее сильное влияние данного индикатора на стоимость долга для отечественных фирм. Улучшение качества управления (*G*) в большей степени влияет на снижение стоимости собственного капитала российских компаний.

Соискатель предполагает, что улучшение ESG результатов как индикатор снижения стоимости заемного капитала. В таком случае, банки готовы могут предлагать пониженную ставку по кредитам, а инвесторы воспринимают ценные бумаги таких компаний, как привлекательные не только с экономической точки зрения. На стоимость собственного капитала улучшение ESG влияет косвенно, вероятно, за счет учета рисков (Albuquerque, 2019), за счет снижения финансовых рисков (He, 2023). Определено смягчающее влияние ESG (mitigate role) на стоимость собственного капитала для компаний, входящих в MSCI USA индекс (Becchetti, 2023). Выявлено U-образное влияние ESG на меру систематического риска  $\beta$  в построенных FE моделях для компаний, акции которых торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже (Pistolesi, 2023). Компании, незначительно инвестирующие в ESG, располагают большими инвестициями в проекты, что в краткосрочном периоде повышает их гибкость и для таких компаний ниже риск. Компании, активно инвестирующие в ESG, первоначально не получают отдачи, что повышает риски. Однако в долгосрочном периоде инвестиции в ESG начинают приносить результаты, что способствует снижению риска компании.

По аналогии с моделью, в которой выявлено, что взаимосвязь ESG с лидерством компании по операционным издержкам смягчает ее финансовую неустойчивость (Habib, 2023), для исследуемой выборки российских компаний построена дополнительная модель (FE)<sup>71</sup>, в которой исследовано смягчающее влияние ESG (medigate role) между систематическим риском и стоимостью собственного капитала:

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * ESG_{it} * beta_{it} + b_2 * EPS_{it} + b_3 * Div_{it} + b_4 * r_{ft} + \varepsilon_{it}, \quad (9)$$

где ESG\*beta – переменная, смягчающая стоимость собственного капитала. Результаты оценки модели показали, что коэффициент перед переменной ESG\*beta равен ( $b_1 = -0,05$ ), что показывает отрицательное влияние на стоимость собственного капитала, однако переменная не значима.

Далее в Таблице 14 приведены знаки при переменных в оцененных моделях и показано подтверждение влияния ESG на стоимость долга и стоимость собственного капитала. Зеленый цвет – ожидаемый знак при переменной: значимые переменные – зеленый цвет, незначимые переменные: зеленый цвет с пунктиром. Красный цвет – не ожидаемый знак при переменной.

**Таблица 14.** Полученные знаки при независимых переменных и подтверждение гипотез о влиянии ESG на стоимость долга и собственного капитала

Переменные	Полученное влияние на стоимость капитала компании	
	Стоимость собственного капитала $r_e$	Стоимость долга $r_d$
$r_e(-1)$	+	
$r_d(-1)$		+
ESG Результаты российских компаний	-	-
ESG <sup>2</sup> (квадрат переменной)	∩	∩
Environmental (отношение компаний к окружающей среде)	-	-
Social (социальная политика компаний)	-	-
Governance (качество управления в компаниях)	-	-
Мера систематического риска ( $\beta$ )	+	
Премия за риск (PR)	+	
Безрисковая ставка ( $r_f$ )	+	+
Прибыль на акцию (EPS)	-	
Дивиденды (Div)	-	
Маржа операционной прибыли (OPM)	+	-

Источник: построено соискателем по результатам расчетов

<sup>71</sup> Тест Хаусмана показал, что нулевая гипотеза отвергается ( $\chi^2$  статистика >  $\chi^2$  критическая,  $p < 0,02$ ).

*Таким образом, обосновано и эмпирически доказано снижение стоимости собственного капитала и заемного капитала при улучшении ESG результатов для российских компаний.*

Кроме того, снижение стоимости капитала компании закономерно меняет приоритетные источники финансирования, что изменяет структуру капитала компании.

Ю. Фама и К. Френч (Fama, French, 2002) определяли структуру капитала через балансовый леведж, как наиболее точно характеризующий привлечение средств. Подобного рода исследование проведено для леведжа, оцененного согласно рыночным данным. Знаки перед независимыми переменными сохраняются, и не выделено принципиальных различий для балансового и рыночного значения леведжа.

Далее выявлены взаимосвязи между компонентами финансирования: *ESG – со структурой капитала.*

**Гипотеза 5.** Улучшение ESG результатов увеличивает леведж (прокси-переменная структуры капитала) российских компаний.

Данная гипотеза также тестируется для сформированной ранее выборки отечественных крупных публичных нефинансовых компаний.

$$Lev_{it+1} = a + b_1 * ESG_{it} + b_2 * Capex_{it} + b_3 * r_{eit} + b_4 * ROA_{eit} + b_5 * Q_{Teit} + b_6 * GDP_{it} + b_7 * IPC_{it} + b_8 * Ind_{it} + \varepsilon_{it} , \quad (10)$$

Зависимая переменная Lev: BLev – отношение балансового долгосрочного долга к долгу и собственному капиталу компании, балансовое значение леведжа; MLev – отношение балансового долгосрочного долга к долгу и капитализации компании, рыночное значение леведжа.

Независимые переменные: ESG – индикаторы устойчивого развития, Capex – вложения в основной капитал к выручке, ROA – рентабельность активов, Q – q Тобина, GDP – ВВП на душу населения, IPC – инфляция (индекс потребительских цен), Ind – тип отрасли компании,  $\varepsilon$  – случайная ошибка, t – год, i – компания.

Для исследования панельных данных для влияния ESG результатов на балансовый и рыночный леведж построены модели (OLS), модели с фиксированными эффектами (FE)<sup>72</sup> и модели (GMM). Результаты оценок моделей показывают, что следование экологическим социальным и управленческим принципам – улучшение ESG повышает долг в структуре капитала, вероятно, за счет привлечения именно долгосрочного долга в связи с более низкой стоимостью, в итоге растет балансовый и рыночный леведж (Таблица 15).

**Таблица 15.** Результаты оценки Гипотезы 5 о влиянии ESG на леведж российских компаний

<sup>72</sup> Тест Хаусмана показал, что нулевая гипотеза отвергается ( $\chi^2$  статистика >  $\chi^2$  критическая, p < 0,05). Применяется модель с фиксированными эффектами.

Независимые переменные:	Зависимая переменная:				Интерпретация полученных связей
	Лeverедж, балансовое значение (BLev)		Лeverедж, рыночное значение (MLev)		
	FE	GMM	FE	GMM	
ESG	0,007* (0,004)	0,001* (0,003)	0,0008* (0,0005)	0,0013*** (0,0004)	Улучшение ESG повышает балансовый и рыночный лeverедж. Гипотеза 5 подтверждена для моделей с фиксированными эффектами (FE) и моделей моментов (GMM).
Environmental (отношение компании к окружающей среде)	0,0021** (0,0005)	0,002*** (0,003)	0,0015** (0,0005)	0,0006* (0,0002)	Снижение негативного эффекта от деятельности компании на окружающую среду (E) повышает балансовый и рыночный лeverедж. Гипотеза 5 подтверждена.
Social (социальная политика)	0,001** (0,0005)	0,002*** (0,003)	0,0013** (0,0005)	0,0011*** (0,0004)	Улучшение социальной политики (S) компании позитивно влияет на балансовый и рыночный лeverедж. Гипотеза 5 подтверждена.
Governance (качество управления)	0,0008 (0,0006)	-0,0002 (0,0003)	-0,0001 (0,0008)	0,0004* (0,0001)	Улучшение качества управления в компании (G) повышает балансовый лeverедж, но снижает рыночный лeverедж. Это объясняется тем, что для компаний с высоким качеством управления активнее растет капитализация, что снижает отношение долга к долгу+капитализации. Гипотеза 5 в силу незначимости переменных подтверждена только для рыночного лeverеджа в модели моментов (GMM).
Вложения в основной капитал (Capex)	0,002 (0,0006)	0,0019** (0,001)	0,0007 (0,0005)	0,0007 (0,0005)	Рост вложений в основной капитал повышает балансовый и рыночный лeverедж. Однако переменная значима только для модели (GMM) балансового лeverеджа.
Рентабельность активов (ROA)	-0,002** (0,007)	-0,0005** (0,0001)	-0,002** (0,0008)	-0,0007** (0,0001)	Если в компании наблюдается высокая рентабельность активов, это обозначает высокую результативность компании и достаточность собственных средств как источника финансирования, что снижает лeverедж – соответствует выводам теории иерархии.
Q Тобина	0,47* (0,001)	0,05 (0,1)	-0,08* (0,02)	-0,08* (0,02)	Высокий q Тобина обозначает повышение внешней оценки компании и рост балансового лeverеджа, но снижение рыночного лeverеджа за счет роста капитализации.
ВВП на душу (GDP)	0,33 (0,28)	0,33 (0,28)	0,15* (0,02)	0,15* (0,02)	Увеличение ВВП укрепляет рынки капитала и повышает доступность внешних источников финансирования, что увеличивает лeverедж.
Инфляция (IPC)	0,007* (0,002)	0,007* (0,002)	-0,001 (0,001)	-0,006*** (0,001)	Усиление инфляции преимущественно обозначает использование собственных

					средств. Балансовый леведредж растет за счет снижения активов.
	R <sup>2</sup> =0,88	J statistic =9,4	R <sup>2</sup> =0,8	J statistic =11,7	Высокий коэффициент детерминации Низкая J-статистика J statistic < chi-square
	15 F> Prob (0.000)	Prob.=0,14	31 F> Prob (0.000)	Prob.=0,53	Высокое значение F определяет сильную объясняющую силу модели. Prob J>0,000 и принимается нулевая гипотеза об экзогенности переменных.
N наблюдений	216	216	216	216	

(\*\*\* p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1, стандартные ошибки в скобках)

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

Тест Саргана: J stat.<J crit., (prob.=0, 14) для модели балансового леведреджа и (prob.=0,53) для модели рыночного леведреджа показал экзогенность переменных.

Отрицательная связь рентабельности активов и леведреджа обосновывается использованием внутренних источников финансирования согласно теории иерархии. Тип отрасли также оказывает влияние: для компаний отрасли потребительского сектора и ритейла определен более высокий леведредж, нежели для металлургических и энергетических компаний. Увеличение ВВП обозначает рост экономической активности, в том числе – в привлечении финансирования.

Далее в Таблице 16 приведены знаки при переменных в оцененных моделях и показано подтверждение влияния переменных на леведредж. Зеленый цвет – ожидаемый знак при переменной: значимые переменные – зеленый цвет, незначимые переменные: зеленый цвет с пунктиром. Красный цвет – не ожидаемый знак при переменной.

**Таблица 16.** Полученные знаки при независимых переменных и подтверждение гипотез о влиянии ESG и контрольных переменных на леведредж компаний

Переменные	Полученное влияние на леведредж	
	Балансовый леведредж (BLev)	Рыночный леведредж (MLev)
ESG	+	+
Environmental (отношение компании к окружающей среде)	+	+
Social (социальная политика)	+	+
Governance (качество управления)	-	+
Вложения в основной капитал (Capex)	+	+
Рентабельность активов (ROA)	-	-
Q Тобина	+	-

*Источник:* построено соискателем

Таким образом, *установлены связи ESG результатов, а также – контрольных финансово-экономических факторов со структурой капитала компании.*

Ранее в Главе 1 определено, что агентские отношения представляют взаимодействие между ключевыми стейкхолдерами компании. Так, присутствие различных собственников и наличие крупных собственников – структура собственности компании; размер Совета директоров и его состав – структура Совета директоров характеризуют особенности агентских отношений в компании.

Существует взаимосвязь между компонентами финансовой архитектуры компании: особенности агентских отношений оказывают воздействие на ее структуру капитала, что обосновано в Главе 1.

Согласно предположениям соискателя, для российских компаний концентрация собственности, размер и структура Совета директоров оказывают позитивное влияние на привлечение финансирования для компаний, действующих в слабой институциональной среде.

В связи с этим, эмпирически исследована взаимосвязь между следующими компонентами финансирования: *особенностями агентских отношений – со структурой капитала компании.*

**Гипотеза 6.** Особенности агентских отношений: концентрация собственности, государственное участие увеличивает левередж (прокси-переменная структуры капитала); структура Совета директоров. Рост концентрации повышает балансовый, но снижает рыночный левередж. Предполагается, что аккумулирование собственности позитивно влияет на рост капитализации, что снижает отношение долга к долгу + рыночной стоимости собственного капитала. Рост государственной собственности и числа независимых директоров повышает левередж. Общее увеличение числа директоров в Совете нелинейно влияет на левередж российских компаний.

$$Lev_{it+1} = a + b_1 * Lev_{it-1} + b_2 B * oard\_size_{it} + b_3 * Independ_{it} + b_4 * State_{ownit} + b_5 * Own_{concenit} + b_6 * Agency\_cost_{it} + b_7 * ROA_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (11)$$

Зависимая переменная Lev: BLev – отношение балансового долгосрочного долга к долгу и собственному капиталу компании, балансовое значение левережда; MLev – отношение балансового долгосрочного долга к долгу и капитализации компании, рыночное значение левережда.

Независимые переменные: Board Size – число директоров в Совете, Independ – число независимых директоров, State – государственная собственность, Own concen – концентрация собственности, Agency cost – агентские издержки, ROA – рентабельность активов,  $\varepsilon$  – случайная ошибка, t – год, i – компания.

На основе панельной выборки данных для влияния ESG результатов на балансовый и рыночный левередж построены модели (OLS), модели с фиксированными эффектами (FE)<sup>73</sup> и модели (GMM)<sup>74</sup> (Таблица 4.10. Приложение 4). Согласно построенным моделям (FE) и (GMM) рост числа независимых директоров, увеличение государственной собственности и концентрации собственности способствует росту балансового и рыночного левереджа (Таблица 17).

**Таблица 17.** Результаты оценки Гипотезы 6 о влиянии особенностей агентских отношений на балансовый и рыночный левередж российских компаний

Независимые переменные:	Левередж, балансовое значение (BLev)		Левередж, рыночное значение (MLev)		Интерпретация полученных связей
	FE	GMM	FE	GMM	
Lev <sub>-1</sub>	0,9*** (0,02)	-0,02 (0,04)	0,92*** (0,03)	0,1*** (0,02)	Предыдущее значение левереджа повышает будущий балансовый и рыночный левередж компании.
Размер Совета директоров <sup>2</sup> (Board Size <sup>2</sup> )	-0,005 (0,008)	-0,045* (0,02)	-0,0006** (0,003)	-0,002** (0,001)	∩-образное влияние численности директоров. Существует пороговое значение размера Совета, выше которого снижается левередж. Гипотеза 6 подтверждена, за исключение модели для балансового левереджа (FE) в силу незначимости переменной.
Независимые директора (Independ)	0,04** (0,01)	0,16** (0,08)	0,03*** (0,01)	0,17** (0,09)	Увеличение числа независимых директоров повышает балансовый и рыночный левередж. Гипотеза 6 подтверждена.
Государственная собственность (%) (State)	0,009 (0,01)	0,002 (0,003)	-0,006 (0,008)	0,003** (0,002)	Наличие государственной собственности повышает балансовый левередж, но снижает рыночный левередж. Гипотеза 6 подтверждена для модели (GMM) рыночного левереджа.
Концентрация собственности (Own_concen)	0,0003 (0,001)	0,0003 (0,001)	0,0001* (0,001)	0,0001* (0,001)	Увеличение концентрации собственности положительно связано с левереджем. Зачастую, крупные собственники не склонны к размытию собственного капитала, что определяет использование долга и повышение левереджа. Гипотеза 6 подтверждена для модели рыночного левереджа, не подтверждена для балансового левереджа в силу незначимости переменной.
Агентские издержки (Agency cost)	-0,01*** (0,002)	-0,005* (0,003)	-0,004 (0,003)	-0,002*** (0,001)	Рост агентских издержек снижает левередж из-за ухудшения репутации, что ограничивает привлечение долга. Гипотеза 6 подтверждена для всех моделей, за исключение (FE) модели для рыночного левереджа.

<sup>73</sup> Тест Хаусмана показал, что нулевая гипотеза отвергается ( $\chi^2$  статистика >  $\chi^2$  критическая,  $p < 0,05$ ). Применяется модель с фиксированными эффектами. Используется метод оценки панельных данных с фиксированными эффектами, как и в работах Ismail, 2019; Zaid, 2020.

<sup>74</sup> Тест Саргана показал, что нулевая гипотеза об экзогенности остатков принимается.

Рентабельность активов (ROA)	-0,002** (0,0008)	-0,0008*** (0,003)	-0,001 (0,001)	-0,0002* (0,0001)	Высокая рентабельность активов обозначает использование собственного капитала согласно теории иерархии – снижение леввереджа.
	R <sup>2</sup> =0,88	J statistic=20	R <sup>2</sup> =0,88	J statistic=13	Высокий коэффициент детерминации. Низкая J-статистика J statistic < chi-square.
	30 F > Prob (0.000)	Prob=0,1	31 F > Prob (0.000)	Prob=0,39	Высокое значение F определяет сильную объясняющую силу модели. Prob J > 0,000 и принимается нулевая гипотеза об экзогенности переменных.
N наблюдений	216	216	216	216	

(\*\*\* p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1, стандартные ошибки в скобках)

Источник: построено соискателем на основе расчетов

В результате, установлено нелинейное  $\cap$ -образное влияние размера Совета и числа директоров на структуру капитала компании: увеличение числа директоров обозначает расширение доступа к источникам финансирования, но слишком большое число директоров может быть неэффективным и тормозить привлечение финансирования. К таким выводам также приходили Дженсен и Меклинг (Jensen, Meckling, 1976). Так же по мере увеличения числа независимых директоров наблюдается рост леввереджа, что соответствует выводам (Федорова, 2022; Кокорева и др., 2023). Наличие крупных собственников, то есть, рост концентрации собственности стимулирует привлечение заемного финансирования и повышает леввередж, что соответствует выводам (Granado-Peiró, 2017; Pacheco, 2022).

Далее в Таблице 18 приведены знаки при переменных в оцененных моделях и показано подтверждение влияния переменных на леввередж. Зеленый цвет – ожидаемый знак при переменной: значимые переменные – зеленый цвет, незначимые переменные: зеленый цвет с пунктиром. Красный цвет – не ожидаемый знак при переменной, незначимая переменная и неожиданный знак – красный с пунктиром.

**Таблица 18.** Полученные знаки при независимых переменных и подтверждение гипотез о влиянии особенностей агентских отношений на балансовый и рыночный леввередж

Переменные	Полученное влияние на леввередж	
	Балансовый леввередж (BLev)	Рыночный леввередж (MLev)
Lev <sub>1</sub>	+	+
Размер Совета директоров <sup>2</sup> (Board Size <sup>2</sup> )	$\cap$	$\cap$
Независимые директора (Independ)	+	+
Государственная собственность (%) (State)	+	-
Концентрация собственности (Own concen)	+	+
Агентские издержки (Agency cost)	-	-
Рентабельность активов (ROA)	-	-

*Источник:* построено соискателем

Таким образом, для *отечественных компаний подтверждено увеличение левереджа в зависимости от концентрации собственности, государственного участия, а также – от улучшения ESG результатов*. Однако недостаточно эмпирически исследован аспект связи конкретных источников финансирования и ESG результатов. Чем сильнее компания следует «ответственному» поведению и лучше результаты устойчивого развития, тем выше шансы привлечь не только устойчивое финансирование, но также и обычные кредиты, а также – повышается внешняя инвестиционная привлекательность, что может увеличить капитализацию компании. Например, зависимость капитализации с ESG была выявлена для американских компаний в работе (Жукова, 2021).

Как было обозначено ранее в Параграфе 2.1., ESG оценивается посредством нескольких метрик: раскрытие ESG-информации и ESG результаты компании. На привлечение финансирования оказывают влияние не только результаты компании в следовании устойчивому развитию, но и качество раскрываемой информации об устойчивом развитии. Соискатель предполагает наличие идентичных знаков, как для результатов, так и раскрытия информации.

**Гипотеза 7.** Улучшение ESG повышает привлечение финансирования российскими компаниями. Декомпозиция ESG определяет разное воздействие (*E*), (*S*), (*G*) на долгосрочный долг и капитализацию. **Гипотеза 7.а.** улучшение проводимой экологической политики и снижение негативного эффекта на окружающую среду (*E*) выступает как сигнал и повышает инвестиционную привлекательность. **Гипотеза 7.б.** улучшение социальной политики компании (*S*) сильнее связано с ростом капитализации, чем долгосрочного долга. **Гипотеза 7.с.** повышение качества управления (*G*) снижает агентские противоречия, что преимущественно способствует росту долгосрочного долга.

Для определения воздействия на собственный или заемный капитал тестируются модели для сформированной ранее выборки российских компаний.

$$Y_{t+1} = a + b_1 * ESG_{it} + b_2 * CFO_{it} + b_3 * Return_{it} + b_4 * r_{it} + b_5 * EPS_{it} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

Зависимые переменные: *Y* – исследуемые источники финансирования компании: общий долг компании (Total debt), долгосрочный долг (LR debt), капитализация (MC).

Независимые переменные: ESG – индикаторы устойчивого развития: ESG раскрытие информации и ESG результаты, также по очереди в модели вводятся отдельные индикаторы: (*E*), (*S*), (*G*). CFO – денежный поток от операционной деятельности, Return – рентабельность активов ROA или рентабельность собственного капитала ROE, *r* – стоимость собственного капитала или стоимость заемного капитала, Size – размер компании, определяемый как логарифм активов, EPS – прибыль на акцию,  $\varepsilon$  – случайная ошибка, *t* – год, *i* – компания.

Для сопоставления направления связей были построены и оценены модели, в которых независимыми переменными выступили индикаторы раскрытие ESG-информации и ESG результатов.

Результаты оценки модели (FE) показали значимую положительную связь ESG с долгом и капитализацией (Таблица 19). На долгосрочный и общий долг сильнее воздействует именно раскрытие ESG-информации, нежели ESG результаты компании. (*S*) результаты оказывают наиболее сильное влияние (выше коэффициент при переменной) на рост долгосрочного долга. (*G*) результаты – на повышение капитализации. (*G*) раскрытие преимущественно повышает долгосрочный долг, (*E*) раскрытие – увеличивает капитализацию.

**Таблица 19.** Результаты оценки Гипотезы 7 о влиянии ESG на источники финансирования российских компаний

Независимые переменные:	Зависимые переменные:					
	Долг (Total debt)		Долгосрочный долг (LR debt)		Капитализация (MC)	
Влияние результатов и раскрытия						
ESG результаты	95*** (35)		95* (35)		191* (82)	
Environmental результаты	25 (27)		23 (20)		55 (54)	
Social результаты	124*** (29)		102** (22)		143** (70)	
Governance результаты	87*** (25)		56*** (18)		203*** (59)	
ESG раскрытие информации		124*** (34)		84*** (25)		199* (81)
Environmental раскрытие информации		170*** (42)		125*** (31)		305*** (99)
Social раскрытие информации		164*** (32)		123*** (23)		178** (79)
Governance раскрытие информации		192*** (44)		142*** (32)		247** (106)
Денежный поток от операционной деятельности (CFO)	0.77*** (0,09)	0.84*** (0,09)	0.70*** (0,1)	0.74*** (0,06)	1.30*** (0,23)	1.43*** (0,2)
Рентабельность активов (ROA)	-284*** (90)	-215*** (74)	-233*** (91)	-181*** (54)	-29 (212)	-113.4 (177)
Рентабельность собственного капитала (ROE)	69*** (25)	49** (24)	63*** (26)	47*** (17)	304*** (62)	287*** (58)
Стоимость собственного капитала ( $r_e$ )					-143 (212)	-178 (252)
Стоимость долга ( $r_d$ )	-1031** (477)	-849** (401)	-900*** (349)	-591** (294)		
Размер компании (Size)	0,15*** (0,01)	0,1*** (0,002)	0,1*** (0,009)	0,1*** (0,03)	0,19*** (0,03)	0,19*** (0,02)
Прибыль на акцию (EPS)	-341*** (113)	-380** (106)	-231*** (114)	-263*** (75)	768*** (267)	755*** (252)

R <sup>2</sup>	0,72	0,73	0,74	0,76	0,71	0,73
F > Prob (0.000)	73	85	79	96	70	84
N наблюдений	216	216	216	216	216	216
<b>Интерпретация полученных связей и результатов</b>						
	Улучшение ESG повышает общий и долгосрочный долг компании. <ul style="list-style-type: none"> <li>• Раскрытие информации о качестве управления (<i>G</i>) преимущественно по сравнению с индикаторами (<i>E</i>) и (<i>S</i>) увеличивает общий и долгосрочный долг.</li> <li>• Результаты в социальной политике компании (<i>S</i>) преимущественно способствуют росту общего и долгосрочного долга.</li> </ul> Гипотеза 7 подтверждена.	Улучшение ESG повышает капитализацию компании. <ul style="list-style-type: none"> <li>• Раскрытие информации о влиянии компании на окружающую среду (<i>E</i>) преимущественно увеличивает ее капитализацию.</li> <li>• Результаты влияния компании на окружающую среду (<i>E</i>) преимущественно повышают капитализацию.</li> </ul> Гипотеза 7 подтверждена.				

(\*\*\* p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1, стандартные ошибки в скобках)

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

В результате, улучшение ESG результатов компании способствует расширению финансирования: раскрытие информации о снижении негативного влияния от деятельности компании на окружающую среду (*E*) выступает как позитивный сигнал внешним стейкхолдерам, что повышает инвестиционную привлекательность компании; результаты компании в снижении негативного эффекта на окружающую среду способствуют снижению ставки по долговым источникам финансирования. Раскрытие информации об повышении качества корпоративного управления (*G*), что определяет снижение агентских противоречий, способствует росту долга. Зачастую индикатору социальной политики (*S*) уделяется меньшее внимание. Однако российские банки<sup>75</sup> заявляют о возможности снижения ставок по кредитам, и приоритетом выступает именно социальная политика компании. Так индикаторы устойчивого развития являются значимыми компонентами стратегии и должны быть встроены как целевые ориентиры в разработку стратегий финансирования.

Таким образом, соискателем обосновано и эмпирически доказано наличие взаимосвязей между компонентами стратегии финансирования:

- **Особенности агентских отношений – с индикаторами устойчивого развития ESG;**
- **Особенности агентских отношений – со структурой капитала;**
- **Индикаторы устойчивого развития ESG – со стоимостью и структурой капитала компании.**

<sup>75</sup> Обзор ESG-банкинга за 1-е полугодие 2023 года: устойчивые перспективы // Эксперт РА. URL: [https://raexpert.ru/researches/sus\\_dev/esg\\_bank\\_1h2023/](https://raexpert.ru/researches/sus_dev/esg_bank_1h2023/) (дата обращения 23 сентября 2023)

Далее в диссертации изучены и эмпирически исследованы следующие взаимосвязи между компонентами стратегии:

- *Особенности агентских отношений – на стадиях жизненного цикла компаний;*
- *Индикаторы устойчивого развития ESG – на стадиях жизненного цикла компаний;*
- *Структура капитала – на стадиях жизненного цикла компаний.*

### **2.3. Аспекты исследования жизненного цикла компании: от организационных к финансовым драйверам**

Основы исследования жизненного цикла и название стадий получили свое развитие от понимания биологического процесса жизни. Также теория жизненного цикла развита на основе изучения жизненного цикла продукта, технологий и научно-технического прогресса, что подчеркивал Н.П. Федоренко в 1972 г. Становление теории жизненного цикла организации (ЖЦО) основано на изучении отдельных компаний, а результаты экстраполировались на формулировки общих выводов. Так, результаты исследования государственных компаний легли в основу развития концепции организационного роста М. Хайре (Haire, 1959). Можно выделить несколько аспектов концепции жизненного цикла, базирующихся на исследуемых факторах: организационное понимание жизненного цикла компании, финансовое понимание жизненного цикла компании и структура капитала на стадиях жизненного цикла.

В итоге, структура собственности и Совета директоров, характеризующая особенности агентских отношений, а также – приоритетные источники финансирования, ориентиры и результаты по устойчивому развитию не являются идентичными на стадиях жизненного цикла компании, что требует дополнительного изучения для установления закономерностей, которые, в конечном итоге, учтены в методических положениях разработки стратегий финансирования.

#### **2.3.1. Организационное понимание стадий жизненного цикла компании**

Конфигурация собственности и управления, структура управления, типы менеджмента формируют организационные характеристики компании, которые различны на стадиях ее жизненного цикла.

В стратегическом менеджменте, согласно А. Чандлеру (Chandler, 1962), именно организационная структура (дивизионы, департаменты, команды, процессы и технологии) способствует развитию компании за счет реализации долгосрочных стратегических целей. Переход компании на новую стадию жизненного цикла достигается за счет проявления лидерства и конвергенции, что влияет на преодоление организационных кризисов (Lippitt, 1967).

Именно конфигурация типов управления была основой развития теории жизненного цикла, что также пересекается с выводами агентской теории об отделении собственности от

управления и привлечении менеджмента, что усиливает агентские противоречия. Является важным изучение управления компанией и типов менеджмента на стадиях<sup>76</sup> жизненного цикла в работах ключевых исследователей И. Адизеса (Adizes, 1979) и Л. Грейнера (Greiner, 1972), поскольку такие выводы использованы далее соискателем для представления особенностей агентских отношений, потенциальных агентских проблем и предпочтительных источников финансирования на стадиях жизненного цикла компании.

Л. Грейнер исследует динамику развития компании и стратегических решений через агентские характеристики, мотивацию и взаимодействие собственников-менеджеров, описывает потенциальные агентские проблемы, которые являются закономерными для той или иной стадии. На стадии становления компании собственники следуют своей идее, проявляют инициативу и «креативность». Но возникает агентская проблема – кризис лидерства, который проявляется в нежелании отхода от управления. На стадии «роста» наблюдается директивное руководство, операционная деятельность становится эффективной, но менеджеры среднего звена испытывают недостаток информации, что приводит к кризису автономии. Далее происходит диверсификация активов и выход на новые рынки. В связи с этим, ответственность рядовых менеджеров растет, однако возникает кризис контроля перед вышестоящими управляющими. На стадии «координации» происходит укрупнение компании, менеджеры мотивированы участием в собственности фирмы, однако усиливается бюрократизация. На стадии «сотрудничества» менеджеры действуют коллективно. Но такое единение ограничивает развитие компании.

Таким образом, именно решение возникающих потенциальных агентских проблем позволяет организации далее развиваться и «революционно» двигаться по стадиям жизненного цикла. Однако выводы о финансовых характеристиках стадий являются достаточно упрощенными и описательными.

Другой распространенной моделью жизненного цикла организации, которая применима и активно используется в современных работах, является модель И. Адизеса (Adizes, 1979). На каждой стадии также предполагается наличие закономерных агентских проблем, а появление отклонений и необычных агентских проблем приводит к определенным ловушкам. Ключевым в развитии компании являются управленческие роли, например, на стадии жизненного цикла «зарождения» собственник является предпринимателем (П), что отражается в креативности и оригинальности его решений. На стадии «младенчества» усиливается рост оборотного капитала и закономерен отрицательный поток от операционной деятельности. Собственник действует как предприниматель (П) и производитель результатов (Р). Агентская проблема возникает из-за

---

<sup>76</sup> Не существует единого наименования стадий жизненного цикла. Например, начальные стадии могут быть обозначены как стадия «становления» (Greiner, 1972), стадия «зарождения» (Adizes, 1979), стадия «формирования» (Miller, 1984).

слишком сильной вовлеченности собственника или, наоборот, полной потери интереса. А ограниченность финансирования приводит к «смерти в младенчестве». На стадии «высокой активности» или «давай-давай» наблюдаются высокие темпы роста выручки. Но возникает агентская проблема, когда только собственник принимает ключевые решения – «ловушка собственника». Для преодоления существующих проблем необходима гибкость основателя и привлечение наемного менеджмента. На стадии жизненного цикла «юность» повышается рентабельность продаж, происходит более тщательный выбор проектов. Компанией руководят наемные менеджеры, которые администрируют деятельность (А), но возможно возникновение внутрифирменных конфликтов между основателем-менеджментом, новыми-старыми сотрудниками. Собственник может выйти из капитала и начать новый проект или топ-менеджмент стремится лишить основателя собственности. Переход на новую стадию жизненного цикла реализуется, благодаря доверию к менеджменту. На стадии «расцвета» неустойчивость в связи с высоким темпом роста компенсируется активизацией прибыльности. На стадии «стабильности» прибыль не увеличивается и именно прирост инвестиций в модернизацию позволяет избежать «спада». Перед менеджментом возникает задача администрировать текущую деятельность (А), интегрировать предыдущий опыт (И) и показывать результативность (Р). На стадии «аристократии» активно растут персональные расходы менеджмента, значительно падает выручка на стадии «ранней бюрократизации». Эти стадии представляют нисходящую вниз кривую жизненного цикла и обозначают старение компании. Только реорганизация спасет компанию от стадии «отмирания».

Таким образом, возникновение агентских противоречий является неизбежным по мере развития компании. Однако не все агентские противоречия приводят к конфликтам – открытым активным действиям, связанным с оппортунизмом и дискриминацией, борьбой за контроль. Знание о потенциальных проблемах позволяет более гибко управлять компаний, понимать перспективы и динамику особенностей агентских отношений на стадиях жизненного цикла.

Но систематизированные условия перехода компании на новую стадию жизненного цикла применимы для компаний, действующих в условиях высокой институциональной среды, на развитом рынке, с иной природой создания и развития фирмы, нежели для компаний на развивающемся рынке, действующих в условиях слабой институциональной среды.

Следующий этап развития теории ЖЦО базируется на исследованиях по эмпирическому определению стадий жизненного цикла (Hanks, 1990; Lester, 1999).

Результаты исследования отечественных предприятий на основе метода кластеризации выявили следующие факторы, характеризующие стадии жизненного цикла: возраст компании, организационная структура компании, формализация системы принятия решений, участие генерального директора в принятии решений (Широкова, 2007). При этом, финансовые факторы

не являются определяющими в моделях. Другие российские авторы, всесторонне исследующие деятельность российских предприятий, отмечают переход от предпринимательской инициативы к профессиональному управлению. Такой переход закономерен на стадии зрелости или формализации, при этом собственник компании стремится оставить себе возможность контроля, являясь генеральным директором (Долгопятова, 2011).

Таким образом, выводы теории жизненного цикла компании позволяют определять и выявлять ключевые факторы агентских отношений и драйверы развития компаний на различных стадиях, это заложено, как развитие концепции, так и в прикладное изучение стадий.

Особенности агентских отношений (а именно, структура собственности и структура Совета директоров) определены как существенные характеристики стадий жизненного цикла. Результаты изучения проблем менеджера-акционера и ролей менеджмента обосновывают динамику особенностей агентских отношений на стадиях жизненного цикла.

Для отечественных компаний с высокой вовлеченностью крупного собственника, агентские факторы могут быть определяющими в развитии компании. На стадиях становления именно агентские драйверы оказывает наибольшее влияние на переход на новую стадию, на зрелых стадиях – динамика финансово-экономических аспектов деятельности компании (Красильникова, 2018а).

Результаты динамики агентских отношений и потенциальных агентских проблем заложены в основу взаимосвязей *компонентов стратегии финансирования: особенностей агентских отношений – на стадиях жизненного цикла.*

Однако недоучет финансовых показателей в определении стадии жизненного цикла существенно ограничивает представления о стадиях жизненного цикла и о финансовых драйверах в траектории развития компании.

### ***2.3.2. Финансовое понимание стадий и структура капитала на стадиях жизненного цикла компании***

Финансовые и корпоративные стратегические цели, задачи и приоритеты, показатели результативности изменяются на стадиях жизненного цикла компании. Ряд исследований непосредственно изучает, как совокупность таких параметров определяет стадию жизненного цикла компании.

*Финансовые факторы выступают существенными индикаторами определения стадий жизненного цикла, однако структура капитала компании или источники привлечение финансирования менее изучены на стадиях жизненного цикла.*

В работе Д. Миллера и П. Фрайзена (Miller, 1984) применен ситуационный подход для выборки 36 компаний: определены стадии жизненного цикла, и по результатам расчета дисперсий по 54 показателям выделены наиболее существенные атрибуты для каждой стадии. Определено, что переход компании на новую стадию жизненного цикла зависит от внутрифирменных драйверов: менеджерского опыта, финансово-экономических результатов, финансовых ресурсов и внешних условий: макроэкономических факторов, конкуренции. На стадии формирования собственник единолично принимает решения. На стадии роста наблюдается прирост выручки свыше 15%. На стадии зрелости свойственно начало бюрократизации и консерватизма в принятии решений, снижение концентрации собственности, сокращение прироста объема продаж ниже 15%. На стадии упадка снижается спрос на продукцию компании, определяется возможность продажи непрофильных активов, диверсификации и возможностей слияния, что может позволить компании перейти на стадию выживания (Красильникова, 2015). На каждой стадии установлена взаимодополняемость характеризующих ее основных переменных. Кроме того, компании не обязательно строго линейно и последовательно двигаются по кривой жизненного цикла.

К. Бунгмо и С. Джангвон (Byungmo, 2010) идентифицируют стадии жизненного цикла, исходя из величины нераспределенной прибыли, предполагая, что на стадии зарождения компании она не высокая. На стадии медленного роста наблюдается низкая нераспределенная прибыль и отрицательная рентабельность. Для таких фирм характерны финансовые трудности, что определяет использование собственного капитала. На стадии роста компания становится более устойчивой, что позволяет наращивать заемное финансирование. На стадии зрелости рентабельность становится стабильной, рост нераспределенной прибыли позволяет использовать внутренние источники финансирования. Таким образом, развиваются представления о связях финансово-экономических характеристик компании и стадий жизненного цикла.

Отношение долга к собственному капиталу или активам, характеризующее структуру капитала компании, различается по стадиям жизненного цикла компании. Такие предположения заложены в обоснование *взаимосвязей между компонентами стратегии финансирования: структурой капитала – со стадиями жизненного цикла.*

В агентских моделях структуры капитала косвенно учитываются стадии жизненного цикла в контексте привлечения финансирования. Сначала собственник является управляющим, используются собственные средства, в отличие от потребности минимизировать агентские противоречия менеджера-акционера посредством привлечения долга бурно растущих компаниях

(Красильникова, 2018). На стадии зрелости агентские конфликты сглаживаются, в том числе – за счет роста собственности менеджмента, и нет такой потребности наращивать долг.

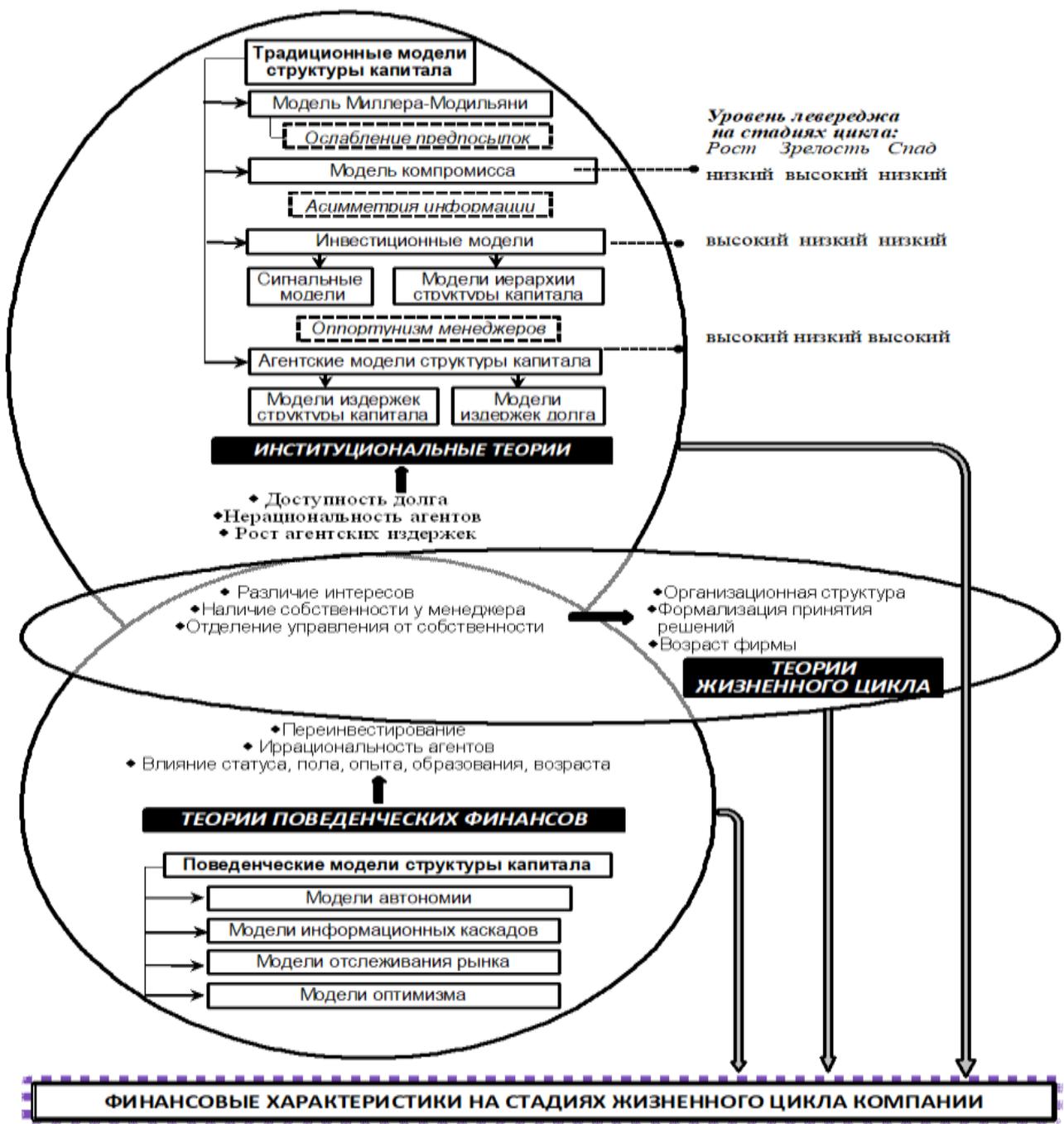
По предпосылкам теории иерархии финансирования (Frank, 2008, Chen, 2004, Myers, 1984) молодые компании испытывают меньшую асимметрию информации и используют внутренние источники финансирования, далее – наращивают долг. Наиболее сильно проявляется асимметрия информации для зрелых компаний, проводящих эмиссию акций.

Согласно теории компромисса (Myers, 1984; Rajan, 1995; Fama, 2002) можно сделать вывод о низком уровне долговой нагрузки на стадии становления и роста, о повышении долга в структуре капитала в связи со снижением издержек неустойчивости на стадии зрелости, об использовании собственных средств на стадии спада.

Исследование структуры капитала в рамках институциональной теории основано на проявлении оппортунизма менеджмента, доступности долгового капитала, различии предпочтений, которые влияют на предпочтительность источников финансирования. Теории поведенческих финансов все более смещают акцент на изучение эмпирических связей, проявление и влияние качественных характеристик агентских отношений.

Таким образом, структура капитала и ее прокси-переменная левередж связаны со стадиями жизненного цикла компании. Как было показано в Параграфе 2.3.1. на каждой стадии жизненного цикла проявляется разная конфигурация собственности и управления, агентские проблемы, организационная структура. При этом, недостаточно учитываются финансово-экономические характеристики стадии, в том числе – разные инструменты финансирования компаний. Кроме того, в них не изучен вопрос, что является драйверами перехода на новую стадию жизненного цикла компании (Красильникова, 2018b).

Серьезное преимущество развития научных положений о финансировании достигается за счет учета стадий жизненного цикла, поскольку установленные ранее связи структуры капитала не являются постоянными на всем цикле деятельности компании. Использование выводов теории жизненного цикла в исследовании стратегии финансирования компании, в частности в изучении связей структуры капитала, особенностей агентских отношений и ESG результатов со стадиями жизненного цикла усовершенствует получаемые результаты. На Рисунке 18. представлены структурированные выводы соискателя о необходимости синтеза концепций и учете жизненного цикла в исследовании структуры капитала компании.



**Рисунок 18.** Структура капитала в контексте учета жизненного цикла компании

Источник: построено соискателем

Фрагментарность изучения структуры капитала, финансовых параметров и характеристик стадий жизненного цикла определяет необходимость расширения концепции жизненного цикла структуры капитала.

Теория и модель З. Флак (Fluck, 1999) является ранней работой, в которой объясняется различия привлечения финансирования для небольших и для «укоренившихся» компаний. На начальных стадиях жизненного цикла небольшие компании используют конвертируемый долг и частный капитал. В крупной компании доступность финансирования выше в силу имеющейся

репутации, более высоких показателей операционной деятельности. В случае необходимости долгового финансирования еще одного проекта, кредиторы учитывают, что собственники контролируют менеджеров. Наблюдается конвергенция интересов собственников и кредиторов, поскольку акционеры получают дивиденды после выплат процентов по долгу. Однако построенные в работе теоретические выкладки и моделирование равновесия в привлечении капитала не были апробированы для конкретной компании.

Также разработаны две базовые методики определения стадий жизненного цикла на основе финансово-экономических параметров, которые используются в большинстве современных эмпирических работ. Изучение таких методик и выводы из них являются важными для последующего синтеза методик в эмпирическом исследовании в Параграфе 2.3.4. и в Главе 3.

Согласно методике Ж. Энтони и К. Рамеша (Anthony, Ramesh, 1992), стадии жизненного цикла компании определены на основе ранжирования и классификации 5-летних среднегодовых значений факторов-индикаторов стадий. Выделены следующие индикаторы стадий: темп роста продаж, прирост инвестиций в основной капитал, выплата дивидендов и возраст самой компании. На стадии роста (Growth) отмечается высокий темп роста продаж за счет выхода на новые рынки, компания инвестирует в активы – определены высокие капитальные расходы, низкие дивиденды, которые могут быть и равны нулю для молодой компании (Красильникова, 2016). На стадии зрелости (Mature) темп роста продаж и капитальные расходы снижаются до среднего уровня, но компания накопила нераспределенную прибыль и выплачивает дивиденды. На стадии спада (Decline) сокращается рост продаж и капитальные расходы, но определены самые высокие дивиденды. Однако не все компании выплачивают дивиденды. Возраст может рассматриваться как контрольная переменная, но не определяющая стадию, поскольку молодые компании могут изначально быть более крупными и развитыми. Во-первых, существует разная трактовка продолжительности нахождения компаний на стадиях (Miller, 1984; Lester, 2003). Во-вторых, присутствует неравномерность нахождения компании на стадиях. Компании с идентичным возрастом могут находиться совершенно на разных стадиях цикла, что подтверждается немонотонным и нелинейным движением по кривой жизненного цикла (Красильникова, 2020b; 2020c).

Другой значимой работой, представляющей методический подход к идентификации стадий жизненного цикла, является исследование В. Дикинсон (Dickinson, 2011). Факторами, определяющими стадии жизненного цикла, выступают знаки денежных потоков: операционной деятельности (CFO), инвестиционной (CFI), финансовой (CFF) – на основе комбинаций знаков определены 8 стадий жизненного цикла.

Согласно В. Дикинсон, на стадии зарождения (Introduction) компании пока убыточны (это определяет отрицательный знак -CFO), наращивают инвестиции в материальные активы

(отрицательный знак -CFI) и привлекают заемное финансирование (положительный знак +CFF). Рост основных средств.

На стадии роста (Growth) определяется улучшение операционной деятельности (+CFO), растут капитальные затраты и расходы на технологии (-CFI), повышается долг, осуществляется выпуск облигаций (+CFF) для активизации своего роста.

На стадии зрелости (Mature) компании также являются прибыльными, нацелены на поддержание текущей эффективности (+CFO), однако по-прежнему инвестиции в активы превосходят продажу активов (-CFI), накопленная нераспределенная прибыль позволяет компании не привлекать дополнительное финансирование для роста, а перейти к выплате процентов и дивидендов, а также обслуживать значительный объем привлеченного долга (-CFF).

На стадии турбулентности<sup>1</sup> (Shake out<sup>1</sup>) происходят временные трудности и падает прибыльность, компания не успевает пересмотреть структуру издержек, борется за выходы на новые рынки или за инновации, (-CFO), компания продолжает инвестирование (-CFI), платит проценты и дивиденды (-CFF). На стадии турбулентности<sup>2</sup> (Shake out<sup>2</sup>) прибыльность растет и результаты операционной деятельности возвращаются в положительную зону (+CFO), однако компания перестает инвестировать в активы и частично их диверсифицирует или продает (+CFI), при этом привлекает дополнительное финансирование (+CFF). На стадии турбулентности (Shake out<sup>3</sup>) прибыльность снижается, но денежный поток не переходит к отрицательную зону (+CFO), компания оптимизирует и продает свои активы, может осуществлять слияние или быть поглощенной (+CFI), продолжает выплаты (-CFF). На стадии спада<sup>1</sup> (Decline<sup>1</sup>) прибыльность постоянно падает (-CFO), компания вынуждена продавать свои активы, в том числе и профильные (+CFI), при этом имеет возможность осуществлять выплаты (+CFF). На стадии спада<sup>2</sup> (Decline<sup>2</sup>) компания убыточна (-CFO), распродает свои активы (+CFI), не проводит дивидендные выплаты (-CFF). Согласно данному подходу, наиболее высокое отношение долга к собственному капиталу наблюдается на стадии роста, когда долг привлекается для активизации развития, далее на стадии зрелости и турбулентности левередж снижается, а на стадии спада может увеличиваться долговое финансирование для покрытия текущих проблем.

Такая методика является комплексной, а знаки потоков адекватно оценивают текущее состояние компании. Недостатки данной методики связаны с волатильностью потоков, что затрудняет определение стадии. В Таблице 20. и Таблице 21. обозначены финансово-экономические индикаторы стадий согласно базовым методикам, а также – предположения соискателя об источниках финансирования и величине левереджа.

**Таблица 20** Методика В. Дикинсон по идентификации стадий жизненного цикла и предположения соискателя о величине левереджа

Критерии и детерминанты стадии жизненного цикла	(V. Dickinson, 2011)							
	Introduction	Growth	Mature	Shake out 1	Shake out 2	Shake out 3	Decline 1	Decline 2
Денежный поток от операционной деятельности Cash flow from operating activities (CFO)	-	+	+	-	+	+	-	-
Денежный поток от инвестиционной деятельности Cash flow from investing activities (CFI)	-	-	-	-	+	+	+	+
Денежный поток от финансовой деятельности Cash flow from financing activities (CFF)	+	+	-	-	+	-	+	-
Предпочтительные источники финансирования/ Leverage согласно данной методике	Средства собственников Низкий	Активный рост Долгосрочного долга Высокий	Привлечение внешних собственников Средний	Сохранение текущего уровня Средний	Привлечение дополнительного финансирования, слияния и поглощения Средний-высокий	Сохранение текущего уровня Средний-высокий	Рост краткосрочного долга Средний	Выход собственников из бизнеса

Источник: построено и систематизировано соискателем

**Таблица 21.** Методика А. Энтони и К. Рамеша по идентификации стадий жизненного цикла и предположения соискателя о величине левереджа

Критерии и детерминанты стадии жизненного цикла	(J. Anthony, K. Ramesh, 1992)		
	Growth	Mature	Decline
Рост продаж Sales growth (Sales <sub>t+1</sub> /Sales)	Высокий	Средний	Низкий
Расходы на основной капитал Capital expenditures (Capex/EV)	Высокие	Средние	Низкие
Дивидендные выплаты Dividend payment median (Dividend/Income)	Низкие	Средние	Высокие
Возраст Age (current year-establishment Year)	Низкий	Средние	Высокие
Предпочтительные источники финансирования/ Leverage согласно данной методике	Собственные средства Низкий	Привлечение внешнего долга Высокий	Использование долга для покрытия текущих операций Высокий

Источник: построено и систематизировано соискателем

А. Дамодаран (Damodaran, 2010) также определяет изменение левереджа на стадиях жизненного цикла: низкий долг свойственен компании на стадии становления, привлечение

банковского и венчурного финансирования на стадии медленного роста, эмиссия акций на стадии бурного роста.

Таким образом, обозначены различные подходы к исследованию стадий жизненного цикла компании. Организационный подход определяет динамику и влияние особенностей агентских отношений на переход на новую стадию жизненного цикла. В свою очередь, это соотносится с изучением особенностей агентских отношений – структуры и концентрации собственности, структуры Совета директоров на предпочтительность финансирования. Финансовый подход к стадиям жизненного цикла компании выявляет изменение финансово-экономических факторов на стадиях. Это является важным для соотнесения финансовых и нефинансовых (агентских) драйверов перехода компании на новую стадию жизненного цикла; для изучения динамики (скорости) привлечения финансирования на стадиях жизненного цикла.

Далее в Таблице 22 представлены результаты исследований на основе базовых методик определения стадий жизненного цикла. Понимание направлений факторного влияния является актуальным для соотнесения с результатами расчетов соискателя в Главе 3.

**Таблица 22.** Систематизированные выводы факторного влияния на структуру капитала на стадиях жизненного цикла

Факторы, влияющие на Лeverедж	Результаты влияния на лeverедж компаний	Выборка / Исследователи
Методика Ж. Энтони и К. Рамеша		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Агентские издержки (Наиболее высокие на стадии зрелости)</li> <li>• Среднеотраслевой лeverедж (наиболее высокий определен на стадии спада)</li> <li>• Инвестиции в основной капитал</li> <li>• Размер компании</li> <li>• Текущая ликвидность</li> <li>• Материальность активов</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Рост агентских издержек снижает лeverедж на стадии роста и на стадии спада, повышает на стадии зрелости.</li> <li>• Инвестиции в основной капитал, размер компании и медианное значение лeverеджа благоприятно влияют на увеличение долга на всех стадиях.</li> <li>• Текущая ликвидность и материальность активов, напротив, снижают лeverедж на всех стадиях.</li> </ul>	Китайские компании (Rehman, 2016)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Размер компании</li> <li>• Прибыльность</li> <li>• Инвестиции в основной капитал</li> <li>• Текущая ликвидность</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Положительное влияние размера компании на лeverедж на всех стадиях.</li> <li>• Отрицательное воздействие прибыльности, инвестиций, ликвидности на лeverедж на стадии роста.</li> </ul>	Российские компании (Федорова, 2016)
Методика В. Дикинсон		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Прибыльность</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Положительное влияние прибыльности на лeverедж на стадии зарождения.</li> </ul>	Европейские компании (Castro, 2015)

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Текущая ликвидность</li> <li>• Размер компании</li> <li>• Материальность активов</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Отрицательное влияние ликвидности на леведж.</li> <li>• Положительное влияние размера компании и материальности активов на леведж.</li> </ul>	
--	--	--

*Источник:* построено и систематизировано соискателем

В последнее время в отечественных научных работах были проведены исследования, использующие, как теоретические предположения об организационном понимании жизненного цикла компании, так и прикладные – об финансово-экономических индикаторах цикла.

Современные исследования преимущественно изучают влияние финансово-экономических факторов на структуру капитала, соответствующие выводам теории иерархии или компромисса на стадиях жизненного цикла. Зачастую переменная жизненного цикла включается как фиктивная в модели, что позволяет установить количественное влияние стадии на леведж. Однако такие подходы не позволяют уточнить и выявить зависимость между стадиями.

Так, в исследованиях Ю. Ованесовой (Ованесова, 2013) определена вероятность проведения первичного размещения акций (IPO) для компаний из Болгарии, Чехии, Польши, Румынии, России, Словении, Украины и Венгрии в зависимости от стадии жизненного цикла (определенной на основе методики В. Дикинсон) и прочих факторов; установлена наибольшая результативность IPO на стадии зрелости. Также были построены логит-модели, которые позволяют оценить вероятность перехода компании на новую стадию жизненного цикла. Вероятность перехода компании от стадии к стадии определяется влиянием прибыли, структурой активов, в том числе – долей основных средств, коэффициентами ликвидности, леведжем, затратами на основной капитал.

Улучшение операционной деятельности стимулирует движение компании на новую стадию роста. Увеличение леведжа и ликвидности ограничивает переход на стадию зрелости, но ускоряет переход на стадию спада. Такие выводы являются важными, так как определяют связь стадий между собой, выявляют влияние факторов на переход компании на новую стадию жизненного цикла. Подобные модели будут использованы соискателем в Главе 3 для эмпирического исследования связей *компонентов стратегии финансирования: структуры капитала – жизненного цикла.*

Соискатель предполагает, что фирмы на *стадиях медленного и бурного роста активно привлекают заемного финансирования*, повышают леведж (Krasilnikova, 2020a). Дальнейшее наращивание заемного финансирования стимулирует прирост финансово-экономических показателей, что соответствует бурному росту. Снижение положительного денежного потока от финансовой деятельности: *выплата и обслуживание привлеченного долга обозначает нахождение на стадии зрелости.* Однако, *если компания на стадии зрелости чрезмерно*

привлекает долговое финансирование, это повышает ее неустойчивость и увеличивает шансы того, что компания окажется на стадии спада.

Структура капитала является одним из существенных атрибутов, характеризующих стадию жизненного цикла. Это определяет целесообразность выявления влияния лeverеджа на вероятность нахождения компании на той или иной стадии. Такое обоснование расширяет представление о взаимосвязях между компонентами стратегии финансирования компании: структурой капитала и стадиями жизненного цикла (реализовано в Главе 3).

Как было обозначено ранее, характеристики агентских отношений являются динамичными и изменяются по стадиям жизненного цикла. Это определяет целесообразность дополнительного изучения взаимосвязей между особенностями агентских отношений и предпочтительными источниками финансирования на стадиях жизненного цикла.

### **2.3.3. Агентские особенности и источники финансирования на стадиях жизненного цикла**

Согласно выводам соискателя в Главе 1 и полученным эмпирическим результатам в Главе 2, особенности агентских отношений: структура собственности и структура Совета директоров существенно влияют на предпочтительные источники финансирования и структуру капитала компаний. Согласно систематизированным выводам соискателя в Главе 2, особенности агентских отношений не являются постоянными и фиксированными, так появляются новые конфигурации управления и собственности, возникают потенциальные агентские конфликты по мере перехода компании по стадиям ее жизненного цикла. Таким образом, особенности агентских отношений являются компонентом стратегии финансирования, изучаются самостоятельно и во взаимосвязи с остальными компонентами стратегии.

На данном этапе исследования обоснованы и изучены связи между компонентами стратегии финансирования: особенностями агентских отношений – со стадиями жизненного цикла компании (выделены жирной линией на Рисунке 19).



**Рисунок 19.** Исследование особенностей агентских отношений со стадиями жизненного цикла как компонентов стратегии финансирования

*Источник:* построено соискателем

Не является очевидным, применимы ли выводы теории жизненного цикла для российских компаний с концентрированным владением, значительной ролью собственника и участием государства. Требуется ли адаптация предпосылок зарубежных моделей жизненного цикла для компаний с распыленной собственностью к российским реалиям на основе введения новых корректировок или существенных условий и критериев. Не комбинация ролей и типов менеджмента, а концентрация собственности выступает механизмом смягчения противоречий и защитой от внешних угроз для российских компаний.

Динамика особенностей агентских отношений и доступных источников финансирования для малых и средних компаний «запаздывает» по сравнению с крупными (Красильникова, 2015а). На стадии медленного роста в малых компаниях собственник является директором, нет таких агентских проблем, как асимметрия информации и борьба за лидерство, характерных для крупных компаний; используются, как правило, собственные средства и привлеченные – от отдельных бизнес-ангелов. На стадии роста для малых компаний возникают противоречия в целях и способах активизации деятельности, привлекается венчурное и бюджетное финансирование, краткосрочные кредиты, краудфинансирование. На стадии роста для крупных компаний активно привлекаются иностранные независимые директора, но возникает ловушка собственника и борьба крупных собственников за контроль, используются более совершенные инструменты финансирования: еврооблигации, синдицированные кредиты, импакт-инвестирование, публичное размещение акций. Это соотносится с выводами российских ученых о конфигурации собственности и управления, дилемме «профессионализма» собственника (Долгопятова, 2011). На стадии зрелости в малых компаниях проявляется желание собственника получать отдачу и не делегировать управление профессиональным менеджерам, привлекаются кредиты и используется накопленная нераспределенная прибыль, проводится размещение акций. На стадии зрелости для крупных компаний могут проявляться агентские проблемы, связанные с дискриминацией миноритарных собственников, однако наличие крупных стратегических инвесторов может привести к взаимному сдерживанию в случае потенциальной дискриминации; используются долгосрочные инструменты рынка капитала и устойчивые финансы. На основе проведенного анализа особенностей различных инструментов финансирования, а также — систематизированных характеристик стадий жизненного цикла и возникающих агентских противоречий, структурированы обобщенные выводы о взаимосвязях потенциальных агентских проблем и предпочтительных источниках финансирования на стадиях жизненного цикла для компаний, в целом, без учета их размера (Таблица 23).

**Таблица 23** Агентские проблемы и потенциальные конфликты, предпочтительные источники финансирования на стадиях жизненного цикла

Агентские проблемы	<p><i>Предпосылки конфликта:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Предпринимательская инициатива</li> <li>• Наличие единомышленников-учредителей</li> <li>• Нет необходимости в наемных профессиональных менеджерах</li> <li>• Смещение полномочий</li> </ul> <p><i>Агентский конфликт:</i> Самоуверенность предпринимателя в выполнении функций профессионального менеджмента</p>	<p><i>Предпосылки конфликта:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Отсутствие развитой координированной системы менеджмента</li> </ul> <p><i>Агентский конфликт:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Дилемма «профессионализма», нежелание делегировать полномочия менеджменту по принятию решений</li> <li>• Склонность топ-менеджеров к лидерству</li> <li>• Борьба за осуществление контроля</li> <li>• Ущемление мелких собственников</li> </ul> <p>Агентский конфликт с кредиторами</p>	<p><i>Предпосылки конфликта:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Устойчивая система менеджмента</li> <li>• Не вовлеченность собственника в деятельность компании</li> <li>• Снижение уровня контроля собственником</li> </ul> <p><i>Агентский конфликт:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Дилемма инвестора — желание получить отдачу от вложенных ресурсов</li> </ul> <p>Конфликт интересов с внешними инвесторами, собственниками и топ-менеджментом</p>	<p><i>Предпосылки конфликта:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Существенное увеличение доходов менеджеров по сравнению с работниками компании</li> <li>• Снижение стоимости акций и дивидендных выплат</li> <li>• Необходимость стимулирования качественного роста компании</li> </ul> <p><i>Агентский конфликт:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• «Окапывание» менеджмента</li> </ul> <p>Сокращение заинтересованности в развитии компании</p>
Стадия жизненного цикла	Зарождение	Медленный рост	Бурный рост	Зрелость
Предпочтительные источники финансирования	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Собственные средства предпринимателя (уставной капитал)</li> <li>• Венчурное финансирование: покупка привилегированных акций и конвертируемый долг</li> <li>• Бизнес-ангелы</li> <li>• Прямое финансирование</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Краудфинансирование: краудлендинг (коллективное финансирование под залог и краудфандинг – дебиторской задолженности)</li> <li>• Займы с участием в прибыли</li> <li>• Проектное финансирование</li> <li>• Финансирование на основе соглашения о будущем капитале (без выплаты процентов, но предоставление привилегированных акций кредитору при наступлении определенных событий)</li> <li>• Привлечение долгового финансирования в национальной валюте: краткосрочные банковские кредиты, лизинг за счет создания кредитной истории</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Выпуск облигаций, в том числе, кредитные ноты и евробонды, привязка к макропараметрам</li> <li>• Синдицированные кредиты, конвертируемый долг</li> <li>• Долгосрочные кредиты в иностранной валюте: плавающая и фиксированная ставка</li> <li>• Первичное размещения акций</li> <li>• Зеленые кредиты: привязанные к KPI, устойчивому развитию, ESG</li> <li>• Проектное зеленое финансирование</li> </ul>	<p>Доступны долговые источники финансирования и собственный капитал</p>

*Источник:* построено соискателем

Потенциальные инвесторы и кредиторы, по данным отчетности и представлениям о переходе компании по стадиям жизненного цикла, могут определять потенциальные агентские проблемы и выявлять доступные и предпочтительные источники финансирования.

Таким образом, обозначена *целесообразность изучения особенностей агентских отношений и финансирования компании в контексте ее нахождения на стадиях жизненного цикла.*

Возникает множество важных нюансов, связанных, к примеру, с размером компании, что оказывает принципиальное воздействие на выбор источников капитала, переход на новую стадию, и проявляемые агентские проблемы. Поскольку финансовые и нефинансовые особенности не являются идентичными для компаний различного размера, то целесообразно структурировать агентские проблемы, особенности агентских отношений и предпочтительные источники финансирования для малых и средних, крупных фирм по стадиям жизненного цикла компании.

**Гипотеза 8.** Существуют различия источников финансирования и агентских особенностей на стадиях жизненного цикла для малых и средних компаний по сравнению с крупными компаниями.

Как было указано ранее, в большинстве научных работ преимущественно не проводится спецификация исследований на основе фактора размера компании.

Для малых и средних компаний привлечение внешних собственников на стадии роста преимущественно обусловлено недостатком собственных средств. Для крупных компаний присутствие нескольких крупных собственников на стадии роста вызывает борьбу за контроль, на стадии зрелости – взаимное сдерживание против оппортунизма, что снижает шансы проявления агентских конфликтов (Красильникова, 2018а). Также, как и агентские противоречия, предпочтительность привлечения финансирования различается для малых и крупных фирм на стадиях.

Молодые компании в силу своей непрозрачности, отсутствия кредитной истории и отрицательной рентабельности ограничены в привлечении внешнего финансирования, для них свойственна более высокая процентная ставка по долгу для молодых фирм. В связи с этим, в основном используются внутренние источники: собственные средства.

Однако недостаток финансирования на стадиях становления компании или проекта с высокой степенью риска и неустойчивостью может быть разрешен за счет привлечения коллективного венчурного финансирования и меньшего по объему капитала бизнес-ангелов. Такое финансирование обеспечивает привлечение средств для активизации роста новой компании или проекта в обмен на участие акционерном в капитале. Для России отмечается

недостаточная высокая активность и нераспространенность венчурных инвесторов (Рисунок 20). Наиболее активными инвесторами выступают фонды, а не отдельные бизнес-ангелы. Наибольший объем инвестиций и число сделок совершается фондами с частным капиталом.



**Рисунок 20.** Венчурные инвестиции в России и в мире в 2021 г.

*Источник:* составлено соискателем по данным<sup>77</sup>

В России проявляется значительное смещение инвестиций по стадиям: наиболее высокая доля и объем венчурного инвестирования выявлены на стадии роста – около 80%, а на посевной стадии – только 2-3%.

Венчурные инвесторы являются склонными к риску и, как правило, остаются в акционерном капитале до стабилизации денежного потока и возможности привлечения традиционных источников финансирования.

В условии ограниченности собственного капитала и поиска дополнительного капитала для малых и средних компаний одной из форм финансирования выступает коллективное финансирование – краудфинансирование. Развивающиеся компании в условиях риска и неопределенности привлекают финансирование и от частных не квалифицированных инвесторов, которым не доступны высокие объемы инвестирования. Привлечение заемного капитала – краудлендинг или безвозмездного капитала – краудфандинг позволяет аккумулировать средства частных инвесторов посредством размещения проектов и запросов о финансировании на платформах, доступных рядовым инвесторам. Для российских проектов установлено, что повышение прозрачности: раскрытие информации о цели финансирования и о самом проекте повышают шансы привлечь краудфинансирование (Макарова, Улитина, 2022).

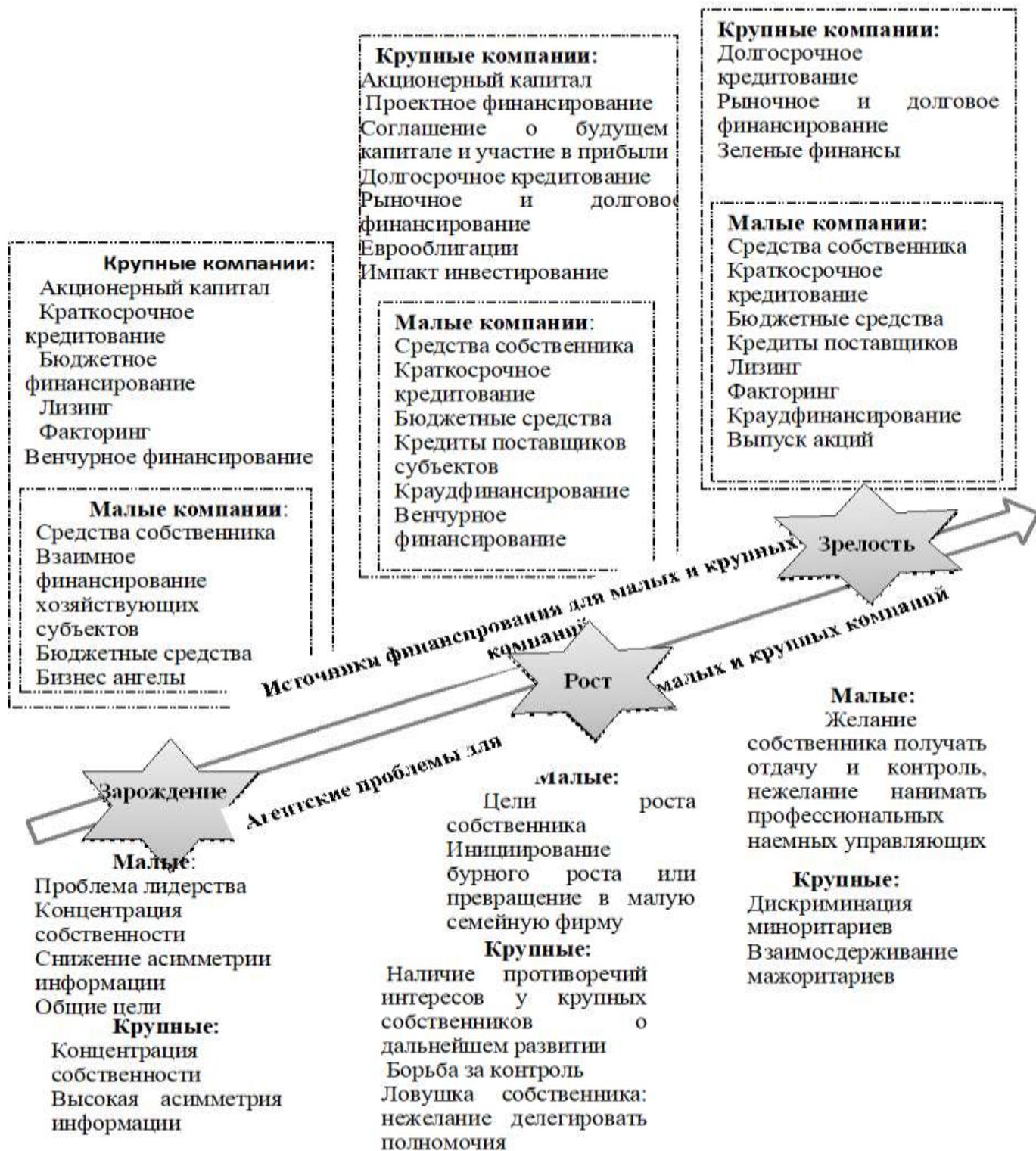
По мере развития компании, увеличивается прибыльность, создается репутация и деловые связи, компаниям доступен более широкий набор инструментов финансирования (Hirshleifer, 1992), снижается стоимость заемного капитала (Fluck, 1997).

<sup>77</sup> European Business Angels Network Statistics Compendium // European Business Angels Network. URL: <https://www.eban.org/eban-publications/> (дата обращения 31 января 2021)

Гибридные черты заемного капитала расширяют его использование, в том числе и для молодых развивающихся компаний. Договор конвертируемого займа предоставляет возможность привлекать финансирование на условиях кредита и по желанию инвестора вместо выплаты части или всего долга – конвертировать в акции компании-заемщика или долю в акционерном капитале до момента истечения срока по договору. Принятие решения о таком договоре требует согласия всех акционеров-собственников непубличной компании-заемщика или общества с ограниченной ответственностью, а также такой инструмент финансирования закономерно недоступен для стратегических компаний, связанных с обороной и безопасностью, кредитных организаций, при наличии доли государственного участия свыше 25%. С одной стороны, конвертируемые займы являются инструментом финансирования для активно растущих компаний. С другой стороны, такой способ финансирования может рассматриваться с точки зрения выгоды кредитора для усиления своей рыночной позиции и аккумуляции активов, а не как драйвер развития компании-заемщика. Например, Mail Group предоставила конвертируемые в акции займы компаниям такси «Везет» и «Ситимобил», получив от последних 36% акций. Позднее Яндекс осуществил покупку активов такси «Везет», что приводит к росту концентрации владения Яндексом сферы такси. В таком случае, компании-кредиторы ориентированы на расширение своего регионального присутствия на рынке такси, нежели на самостоятельное развитие компаний-заемщиков. Такой способ финансирования закономерно связан с размытием собственности и потенциальной возможностью слияния компании-заемщика с компанией-кредитора.

Займ с участием в прибыли компании-заемщика также используется для финансирования развивающейся компании с высокой волатильностью выручки на начальных стадиях ее жизненного цикла. Такой источник капитала целесообразен, если прогнозируется рост будущей прибыльности, что позволяет ограничить убытки и выплаты по долгу в случае снижения выручки и повысить устойчивость компании. У инвесторов и собственников наблюдается конвергенция интересов в сохранении компании, распределяется долговая нагрузка.

Представления об изменениях способов финансирования и агентских проблемах на стадиях жизненного цикла для малых и средних компаний по сравнению с крупными компаниями структурированы на Рисунке 21 (Красильникова, 2018а).



**Рисунок 21.** Агентские проблемы и потенциальные конфликты, предпочтительные источники финансирования компаний в зависимости от размера и стадии

*Источник:* построено соискателем

Таким образом, обобщены и выделены взаимосвязи между следующими компонентами стратегии финансирования: *особенностями агентских отношений и источниками финансирования по стадиям жизненного цикла.*

Соискатель диссертации на основе систематизированных результатов российских исследователей и собственных выводов предполагает:

- Для российских компаний существенным являются предпочтения крупного собственника о целях и стратегиях развития компании.
- Стадию жизненного цикла, на которой находится компания, целесообразно определять не по временным интервалам или возрасту компании, а на основе комбинаций финансово-экономических характеристик, определяемых на базе синтеза подходов Ж. Энтони и К. Рамеша, Д. Миллера и П. Фрайзена, В. Дикинсон.
- Одним из драйверов активизации развития компании и перехода на новую стадию жизненного цикла компании выступает рост финансирования, а именно – изменение левереджа.

Определение стадии жизненного цикла, на которой находится компания, так же не является очевидным в силу расхождения результатов применения базовых методик. В диссертационной работе для определения принадлежности компании к стадиям жизненного цикла используется интеграция исследуемых в Главе 2 методик Ж. Энтони и К. Рамеша, В. Дикинсон, Д. Миллера и П. Фрайзен (Таблица 24). Целесообразно выделить более крупные стадии жизненного цикла: медленный рост, бурный рост, зрелость и спад. Поскольку слишком большое число стадий затрудняет их идентификацию и снижает результативность исследования.

**Таблица 24.** Критерии определения стадии жизненного цикла для исследуемых компаний согласно синтезу методик

Финансово-экономические характеристики	Медленный рост	Бурный рост	Зрелость	Спад
<i>Критерии определения стадии по методике Ж. Энтони и К. Рамеша</i>				
Рост продаж	Выше среднего	Высокий	Средний	Низкий
Волатильность выручки	Средняя	Высокая	Низкая	Выше среднего
Вложения (Расходы) на основной капитал	Выше среднего	Высокие	Средние	Низкие
Дивидендные выплаты	Низкие	Средние	Высокие	Низкие
<i>Один из критериев определения стадии по методике Д. Миллера и П. Фрайзена</i>				
Нераспределенная прибыль/Стоимость компании	Низкая	Высокая	Средняя	Низкая
<i>Один из критериев определения стадии по методике В. Дикинсон</i>				
Знак денежного потока от операционной деятельности	Отрицательный	Положительный	Положительный	Отрицательный

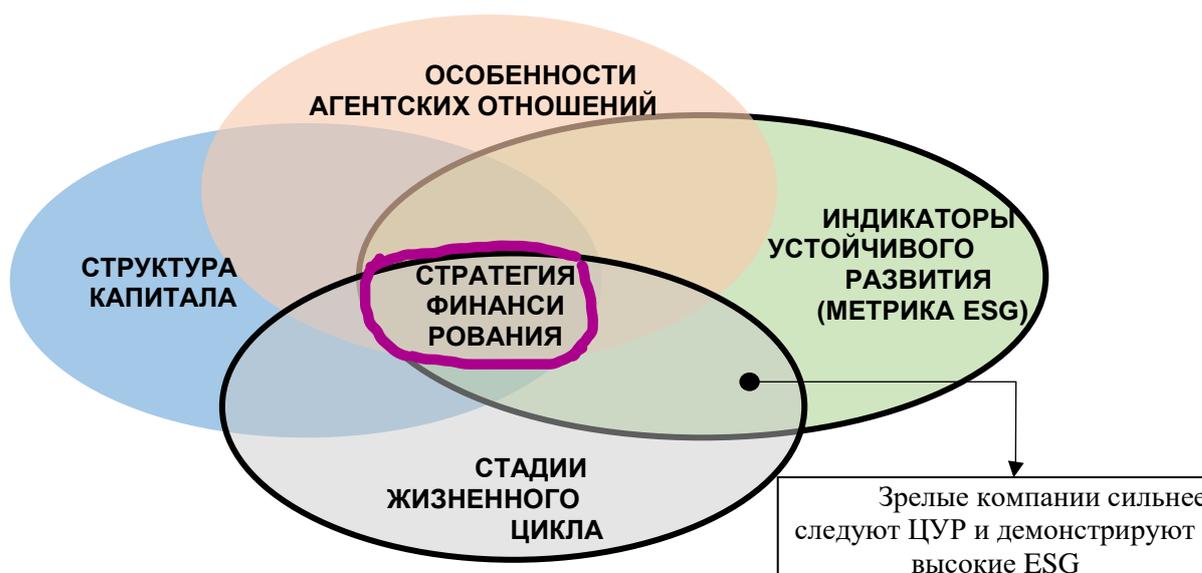
Источник: построено соискателем

Стадия жизненного цикла характеризуется сочетанием финансово-экономических параметров, которые рассчитаны для каждого года выборки, определяется их медианное значение за 6 лет (медиана позволяет получить меньший разброс и отклонения, чем среднее значение), устанавливается соответствие стадиям жизненного цикла. Далее исследуемые компании распределены по выделенным стадиям.

### 2.3.4. Индикаторы устойчивого развития на стадиях жизненного цикла

Далее изучено и эмпирически оценено влияние стадий жизненного цикла на результативность компании в ESG. Развивается концепция о связях индикаторов устойчивого развития, представленными через ESG результаты компаний со стадиями их жизненного цикла. Более развитые компании преимущественно ориентированы на следование Целям устойчивого развития: сфокусированы на снижение негативного эффекта от своей деятельности на окружающую среду, проводят активную политику по улучшению и безопасности труда, повышают качество управления. То есть, нахождение компании, к примеру, на стадии спада понижает достижение ESG результатов, на стадии роста – повышает. Стадия жизненного цикла, как комбинация финансово-экономических факторов, выступает фактором влияния на ESG результаты компании.

Представляется целесообразным изучить, как компоненты стратегии финансирования: *стадии жизненного цикла* оказывают влияние на изменение *ESG результатов* (исследуемые компоненты стратегии финансирования выделены жирной линией на Рисунке 22).



**Рисунок 22.** Индикаторы устойчивого развития ESG и стадии жизненного цикла– как компоненты стратегии финансирования

*Источник:* построено соискателем

**Гипотеза 9.** Российские компании на стадии зрелости демонстрируют более высокие ESG результаты по сравнению с компаниями на стадии бурного роста.

$$ESG_{t+1} = a + b_1 * Boost\_Stage_{ti} + b_2 * Mature\_Stage_{ti} + b_3 * ROA_{ti} + b_4 * ROE_{ti} + \varepsilon_{ti}, \quad (13)$$

Зависимая переменная: ESG – исследуемый фактор, характеризующий результаты компании в достижении Целей устойчивого развития

Независимые переменные: Stage – фиктивная переменная, обозначает стадию роста (Boost) или стадию зрелости (Mature); ROA – рентабельность активов; ROE – рентабельность собственного капитала; i – компания; t – год.  $\varepsilon$  – случайная ошибка.

Исследуемые российские компании<sup>78</sup> распределены по стадиям жизненного цикла по результатам синтеза методик в Таблице 24, а также получено отдельно распределение компаний по стадиям согласно методике В. Дикинсон. Построены 2 общие модели: 1) модель, в которой независимыми переменными выступают фиктивные переменные, характеризующие стадию жизненного цикла по методике В. Дикинсон; 2) модель, в которой независимые переменные стадии жизненного цикла соответствуют синтезу методик из Таблицы 24.

На основе исследования выборки крупных публичных российских нефинансовых компаний получены следующие эмпирические результаты (Таблица 25): нахождение компании на стадии зрелости повышает ESG результаты (положительный знак при переменной), в отличие от нахождения на стадии бурного роста (отрицательный знак при переменной).

**Таблица 25.** Результаты оценки Гипотезы 9 о влиянии стадии жизненного цикла российских компаний на ESG

Независимые переменные:	Методика определения стадии жизненного цикла	Зависимые переменные			
		ESG результаты	Environmental (отношение к окружающей среде)	Social (социальная политика)	Governance (качество управления)
Стадия роста (Boost_Stage)	методика V.Dickinson	-22*	-22***	-15	-20
	синтез методик	-34***	-43***	-39**	-25*
Стадия зрелости (Mature_Stage)	методика V.Dickinson	-8	1,06	0,99	-6
	синтез методик	25***	44***	30	20*
Рентабельность активов (ROA)		5,7	4	-31	25
Рентабельность собственного капитала (ROE)		-24	-43	-19	3

Источник: построено соискателем на основе расчетов (\*\*\*) p<0.01, \*\*\*)p<0.05, \*p<0.1)

<sup>78</sup> Методической основой анализа служит выборка крупных публичных нефинансовых российских компаний, которые исследованы в Параграфе 2.2.1. и в Параграфе 2.2.2.

В результате, получено, что характеристика стадий согласно методике В. Дикинсон менее точно определяет результативность ESG. Если компания находится на стадии бурного роста, то у нее ниже ESG результаты согласно синтезу методик (переменная значима,  $-34^{***}$ ) и согласно методике В. Дикинсон (переменная значима,  $-22^*$ ). Если компания находится на стадии зрелости, то у нее выше ESG результаты согласно синтезу методик (переменная значима,  $25^{***}$ ), но принадлежность компании к стадии зрелости по методике В. Дикинсон снижает ESG (переменная не значима,  $-8$ ).

Далее построены дополнительные модели, где исследовалось влияние стадий жизненного цикла на отдельные индикаторы ( $E$ ), ( $S$ ), ( $G$ ). В случае определения стадий по методике В. Дикинсон, получены незначимое влияния стадии зрелости на все индикаторы, незначимое влияние стадии бурного роста на улучшение ( $S$ ). В случае определения стадий по синтезу методик выявлено: позитивное значимое влияние стадии зрелости на снижение негативного эффекта от деятельности по отношению к окружающей среде и улучшение ( $E$ ), повышение качества корпоративного управления ( $G$ ), но незначимое влияние на социальную политику компании ( $S$ ); отрицательное значимое влияние стадии бурного роста на отдельные индикаторы ( $E$ ), ( $S$ ), ( $G$ ).

Таким образом, выявлены разные ESG результаты на стадиях жизненного цикла российских компаний, что подтверждает Гипотезу 9. На примере российских компаний эмпирически доказано, что компании на стадии зрелости достигают выше ESG результаты, нежели на стадии бурного роста. Изучение таких зависимостей может быть заложено в основу будущих исследований.

#### **2.4. Теоретико-методические основы к исследованию и к разработке стратегий финансирования компаний с точки зрения системного подхода**

Развитие теоретико-методических представлений о финансировании компаний в диссертации построено на основе применения системного подхода, который практически не используется в научно-прикладных работах. Безусловно, в существующих теориях корпоративных финансов обоснованы связи текущих решений и будущих последствий, тем не менее, понимание стратегии финансирования компаний не рассматривается в полном объеме. Поэтому требуется *согласовать стратегический и финансовый подход для исследования аспектов финансирования компании*. Согласование подходов возможно, благодаря развитию научного подхода, на основе принципов системности. Разработка стратегии финансирования в контексте следования компаниями устойчивому развитию представлена в диссертации шире, нежели традиционно используемые подходы к изучению влияния финансово-экономических

факторов на структуру капитала. Подход соискателя позволяет расширить представления о финансировании на основе традиционно используемой теории структуры капитала, как простого соотношения собственного и заемного капитала, а также – учесть дополнительные компоненты стратегии: особенности агентских отношений, индикаторы устойчивого развития ESG, стадии жизненного цикла в разработке стратегий финансирования компаний. Это позволяет преодолеть разрозненность и фрагментарность в научных исследованиях и определяет целесообразность исследования взаимосвязей между ключевыми компонентами стратегии финансирования компании.

В общей теории систем (А.А. Богданов, Л. фон Берталанфи), *система* (в диссертации – стратегия финансирования) рассматривается как *комплекс элементов, связанных между собой и составляющих целостность системы, при этом они имеют собственные цели* (применительно к предмету исследования – компоненты стратегии финансирования).

Согласно такому представлению, для разработки стратегии финансирования компании необходимо исследовать во взаимосвязи компоненты финансирования: *агентские отношения, структуру капитала, жизненный цикл, индикаторы и следование принципам устойчивого развития*, а также взаимосвязи между ними. Далее выделены исследуемые взаимосвязи между компонентами стратегии финансирования.

▪ *Особенности агентских отношений – структура капитала компании.* По теоретическим и практическим результатам исследований структуры капитала, систематизированы выводы о влиянии контрольных финансово-экономических факторов и особенностей агентских отношений на различную предпочтительность финансирования. Анализ структуры капитала выступает ключевым компонентом в исследовании и в разработке стратегий финансирования. В Главе 1 обосновано, что особенности агентских отношений: структура и концентрация собственности, структура Совета директоров связаны с выбором источников финансирования компании. В Главе 2 доказано эмпирически, что особенности агентских отношений воздействуют на структуру капитала компании.

▪ *Особенности агентских отношений – стадии жизненного цикла.* Показано, что особенности агентских отношений не являются статичными. Согласно теории и практике выявлены особенности агентских отношений и их трансформация по мере движения компании по стадиям ее жизненного цикла. Для малых и средних фирм привлечение внешних собственников на стадии роста преимущественно обусловлено недостатком собственных средств. Для крупных компаний присутствие нескольких крупных собственников на стадии роста вызывает борьбу за контроль, на стадии зрелости – взаимное сдерживание против оппортунизма, что снижает шансы проявления агентских конфликтов.

- *Особенности агентских отношений – следование устойчивому развитию и улучшение ESG результатов.* Гармонизация агентских отношений способствует улучшению ESG и отдельных индикаторов (*E*), (*S*), (*G*) компании, характеризующих следование компанией устойчивому развитию. В связи с этим, особенности агентских отношений определены как нефинансовые драйверы, стимулирующие или ограничивающие следование компаниями устойчивому развитию. В Главе 2 эмпирически установлено разное влияние особенностей агентских отношений на улучшение индикаторов устойчивого развития ESG.

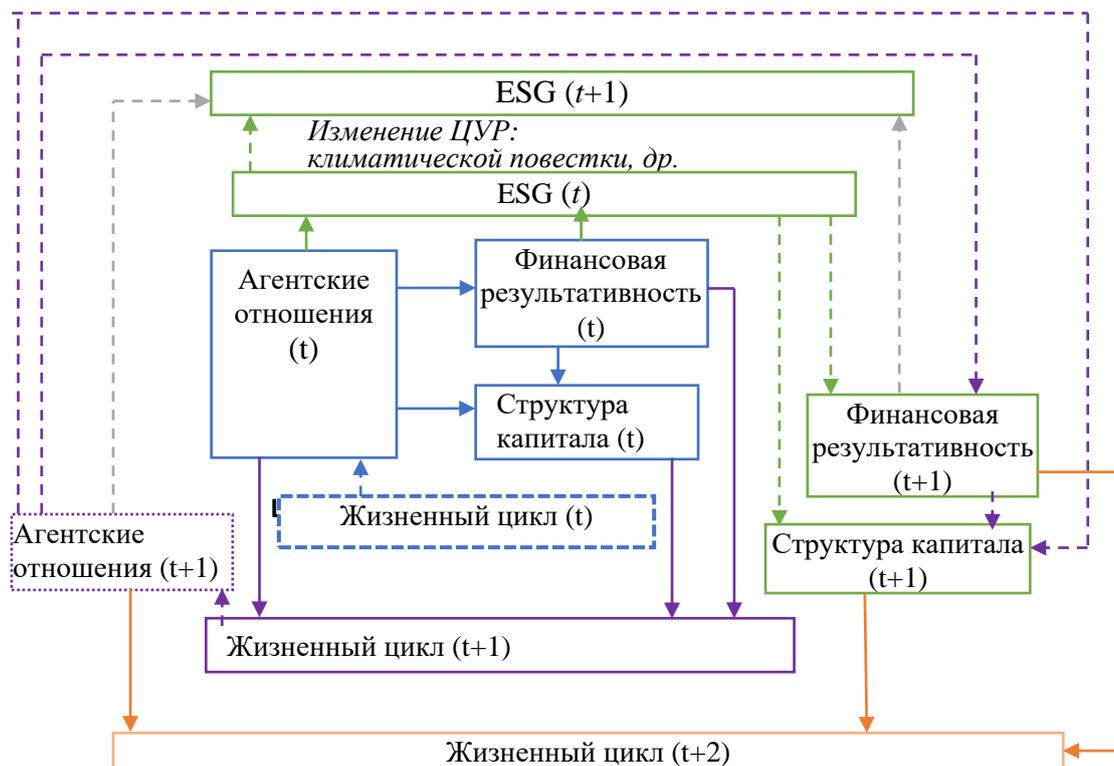
- *ESG – структура капитала компании.* Для компаний, демонстрирующих улучшение ESG результатов, снижается стоимость собственного и заемного капитала, расширяются источники финансирования. В Главе 2 обосновано и эмпирически установлено, что улучшение индикаторов устойчивого развития ESG способствует снижению стоимости собственного и заемного капитала и увеличивает левередж. Также отдельные индикаторы (*E*), (*S*), (*G*) оказывают разное по силе влияние на привлекаемые источники финансирования: улучшение отношения компании к окружающей среде (*E*) преимущественно способствует снижению стоимости долга, выступает позитивным сигналом для внешних инвесторов, что отражается в росте капитализации; повышение качества управления (*G*) косвенно снижает риски и стоимость собственного капитала, обозначает снижение агентских проблем, что способствует росту долга.

- *Стадии жизненного цикла компании – ESG результаты.* Компании на стадии зрелости в большей степени следуют устойчивому развитию, нежели на стадии бурного роста. Так, доказано эмпирически повышение ESG результатов для зрелых компаний в Главе 2.

- *Структура капитала – стадии жизненного цикла компании.* Структура капитала меняется по мере движения компании по стадиям ее жизненного цикла. В Главе 3 обосновано и эмпирически оценено, что активное увеличение долга в структуре капитала ускоряет развитие бурно-растущих компаний, но тормозит переход на стадию зрелости.

Методические положения разработки стратегий финансирования представлены на Рисунке 23. Пошагово показаны связи компонентов стратегии финансирования компании с позиций системного подхода к исследованию стратегии и к созданию итеративного механизма ее формирования.

Первоначально определяется, есть ли потребность у компании в привлечении финансирования. Затем выполняется анализ компонентов стратегии финансирования и установление взаимосвязей между ними.



**Рисунок 23.** Теоретико-методические положения разработки стратегий финансирования

Источник: построено соискателем

-----> **Шаг 1 в разработке стратегии финансирования компании** (синие стрелки с пунктиром). Определение стадии жизненного цикла, на которой находится компании. В результате изучения динамики связей особенностей агентских отношений и изменяющихся источников финансирования по мере движения компании требуется определить потенциальные агентские проблемы, которые могут ограничивать деятельность компании и потенциальные источники финансирования, которые доступны на других стадиях жизненного цикла. Идентификация стадий жизненного цикла базируется на синтезе нескольких методик. Далее Главе 3 продемонстрировано, что не все базовые методики применимы на практике. Также следует учесть размер компании, поскольку такие зависимости различны для малых и крупных компаний.

————> **Шаг 2 в разработке стратегии финансирования компании** (синие стрелки). Анализ влияния агентских особенностей и финансовых показателей на структуру капитала по стадиям жизненного цикла. Для компаний, действующих в слабой институциональной среде, наличие крупных акционеров в структуре собственности повышает шансы на привлечение заемного финансирования, например, кредитов банков, а наличие государства – внешнего, в том числе – бюджетного финансирования. На примере российских крупных публичных компаний на стадии зрелости эмпирически установлено, что высокая концентрация собственности, участие государства в собственности и численность независимых директоров расширяет заемные источники финансирования, повышает отношение долга к активам (рост прокси-

переменной левереджа). Далее актуально оценить скорость изменения структуры капитала на стадиях жизненного цикла. Определение скорости приспособления текущей структуры капитала к целевой (желаемой) позволяет идентифицировать «быстрые» и «медленные» источники финансирования.

→ **Шаг 3 в разработке стратегии финансирования компании** (зеленые стрелки).

*Влияние факторов на ESG.* Следование принципам устойчивого развития и достижения ЦУР в упрощенном виде интерпретированы через ESG индикаторы. Гармонизация агентских отношений улучшает ESG результаты компании. Соискателем получены выводы о том, что для российских и зарубежных компаний особенности агентских отношений выступают нефинансовыми драйверами в следовании устойчивому развитию и улучшению ESG. Если у компании присутствуют независимые директора и женщины в Совете, существуют крупные собственники, то (при прочих равных в контексте финансовых результатов) усиливается следование компанией ЦУР и улучшаются ESG результаты. Кроме того, результаты ESG зависят от того, на какой стадии находится компания.

-----→ **Шаг 4 в разработке стратегии финансирования компании** (зеленые стрелки с пунктиром).

*Влияние индикаторов ESG на стоимость и структуру капитала.* Для компаний на разных рынках: развитом и развивающемся рынке эмпирически установлено и сопоставлено снижение стоимости собственного и заемного капитала. Отдельно на примере крупных публичных российских компаний получено снижение стоимости собственного и заемного капитала и рост левереджа при повышении ESG результатов. Отношение компании к окружающей среде (*E*) выступает внешним позитивным сигналом и в большей степени влияет на снижение стоимости долга, качество управления в компании (*G*) – стоимость собственного капитала.

→ **Шаг 5 в разработке стратегии финансирования компании** (сиреневые стрелки).

*Переход на новую стадию жизненного цикла.*

Развитие компании происходит итерационно: с одной стороны, переход на новую стадию жизненного цикла зависит от привлечения новых источников финансирования и изменения структуры капитала, финансовых характеристик, предпочтений собственников; с другой стороны, нахождение компании на определенной стадии характеризуется свойственными ей особенностями, влияющими на агентские отношения и структуру капитала. Здесь следует применять подход на основе оценки логит-моделей бинарного выбора с учетом спецификации выборки по стадиям жизненного цикла, размера компании, отраслевого фактора, что позволяет оценить динамику вероятности перехода компании на новую стадию цикла. Более подробно такая методика представлена в Главе 3. В зависимости от целей, стадии жизненного цикла, скорости изменения структуры капитала, представлена матрица

приоритетных источников финансирования по стадиям жизненного цикла, а также – потенциальные возможности перехода и соответствующие стратегии привлечения финансирования в условиях изменения структуры капитала.

Следующая итерация шагов (1) – (4) обозначена  сиреневыми стрелками с пунктиром,  серыми стрелками с пунктиром,  рыжими стрелками.

Системный анализ и синтез компонентов стратегии финансирования способствует разработке методики выбора источников финансирования в зависимости от установленных взаимосвязей.

Согласно системному подходу к разработке стратегий финансирования выделены ключевые компоненты стратегии, изучены взаимосвязи между ними, сформулированы методические положения разработки стратегий финансирования.

Далее в Главе 3 эмпирически исследованы взаимосвязи между компонентами стратегии финансирования – *структурой капитала и стадиями жизненного цикла*. Представлена методика разработки стратегий финансирования на основе обоснованных и эмпирических доказанных взаимосвязей между компонентами стратегии. Предложена матрица приоритетных источников финансирования в зависимости от текущей и целевой структуры капитала компании, потенциальных особенностей агентских отношений, стадий жизненного цикла, следования устойчивому развитию. Методические положения проведения системных исследований и методика разработки стратегий финансирования апробированы на фактических данных и продемонстрированы в визуальной форме на примере компании МКПАО Лента.

## **Основные выводы Главы 2:**

Для разработки стратегий финансирования компаний в контексте следования устойчивому развитию целесообразно применять системный подход, который позволяет учесть существенные аспекты финансирования. В Главе 2 сформулированы методические положения разработки стратегий финансирования компаний на основе обоснованности и результатов проведенного эмпирического исследования взаимосвязей между выделенными компонентами стратегии финансирования: структурой капитала, особенностями агентских отношений, индикаторами устойчивого развития ESG, стадиями жизненного цикла.

Инструментами достижения компаниями Целей устойчивого развития выступают устойчивые финансы: устойчивые облигации и устойчивые кредиты. Устойчивые кредиты включают кредиты, направленные непосредственно на «зеленые» проекты, а также – кредиты, доступные для обычных компаний, ставка по которым привязана к достижению ими целей по снижению негативного влияния от деятельности на окружающую среду (*Environmental, E*), по проводимой социальной политике (*Social, S*), по повышению качества управления (*Governance, G*).

G). Показано, что ESG результаты компаний в упрощенном виде характеризуют следование принципам устойчивого развития.

Актуальность изучения ESG усиливается тем, что: ESG кредиты доступны не только «зеленым» компаниям, а также – ростом объема ESG кредитов, привлеченных российскими компаниями, который выше, чем выпуск устойчивых облигаций. В связи с этим, целесообразно исследовать условия и драйверы, способствующие росту ESG; последствия и результаты для компаний с высокими ESG в виде снижения стоимости (затрат) собственного и заемного капитала.

Обосновано и эмпирически доказано, что, при прочих равных<sup>79</sup>, гармонизация агентских отношений в компании служит нефинансовым драйвером в следовании устойчивому развитию, определяемому через улучшение ESG результатов. Такие связи подтверждаются для большинства нефинансовых публичных компаний, действующих на разных рынках капитала. Однако установлены различия в характере воздействий особенностей агентских отношений на ESG для компаний на развитом и на развивающемся рынке капитала (на примере российских компаний).

Для российских компаний впервые получены результаты по влиянию особенностей агентских отношений → на ESG; влияние ESG → на снижение стоимости собственного и заемного капитала, а также на рост левереджа, капитализации и долга компаний.

Структура и концентрация собственности, структура Совета директоров способствует улучшению индикаторов устойчивого развития ESG для российских компаний. Установлено *позитивное значимое влияние: высокая концентрация* собственности российских компаний стимулирует улучшение общих ESG результатов компаний, преимущественно повышает качество управления (G), позитивно влияет на проводимую экологическую политику и на отношение компании к окружающей среде (E), но ухудшает социальную политику компании (S). Это подтверждает выводы соискателя о стимулирующей роли крупного собственника в стратегиях отечественной компании. Определено *отрицательное влияние государственного участия в структуре собственности на ESG*. Что может быть объяснено нелинейностью воздействия: государственные компании менее гибко реагируют на рекомендации устойчивого развития.

Выявлены различия влияния числа директоров и диверсификации Совета директоров на ESG для крупных публичных нефинансовых компаний, действующих на развитом и на развивающемся рынке капитала. Установлено, что *увеличение числа директоров* в Совете *нелинейно воздействует на ESG*, преимущественно улучшает экологическую политику и

---

<sup>79</sup> При идентичных финансово-экономических параметрах, гармонизация агентских отношений в компании выступает дополнительным внутрифирменным драйвером в сторону устойчивого развития.

отношение к окружающей среде (*E*) для американских, европейских и российских компаний, однако чрезмерное число директоров может привести к различию целей и затруднить управление, что снижает ESG и отдельные индикаторы. Выявлено, что присутствие женщин в Совете преимущественно улучшает социальную политику (*S*) для российских компаний и качество управления (*G*) для американских и европейских.

Доказано, что стоимость собственного и заемного капитала снижается для компаний, следующих принципам устойчивого развития и демонстрирующих высокие ESG результаты. На развитом рынке улучшение экологической политики и отношения компании к окружающей среде (*E*) в большей степени способствует снижению стоимости долга, повышение качества управления (*G*) – влияет на снижение стоимости собственного капитала.

На примере крупных публичных нефинансовых российских компаний также установлено снижение стоимости собственного и заемного капитала, изменение финансирования в зависимости от улучшения индикаторов устойчивого развития ESG. Улучшение отношения компании к окружающей среде (*E*) оказывает наиболее сильное влияние на стоимость долга, а повышение качества управления (*G*) – стоимость собственного капитала. Таким образом, повышение результатов экологической политики компании выступает как сигнальный эффект, который напрямую связан с понижением ставки по устойчивым кредитам и облигациям. Рост качества управления в компании обозначает повышение защищенности собственников, что снижает требования, предъявляемые владельцами собственного капитала, и понижает его стоимость.

Улучшение ESG повышает структуру капитала, измеряемую как отношение долга к активам или собственному капиталу, через прокси-переменную левередж. Также выявлено, что улучшение ESG повышает привлечение внешнего финансирования российскими компаниями. В результате декомпозиции установлен разный характер воздействия: раскрытие информации о влиянии компании на окружающую среду (*E*) преимущественно влияет на капитализацию, раскрытие информации о качестве управления (*G*) – на долг.

Кроме того, структура собственности и структура Совета директоров компании – особенности агентских отношений, оказывают влияние на предпочтительность источников финансирования. Эмпирически установлен характер *влияния особенностей агентских отношений на структуру капитала* на примере крупных российских публичных нефинансовых компаний. Наличие государственной собственности и/или присутствие иностранных директоров расширяет доступ к источникам финансирования, увеличивает левередж в результате повышения долга в структуре капитала. Российские компании с высококонцентрированной структурой собственности используют внешний собственный капитал в меньшей степени в силу нежелания терять контроль и размывать акционерный

капитал. Определена нелинейная связь с числом всех директоров – слишком большое число директоров усиливает различие интересов и снижает внешнее финансирование. Получено пороговое значение на уровне 13 директоров, свыше которого снижается леввередж.

Также *особенности агентских отношений различаются по мере развития компании на стадиях ее жизненного цикла*. Показано изменение агентских отношений и предпочтительных источников финансирования в зависимости от размера компании и стадий. Уточнены различия потенциальных агентских проблем и предпочтительных источников финансирования на стадиях жизненного цикла. В частности, для малых и средних компаний привлечение внешних собственников на стадии роста преимущественно обусловлено недостатком собственных средств. Для крупных компаний присутствие нескольких крупных собственников на стадии роста вызывает борьбу за контроль, на стадии зрелости – взаимное сдерживание против оппортунизма, что снижает шансы проявления агентских конфликтов.

В свою очередь, *ESG результаты различаются на стадиях жизненного цикла компании*. Для российских компаний выявлено, что нахождение компании на стадии зрелости повышает ESG результаты, в отличие от нахождения на стадии бурного роста.

В результате сформулированы методические положения для разработки стратегий финансирования компаний, в которых учтены выделенные, обоснованные и эмпирически доказанные взаимосвязи между компонентами стратегии финансирования. Такие положения применимы для большинства компаний, однако сила и характер связей закономерно различается в зависимости от макроэкономических условий, типа рынка, особенностей самой компании.

Отсутствие в научно-практической литературе такого подхода к финансированию, который учитывает необходимость системного изучения компонентов финансирования, определяет и усиливает научно-практическую актуальность темы исследования. Разработка теоретико-методического подхода на основе принципов системности позволяет *более полно представлять научное понимание стратегии финансирования*. *Отличительной особенностью является, во-первых, идентификация системных взаимосвязей между компонентами стратегии: структурой капитала, особенностями агентских отношений, индикаторами устойчивого развития ESG, стадиями жизненного цикла компании; во-вторых, включение их в положения по разработке стратегии финансирования; в-третьих, сформулированная методика разработки стратегий финансирования и предлагаемая матрица приоритетных источников финансирования.*

### **Глава 3. Апробация и применение разработанной системно-интеграционной концепции к стратегиям финансирования для малых, средних и крупных компаний**

Ранее было обосновано развитие научно-методического подхода к разработке стратегий финансирования компаний на основе принципов системности: анализа и синтеза компонентов финансирования. Такой подход углубляет и дополняет научные знания о стратегии путем установления взаимных связей между выделенными компонентами финансирования: структурой капитала, агентскими отношениями, индикаторами устойчивого развития ESG на стадиях жизненного цикла.

Также было установлено следующее: приведены систематизированные результаты влияния финансово-экономических и агентских переменных на левередж (структуру капитала) компаний. Обосновано, что анализ структуры капитала является существенным компонентом в исследовании финансирования компаний, но не единственным. Эмпирически получены результаты о том, что особенности агентских отношений: структура собственности и структура Совета директоров воздействуют на предпочтительность финансирования (взаимосвязь между компонентами стратегии финансирования: *особенности агентских отношений-структура капитала*).

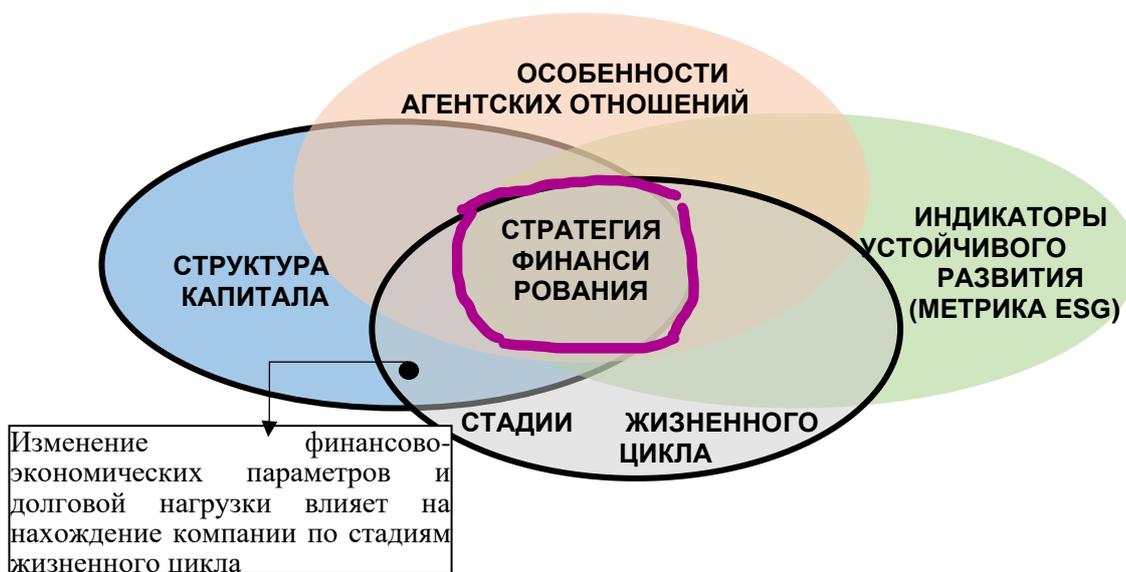
Также определены и структурированы особенности агентских отношений и источники финансирования по стадиям жизненного цикла с учетом различия для малых и крупных компаний (взаимосвязь между компонентами стратегии финансирования: *особенности агентских отношений-жизненный цикл компании*).

Установлены различия особенностей агентских отношений для компаний на разных рынках капитала. Для компании, действующих в условиях слабой институциональной среды, концентрация собственности выступает позитивным фактором о вовлеченности крупного собственника в ее деятельность. Обосновано и эмпирически выявлено, что гармонизация агентских отношений в компании служит нефинансовым драйвером в следовании устойчивому развитию, определяемому через улучшение ESG результатов (взаимосвязь между компонентами стратегии финансирования: *особенности агентских отношений – ESG*).

Далее для компаний на развитом и на развивающемся рынке выявлено снижение стоимости капитала и изменение финансирования компаний в зависимости от улучшения индикаторов устойчивого развития ESG (взаимосвязь между компонентами стратегии финансирования: *ESG – стоимость и структура капитала*).

Кроме того, определено повышение ESG результатов для компаний на стадии зрелости по сравнению со стадией роста (взаимосвязь между компонентами стратегии финансирования: *жизненный цикл – ESG*).

Финансово-экономические характеристики и структура капитала компании не являются статичными и характеризуют стадию жизненного цикла компании. При прочих равных, изменение структуры капитала за счет роста долга ускоряет или тормозит переход компании на новую стадию ее жизненного цикла. Для исследования этой гипотезы в Главе 3 эмпирически оценены взаимосвязи между компонентами стратегии финансирования: *структурой капитала – жизненным циклом* (выделены жирной линией на Рисунке 24).



**Рисунок 24.** Исследование структуры капитала и жизненного цикла как компонентов стратегии финансирования

*Источник:* построено соискателем

На основе теоретических разработок и результатов эмпирических исследований представлена методика разработки стратегий финансирования компании, результатом которой является матрица приоритетных источников финансирования в зависимости от стадий жизненного цикла, агентских особенностей, следования компанией устойчивому развитию.

### 3.1. Методические подходы к исследованию динамики структуры капитала на стадиях жизненного цикла

Задача этого этапа исследования связана с экономико-математическим моделированием и построением моделей бинарного выбора вида логит. Такие модели адекватно прогнозируют вероятность нахождения компании на исследуемой стадии жизненного цикла по сравнению с базовой стадией в зависимости от контрольных переменных, в том числе – структуры капитала (прокси-переменная леввередж).

Проблема прогнозирования вероятности зачастую применяется для выявления угроз банкротства и является значимым аспектом управления финансами компании. Такие исследования основаны на моделях Е. Альтмана (Altman, 1968) с различными параметрами, включая факторы ликвидности, рентабельности, потенциала роста компании. Е. Федоровой, Е. Гиленко, Е. Довженко (Федорова, 2013) разработаны модели, определяющие вероятность

банкротства, базирующиеся на построении логит/пробит-моделей. И.М. Партин и А.Д. Васин (Партин, 2014) исследовали вероятность проведения сделок слияний и поглощений на стадиях жизненного цикла на основе логит-моделей. На стадии роста ими определялся кризис ликвидности и повышение заемного финансирования. Изучалась связь структуры капитала (оценивается традиционно как левередж) и вероятности выхода компании на внешнее развитие через сделки.

Для бразильских компаний по методике В. Дикинсон на основе логит-моделей выявлено позитивное влияние левереджа на вероятность нахождения компании на стадии роста по сравнению со стадией зрелости, отрицательное влияние выручки, рентабельности собственного капитала, размера компании на вероятность нахождения на стадии роста (Costa et all, 2017).

В исследованиях Ю.С. Ованесовой (Ованесова, 2013) на основе логит-моделей определялась вероятность перехода компании на новую стадию жизненного цикла в зависимости от финансово-экономических факторов, в том числе – левереджа. Однако в указанной работе не изучены отдельно российские компании, не выделен фактор размера компании и отраслевая специфика, не рассчитано значение вероятности и динамика вероятности оказаться на новой стадии жизненного цикла по сравнению с базовой стадией.

В моделях бинарного выбора зависимая переменная принимает значение 1 (наступление события – нахождение компании на исследуемой стадии жизненного цикла) либо 0 (не наступление события – нахождение компании на базовой стадии жизненного цикла). Поскольку стадии жизненного цикла являются качественными переменными на данном этапе исследования о влиянии структуры капитала (левереджа) и финансово-экономических детерминант невозможно применять методы МНК-оценки, которые определяют предсказанные вероятности не только в интервале от  $[0; 1]$  (Красильникова, 2017а; 2016с).

Однако в научной литературе методические подходы к оценке структуры капитала и стадий жизненного цикла преимущественно базируются на построении регрессионных моделей на стадии жизненного цикла отдельно или в общую модель введены независимые фиктивные переменные, характеризующие разные стадии жизненного цикла. В таком случае, не устанавливаются связи между стадиями жизненного цикла компании, не определяется ее переход от одной стадии на другую. В связи с этим, именно модели бинарного выбора, оценивающие вероятность события, помогают соотнести шансы нахождения компании на новой стадии жизненного по сравнению с базовой при изменении вводимых переменных, в том числе – структуры капитала (Красильникова, 2016). Кроме того, *соискателем оценена не только вероятность нахождения компании на определенной стадии, но также определено изменение вероятности, что показывает скорость перехода компании на новую стадию жизненного*

цикла. Применение таких детализированных методик исследования структуры капитала и жизненного цикла на основе логит-моделей не встречается в отечественных исследованиях.

На основе систематизации результатов исследований Главы 1 и Главы 2 и предположений соискателя, сделан вывод о том, что определенная комбинация финансово-экономических факторов компании характеризует стадию ее жизненного цикла. Как было указано ранее, развивается концепция структуры капитала на стадиях жизненного цикла. В агентских моделях структуры капитала косвенно учитывается рост долга, как дисциплинирующего фактора, именно для растущих компаний, в которых возникает отход собственности от управления. В теориях компромисса привлечение долга связано с ростом устойчивости и зрелости компании, в теории иерархии – со снижением асимметрии информации. В работе В. Дикинсон стадия жизненного цикла зарождения и роста определяется положительным потоком от финансовой деятельности, когда привлечение заемного финансирования превосходит выплаты процентов. Это определяет рост долговой нагрузки на указанных стадиях. На стадии зрелости отрицательный знак денежного потока от финансовой деятельности обозначает снижение долга.

На Рисунке 25. систематизированы результаты исследований и предположения соискателя о величине структуры капитала (левередж, отношение долга к активам или к собственному капиталу) на стадиях жизненного цикла.



**Рисунок 25.** Величина левереджа на стадиях жизненного цикла согласно систематизированным выводам из практических исследований и предположениям соискателя

Источник: построено соискателем

Таким образом, высокая маржинальность прибыли, расходы на основной капитал, рост выручки и высокая долговая нагрузка свойственна стадии бурного роста компании. При прочих равных, то есть, неизменности параметров, увеличение долговой нагрузки (оценивается как рост левереджа) характеризует то, что компания останется на стадии бурного роста и не станет зрелой; а снижение долговой нагрузки, напротив, способствует тому, что компания станет зрелой.

*Базовая гипотеза:* активное увеличение долга в структуре капитала выступает движущей силой перехода с одной стадии жизненного цикла на другую именно для крупной компании, нежели для малых фирм. Для малых и средних компаний таким драйвером движения по стадиям преимущественно выступает прибыльность.

### **3.1.1. Методика выявления перехода по кривой жизненного цикла для крупных компаний: выделение структуры капитала как значимого драйвера роста и препятствия на разных стадиях**

Методика эконометрического исследования по идентификации стадии цикла, на которой находится компания включает несколько этапов<sup>80</sup>.

На данном этапе исследованы крупные<sup>81</sup> публичные российские нефинансовые компании с учетом их отраслевой принадлежности. Выборка компаний сформирована из информационной базы Bloomberg, отчетности эмитентов с 2015-2019 г. и состоит из 50 российских компаний, принадлежащих следующим отраслям экономики: ритейл, сервис, электроэнергетика, промышленность, основные материалы, медицина. Выборка таких отраслей обусловлена наибольшим вкладом в экономику и раскрытием информации. В выборку не были включены нефтегазовые компании в связи с тем, что они представляют отдельный кластер со своими особенностями. Более подробно статистические данные и корреляция представлены в Таблице 1-2 Приложения 5.

Критерии определения стадий представлены ранее в Таблице 24. Выделены стадии жизненного цикла: медленный рост, бурный рост, зрелость и спад.

---

<sup>80</sup> Методика эконометрического исследования включает следующие этапы: 1) постановку базовой гипотезы; 2) выбор переменных; 3) конкретизацию гипотез; 4) описание выборки данных; 5) построение таблиц со статическими данными: расчет средних значений и корреляционных зависимостей; 6) построение 4 логит-моделей, в которых фиктивная переменная исследуемой стадии=1, остальные стадии=0; 7) построение 3 логит-моделей, в которых попарно сопоставляется исследуемая стадия (1) и следующая стадия (0): 1. Медленный рост (0) и бурный рост (1), бурный рост (0) и зрелость (1), зрелость (0) и спад (1); 8) проведение тестов, определяющих предсказательность моделей в % и сравнение LR с критическим значением  $\chi^2$ ; 9) расчет вероятности нахождения компаний на определенной стадии жизненного цикла при подставлении в полученные уравнения медианных, максимальных и минимальных значений переменных; 10) расчет скорости перехода компаний на новую стадию жизненного цикла на основе расчет первой производной по исследуемой переменной левереджа.

<sup>81</sup> В диссертации используется понятия «крупная компания» — с выручкой свыше 2 млрд. руб., численностью — свыше 250 человек согласно российскому ФЗ № 209.

Соискатель предполагает, что результаты регрессионного анализа, проведенного ранее и определившего значимость коэффициентов в формировании структуры капитала, позволяют выделить подобные переменные в логит-моделях.

Выбор переменных для исследования связи между долговой нагрузкой компаний, контрольными финансово-экономическими факторами и вероятностью нахождения компании на стадии жизненного цикла представлен в таблице 26.

**Таблица 26.** Выбор переменных для исследования связи финансово-экономических факторов и стадий жизненного цикла крупных компаний

Переменная (прокси)	Расчет	Предполагаемая зависимость/ Обоснование	Авторы, использующие такие переменные
<b>Зависимые переменные</b>			
Стадия жизненного цикла (P)	Бинарная переменная. Принимает значение 1 или 0. Стадии идентифицированы на основе синтеза методик (Таблица 24).	Зависимые исследуемые переменные	Ованесова, 2013 Costa et all, 2017
<b>Независимые переменные: контрольные финансово-экономические факторы</b>			
Структура капитала (Lev, D/E)	$Lev = \frac{\text{Долг}}{\text{Собственный капитал (баланс)}}$	Положительная/ Рост левереджа характерен для стадии медленного роста	Rajan, Zingales, 1995 Frank, Goyal, 2003 Березинец 2010 Graham, Robert, 2015 Costa et all, 2017 Jang, 2020 Chasiotis, 2023
		Положительная/ Рост левереджа характерен для стадии бурного роста	
		Отрицательная/ Снижение левереджа свойственно на стадии зрелости	
		Положительная/ Рост левереджа в силу нехватки собственного капитала для выхода из турбулентности свойственен для стадии спада	
Прибыльность (OPM)	$OPM = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Выручка}}$	Положительная/ Рост маржинальности характеризует стадию медленного роста	Rajan, Zingales, 1995 Damodaran, 2010 Costa et all, 2017
		Положительная/ Рост маржинальности характеризует стадию бурного роста	
		Положительная/ Маржинальность компании также растет на стадии зрелости	
		Отрицательная/ Маржинальность снижается на стадии спада	
Капитализация (Mc)	Mc = натуральный логарифм капитализации компании	Отрицательная/ На стадии медленного роста капитализация остается низкой	Martinez-Ferrero et al., 2017
		Положительная/ Рост капитализации характеризует стадию бурного роста	

		Положительная/ Капитализация компании также растет на стадии зрелости	
		Отрицательная/ Капитализация компании снижается на стадии спада	
Коэффициент ликвидности (cr)	$cr = \frac{\text{Денежные средства} + \text{запасы} + \text{краткосрочные инвестиции}}{\text{кредиторская задолженность} + \text{краткосрочные обязательства}}$	Отрицательная/ На стадии медленного роста используются все оборотные активы, что характеризует их снижение, но расчет краткосрочная задолженность, коэффициент ликвидности невысокий.	Güleç, 2019
		Отрицательная/ На стадии бурного роста активно используются оборотные активы, коэффициент ликвидности невысокий	
		Отрицательная/ Ликвидность невысокая на ста дии зрелости	
		Положительная/ Рост ликвидных активов в силу неэффективности использования оборотных активов на стадии спада	

*Источник:* построено соискателем на основе систематизированных выводов

Структура капитала исследуется через прокси – левередж (Lev), как отношение заемного капитала к балансовому значению собственному капиталу. Выбор балансовых значений обусловлен, во-первых, меньшей волатильностью, и показатель более точно характеризует стадию жизненного цикла, во-вторых, в модели включена рыночная стоимость собственного капитала – капитализация как отдельная переменная.

Согласно выводам В. Дикинсон (Dickinson, 2007) на стадии роста увеличивается долговое финансирование – повышается левередж, на стадии зрелости компания снижает долговую нагрузку – левередж снижается, на стадии спада компания использует внутренние источники в силу своей неустойчивости. На основе оценки логит-моделей подтверждается динамика нахождения компании на разных стадиях жизненного цикла при изменении левережда. Например, в работе отечественного исследователя, выявлено, что рост долга на ранних стадиях повышает шансы для компании оказаться на стадии роста (Ованесова, 2013). Если у компании левередж ниже среднего по отрасли, то, как правило, это повышает вероятность для компании стать зрелой. Если левередж выше среднего значения по отрасли, то, наоборот, повышается вероятность реорганизации или спада, и такая агрессивная политика может привести к упадку и кризису.

Маржа операционной прибыли (OPM) показывает долю операционной прибыли по отношению к выручке, характеризует операционные затраты. Динамика выручки и затрат

различается в зависимости от стадий жизненного цикла. Наибольшей маржинальностью характеризуются активно растущие (Damodaran, 2010).

Коэффициент ликвидности ( $cr$ ) определяет управление оборотными средствами компании, что актуально для текущих решений. Высокий коэффициент обозначает неэффективное управление, когда оборотные активы, например денежные средства или запасы, аккумулируются, а не используются, что возможно на стадии турбулентности и стадии спада (Гулец, 2019).

При построении логит-моделей бинарного выбора оценена вероятность того, что событие (в диссертации – это нахождение компании на исследуемой стадии жизненного цикла) наступит для конкретного наблюдения.

Вероятность наступления события является функцией  $f(z)$  от комбинации независимых переменных ( $Z$ ).  $F(Z)$  принимает значения на интервале  $[0; 1]$ .

$$f(z) = P(Y_{it} = 1|x_{it})$$

$$p = F(Z) = \frac{1}{1 + e^{-z}} \quad Z_{it} = \beta' x_{it} + \varepsilon_{it}, \text{ в частном случае: } p = \frac{1}{(1 + e^{-(\alpha + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \beta_m * X_m + \varepsilon)})}, \quad (14)$$

где  $p$  – вероятность нахождения на стадии жизненного цикла ( $p = 1$ , если компания находится на исследуемой новой стадии,  $p = 0$  на базовой стадии).

$x_{it}$  – независимые объясняющие детерминанты,  $\varepsilon_{it}$  – случайная ошибка,  $t$  – год,  $i$  – компания.

Полученные знаки при коэффициентах объясняющих переменных на основе оценки логит-моделей характеризуют вероятность, того, что переменная примет присвоенное бинарное значение: положительный коэффициент обозначает повышение вероятности нахождения компании на новой стадии жизненного цикла и наоборот. В результате представляется возможным оценить, как на текущей стадии жизненного цикла изменение финансово-экономических факторов влияет на то, что компания окажется на новой стадии жизненного цикла.

Таким образом, получены направления влияния факторов на вероятность нахождения компаний на той или иной стадии жизненного цикла, но не само значение вероятности. Для определения значения вероятности нахождения компаний на стадиях требуется провести дополнительные расчеты.

Соискатель предполагает, что отношение заемного капитала к собственному выступает финансовым драйвером стимулирования развития компании на ранних стадиях жизненного цикла, но также и – ограничивающим фактором для нахождения компании на стадии зрелости. Слишком активное увеличение долга может привести компанию к стадии спада.

## Моделирование вероятности нахождения компании на исследуемой стадии жизненного цикла по сравнению с остальными стадиями

В рамках исследования комбинация финансово-экономических показателей компании характеризует стадию ее жизненного цикла. Сначала тестируется нахождение компании на исследуемой стадии, ей присваивается значение 1, остальным стадиям – 0. (Гипотезы 10-13).

**Гипотеза 10.** Медленный рост. Увеличение маржи операционной прибыли и левереджа повышает вероятность (положительный знак при переменных) того, что компания находится на стадии медленного роста по сравнению с остальными стадиями. Повышение текущей ликвидности и капитализации снижает вероятность (отрицательный знак при переменных) нахождения компании на стадии медленного роста по сравнению с остальными стадиями.

**Гипотеза 11.** Бурный рост. Увеличение левереджа, маржи операционной прибыли, капитализации повышает вероятность (положительный знак при переменных) того, что компания находится на стадии бурного роста по сравнению с остальными стадиями. Рост текущей ликвидности снижает вероятность нахождения компании на стадии бурного роста (отрицательный знак при переменной).

**Гипотеза 12.** Зрелость. Рост капитализации и маржи операционной прибыли повышает (положительный знак при переменных) вероятность нахождения компании на стадии зрелости. Увеличение левереджа, ликвидности снижает вероятность (отрицательный знак при переменных) того, что компания находится на стадии зрелости.

**Гипотеза 13.** Спад. Увеличение левереджа и ликвидности (положительный знак при переменных), снижение маржи операционной прибыли и капитализации компании (отрицательный знак при переменных) повышает вероятность того, что компания находится на стадии спада.

Результаты оценки логит-моделей для выделенных стадий жизненного цикла представлены в Таблице 27.

**Таблица 27.** Результаты оценки влияния факторов на нахождение компании на стадии жизненного цикла (бинарная переменная =1 для исследуемой стадии; 0 – для остальных)

	<b>Зависимые переменные:</b>			
	Стадия медленного Роста	Стадия бурного роста	Стадия зрелости	Стадия Спада
<b>Независимые переменные:</b>				
Ликвидность (CR)	-0,35* (0,18)	0,21 (0,29)	-0,39** (0,1)	0,89*** (0,2)
Левередж (LEV)	0,38*** (0,1)	0,43* (0,2)	-1,75*** (0,23)	0,73*** (0,21)
Капитализация (Mc)	-0,3*** (0,13)	1,78*** (0,28)	-0,6*** (0,15)	-0,52** (0,02)
Маржа операционной прибыли	0,03*** (0,01)	-0,01 (0,01)	0,02* (0,01)	-0,02** (0,01)

(ОРМ)				
Корректность предсказания (общая %)	68%	82%	78%	86%
R <sup>2</sup> Макфаддена	0,09	0,38	0,23	0,27
LR статистика > ( $\chi^2$ )	35	104	70	56
N наблюдений	250	250	250	250

(\*\*\* p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1, в скобках стандартная ошибка)

Источник: построено соискателем на основе расчетов

По итогам тестирования Гипотезы 10 выявлено значимое *отрицательное влияние коэффициента ликвидности и капитализации, положительное влияние маржи операционной прибыли, леввереджа нахождение компании на стадии медленного роста* по сравнению с нахождением на остальных стадиях жизненного цикла. Невысокий коэффициент ликвидности на стадии медленного роста свидетельствует об адекватном использовании оборотных активов – повышается краткосрочная кредиторская задолженность, а ликвидные активы трансформируются в товары. Расширяются источники привлечения финансирования и повышается леввередж – отношение долга к собственному капиталу, что соответствует результатам (Costa et all, 2017). Закономерна для данной стадии более низкая рыночная капитализация компании. Гипотеза 10 подтверждена и знаки перед переменными подтверждают направление их влияния.

По итогам тестирования Гипотезы 11 установлено *стимулирующее влияние роста леввереджа за счет увеличения долга, повышение коэффициента ликвидности за счет снижения кредиторской задолженности, рост внешней привлекательности компании и повышение капитализации на вероятность того, что компания находится на стадии бурного роста*. Однако получен отрицательный знак для маржи операционной прибыли, также переменная не является значимой, поскольку наиболее высокая маржа ожидается на стадии зрелости. То есть, Гипотеза 11 подтверждена не для всех переменных.

Тестирование Гипотезы 12 установило, что *снижение ликвидности, капитализации, леввереджа повышает вероятность нахождения компании на стадии зрелости. Увеличение маржи также повышает вероятность нахождения на стадии зрелости*. Гипотеза 12 подтверждена, переменные значимы.

Тестирование Гипотезы 13 показало, что *увеличение ликвидности и леввереджа увеличивает вероятность для компании оказаться на стадии спада в силу неэффективного управления своими активами. Капитализация и маржа операционной прибыли закономерно ниже* на данной стадии, что определяется отрицательным влиянием. Гипотеза 13 подтверждена, переменные значимы.

В построенных логит-моделях получены не самые высокие коэффициенты R<sup>2</sup> Макфаддена. Поскольку оценка проводится не методом МНК, то сравнивается значение LR

статистики > критического значения, что определяет адекватность модели. Дополнительные тесты определили высокую предсказательность моделей: 68% для стадии медленного роста, 82% для стадии бурного роста, 78% для стадии зрелости, 86% для стадии спада. Более подробно предсказательность построенных моделей показана в Таблицах 3-9 Приложения 5.

Проблема эндогенности не исследуется в подобного рода моделях, поскольку зависимая переменная стадии жизненного цикла является бинарной.

Далее соискателем построены логит -модели, которые оценивают попарно вероятность того, что компания окажется на исследуемой стадии жизненного цикла по сравнению с базовой. Оцененный положительный коэффициент при переменной обозначает рост вероятности для компании оказаться на исследуемой стадии. Иными словами, компания осуществит своего рода переход с базовой стадии на исследуемую: со стадии медленного роста – на стадию бурного роста, со стадии бурного роста – на стадию зрелости, со стадии зрелости – на стадию спада (Красильникова, 2020b).

Активное увеличение заемного финансирования на ранних стадиях ускоряет переход компании на новую стадию жизненного цикла, а в последствие – тормозит развитие.

#### **Моделирование вероятности, характеризующей стадию бурного роста по сравнению со стадией медленного роста (переход компании со стадии медленного роста на стадию бурного роста)**

**Гипотеза 14.** Увеличение леввереджа компании, маржи операционной прибыли, ликвидности и капитализации повышает вероятность перехода компании со стадии медленного роста на стадию бурного роста.

В модельных расчетах зависимой переменной стадии медленного роста присваивается значение 0, стадии бурного роста – 1.

Оцененная логит-модель имеет следующий вид:  $p = \frac{1}{(1+e^{-Z})}$

$$P_{(бурный\ рост/медленный)} = \frac{1}{(1+e^{-(-5,06-0,03*OPM_{it}+2,4*MC_{it}+0,89*cr_{it}+0,76*lev_{it}+e_{it})})} \quad (15)$$

Тестирование Гипотезы 14 определило наличие значимой связи факторов и вероятности нахождения компании на стадии бурного роста по сравнению со стадией медленного роста. Результаты оценки логит-модели подтвердили предположения о том, что *расширение заемного финансирования, снижение кредиторской задолженности и повышение коэффициента ликвидности, увеличение капитализации свойственно стадии бурного роста по сравнению со стадией медленного роста* (Таблица 28). При этом, для переменной маржи операционной прибыли не подтверждается связь.

**Таблица 28.** Результаты оценки Гипотезы 14 о вероятности перехода компаний со стадии медленного роста на стадию бурного роста

	<b>Зависимые переменные: стадия бурного роста (присвоено значение 1); стадия медленного роста (присвоено значение 0)</b>	
<b>Независимые переменные:</b>	Значение коэффициента	Интерпретация полученных связей
Маржа операционной прибыли (ОРМ)	-0,03** (0,01)	Рост маржи операционной прибыли снижает вероятность для компании перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. (Не подтверждается Гипотеза).
Капитализация (Mc)	2,4*** (0,4)	Рост капитализации повышает вероятность для компании перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. (Подтверждается Гипотеза).
Ликвидность (CR)	0,89** (0,2)	Рост ликвидности повышает вероятность для компании перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. (Подтверждается Гипотеза).
Лeverедж (LEV)	0,76** (0,3)	Рост отношения долга к собственному капиталу повышает вероятность для компании перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. (Подтверждается Гипотеза).
Корректность предсказания (общая %)	77%	Высокая корректность предсказания модели
R <sup>2</sup> Макфаддена	0,43	Средние значения детерминации
LR статистика > ( $\chi^2$ )	97	Высокая объясняющая сила модели
N наблюдений	250	

(\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ , в скобках стандартная ошибка)

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

Модель является состоятельной и значимой, имеет высокую объясняющую силу, средний по величине коэффициент детерминации, определяющим является LR статистика.

Полученные коэффициенты свидетельствуют о направлении влияния факторов на вероятность того, что компания со стадии медленного роста окажется на стадии бурного роста. Согласно предположениям, рост выручки более значителен, чем снижение затрат на стадии бурного роста. На стадии бурного роста определена более высокая капитализация компании, что характеризует положительное влияние на переход компании со стадии медленного роста на стадию бурного роста. Так же на стадии бурного роста выявлен рост текущей ликвидности. Активный рост долговых источников финансирования наблюдается на стадии бурного роста, что определяет положительный знак при переменной лeverеджа. В терминах модели, при увеличении лeverеджа растет вероятность того, что компания окажется на стадии бурного роста по сравнению со стадией медленного роста (аналогичные модели построены в работах Красильникова, 2017с; 2020а).

На рисунке 26.а. представлен двумерный график оцененной логит модели: рост лeverеджа повышает вероятность для компании оказаться на стадии бурного роста. На рисунке 26.б. представлен трехмерный график оцененной логит модели: рост лeverеджа, но снижение маржи

операционной прибыли повышает вероятность для компании оказаться со стадии медленного роста на стадии бурного роста.

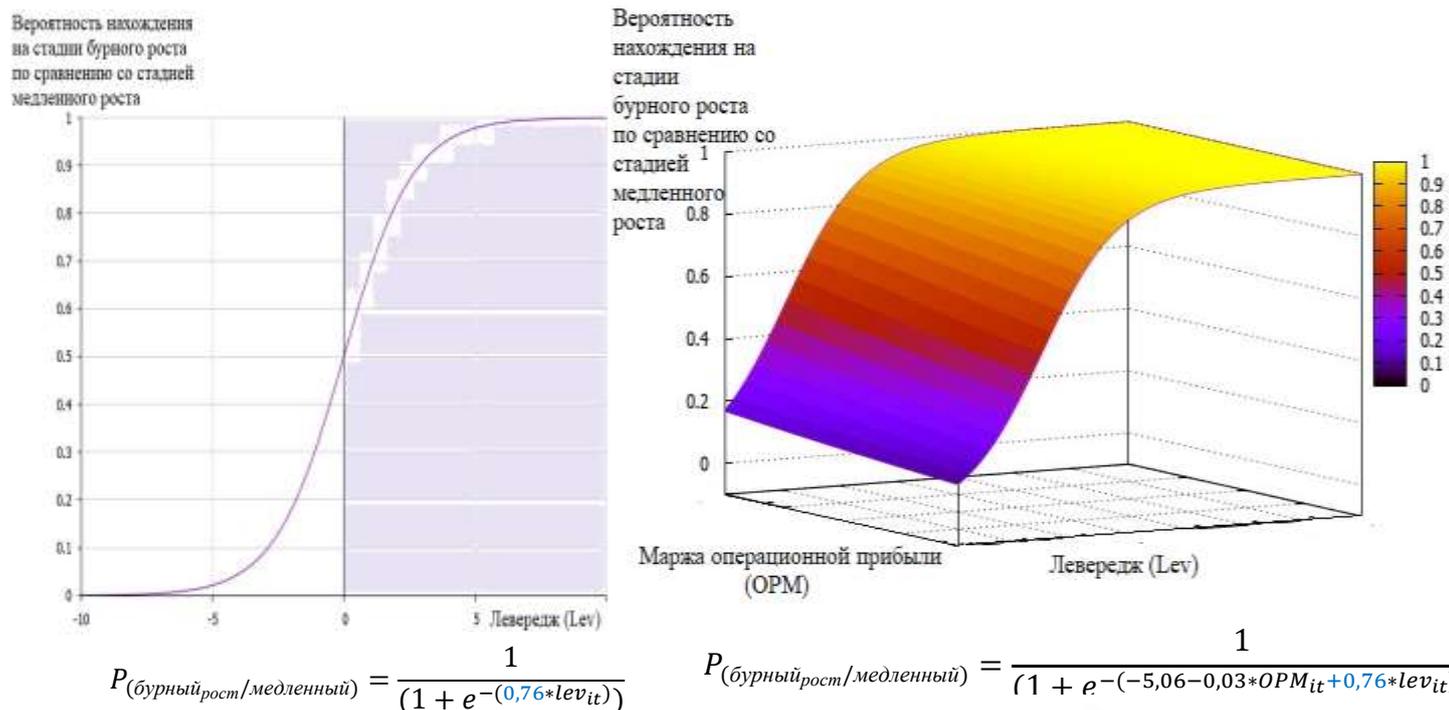


Рисунок 26. График логистической функции влияния на вероятность нахождения компании на стадии бурного роста

а) (парная регрессия)

б) (множественная регрессия)

Источник: построено соискателем по результатам моделирования

Для проверки основной гипотезы данного этапа исследования о наличии связи структуры капитала со стадиями жизненного цикла, проведен расчет значения вероятности нахождения компании на стадии бурного роста по сравнению со стадией медленного роста для переменной лeverеджа.  $P_{(\text{бурный\_рост}/\text{медленный})} = \frac{1}{(1 + e^{-(c + \beta \cdot lev)})}$  (16)

При подстановке максимального значения лeverеджа по выборке, вероятность компании оказаться на стадии бурного роста составляет 86%, для медианного значения – 36%.

Оцененные значения вероятности того, что компания окажется на стадии бурного роста для максимальных, медианных и минимальных значений вводимых характеристик более подробно представлены в Таблице 10 Приложения 5.

Далее соискателем диссертации определяется динамика вероятности (скорости перехода компании на новую стадию) при изменении изучаемых финансово-экономических характеристик на 1 ед. Для этого требуется оценить предельный эффект для независимой переменной на основе частной производной от сложной функции. После вычисления производной, в нее подставляются медианные значения по выборке, – так определяется динамика вероятности. Чем выше коэффициент при переменной в логит-модели, тем закономерно сильнее реакция изменения вероятности.

$$\frac{\partial P}{\partial factor} = \frac{dP}{dZ} * \frac{\partial Z}{\partial factor} = \frac{1}{(1+e^{-Z})} * \left(1 - \frac{1}{(1+e^{-Z})}\right) * b_i = \frac{e^{-Z}}{(1+e^{-Z})^2} * (\beta_i) \quad (17)$$

При увеличении отношения долга к ее собственному капиталу (для среднего значения по выборке) на 1 ед. (б.п.), вероятность компании оказаться на стадии бурного роста по сравнению со стадией медленного роста повысится на 4,3 % (аналогичный расчет сделан в работе Красильникова, 2015). Расчет таких предельных эффектов показывает, с какой скоростью компания наиболее вероятно окажется на стадии бурного роста по сравнению со стадией медленного роста. Более подробно результаты и расчеты предельных эффектов на стадиях жизненного цикла представлены далее в Таблице 32.

При повышении заемного финансирования, капитализации, ликвидности компания скорее окажется на стадии бурного роста по сравнению со стадией медленного роста. Если компания ориентирована на активизацию роста, то стратегия финансирования должна быть направлена на привлечение капитала в условиях поддержки ликвидности.

Далее проводится аналогичное моделирование для исследуемой стадии зрелости (ей присваивается значение 1) и базовой стадии бурного роста (значение 0).

#### **Моделирование вероятности, характеризующей стадию зрелости по сравнению со стадией бурного роста (переход компании со стадии бурного роста на стадию зрелости)**

**Гипотеза 15.** Снижение леввереджа за счет сокращения долга, уменьшение капитализации, ликвидности и увеличение маржинальности повышает вероятность перехода компании со стадии бурного роста на стадию зрелости.

Оцененная логит-модель имеет следующий вид:

$$P_{(зрелость/бур.рост)} = \frac{1}{(1+e^{-(4,51+0,02*OPM_{it}-1,95*MC_{it}-2*lev_{it}-0,14cr_{it}+e_{it})})} \quad (18)$$

Результаты оценки Гипотезы 15 определили отрицательное влияние леввереджа, капитализации и ликвидности на вероятность оказаться на стадии зрелости по сравнению со стадией бурного роста (Таблица 29). Для переменной маржи операционной прибыли получен положительный знак.

#### **Таблица 29.**

Результаты оценки Гипотезы 15 о вероятности перехода компаний со стадии бурного роста на стадию зрелости

<b>Зависимые переменные: стадия зрелости (присвоено значение 1); стадия бурного роста (присвоено значение 0)</b>		
<b>Независимые переменные:</b>	Значение коэффициента	Интерпретация полученных связей
Маржа операционной прибыли (OPM)	0,02 (0,02)	Рост маржи операционной прибыли повышает вероятность для компании перейти со стадии бурного роста на стадию зрелости. (Гипотеза не подтверждена, переменная незначима).
Капитализация (Mc)	-1,95*** (0,4)	Рост капитализации снижает вероятность для компании перейти со стадии бурного роста на

		стадию зрелости. На стадии бурного роста выше капитализация (Подтверждается гипотеза).
Ликвидность (CR)	-0,14 (0,31)	Рост ликвидности снижает вероятность перейти со стадии бурного роста на стадию зрелости. Переменная незначима, не подтверждается гипотеза.
Лeverедж (LEV)	-2,02*** (0,5)	Рост лeverеджа снижает вероятность для компании перейти со стадии бурного роста на стадию зрелости. Выше уровень долговой нагрузки на стадии бурного роста. (Подтверждается гипотеза).
Корректность предсказания (общая %)	87%	Высокая корректность предсказания модели
R <sup>2</sup> Макфаддена	0,5	Высокий коэффициент детерминации сила (используются не абсолютные, а относительные значения для сопоставления)
LR статистика > ( $\chi^2$ )	88	Высокая объясняющая сила модели
N наблюдений	250	

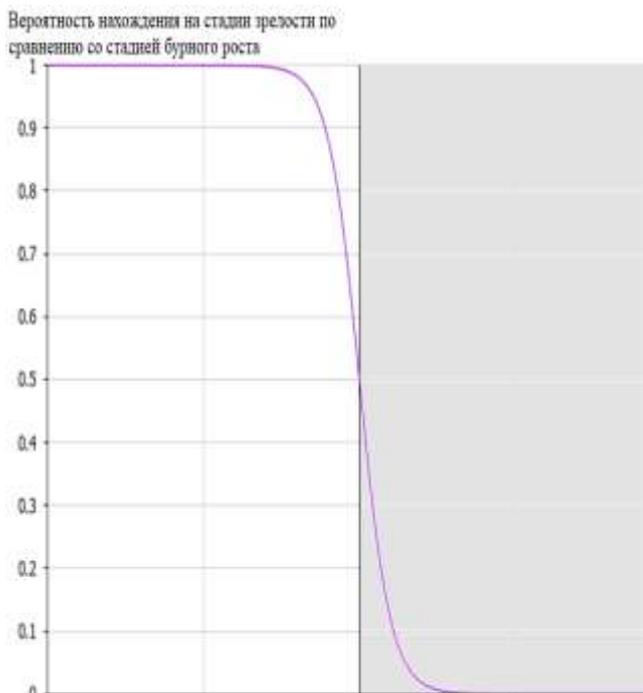
(\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ , в скобках стандартная ошибка)

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

Модель является состоятельной и значимой, имеет высокую объясняющую силу – несмотря на средний по величине коэффициент детерминации, определяющим является LR статистика. Более высокий лeverедж определен на стадии бурного роста, нежели на стадии зрелости. Так, дальнейшее повышение долга тормозит переход со стадии бурного роста на стадию зрелости. Подтверждается выводами теории иерархии (для американских компаний Dickinson, 2007; для чешских компаний Pinkova, 2012; для испанских компаний Valente, 2018; для иранских компаний Salehi, 2013); для бразильских компаний (Costa et al., 2017).

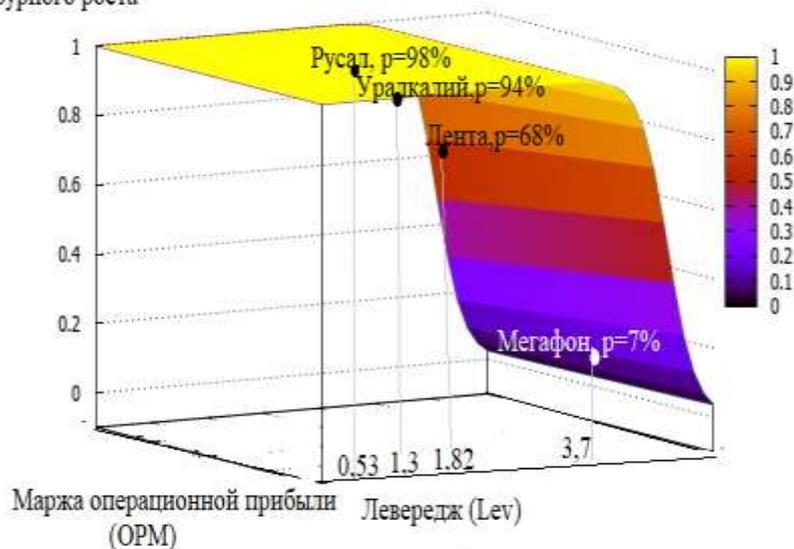
Оценено значение вероятности для компании оказаться на стадии зрелости по сравнению со стадией бурного роста: при максимуме лeverеджа вероятность составит 8%, при минимуме – 94%. Более подробно результаты оценки вероятности нахождения на стадии зрелости по сравнению со стадией бурного роста при минимальных и максимальных значениях переменных представлены в Таблице 10 Приложения 5. Это подтверждает гипотезу о том, что зрелые компании снижают долговую нагрузку, нежели бурно-растущие компании.

На рисунке 27.а. и 27.б. так же представлен двумерный и трехмерный график оцененной логит-модели. Рост лeverеджа на стадии бурного роста характеризует понижение вероятности перейти на стадию зрелости, рост маржинальности – наоборот, увеличение вероятности. Чтобы проверить адекватность модели, в нее были подставлены данные по некоторым компаниям за 2022 г. Например, в 2022 г. для ПАО «Русал» лeverедж составил 0,53 и маржа 41%. В результате получена 98% вероятность нахождения этой компании на стадии зрелости (2% на стадии бурного роста). Для ПАО «Мегафон» лeverедж составил 3,7, маржа 20%. В 2022 г. вероятность нахождения этой компании на стадии зрелости оценена в 7% (93% на стадии бурного роста). Также рассчитана вероятность нахождения компаний в 2022г. на стадиях в Приложении 6.



$$P_{(зрелость/бур.рост)} = \frac{1}{(1 + e^{-(-2*lev_{it})})} \quad \text{Левередж (Lev)}$$

Вероятность нахождения на стадии зрелости по сравнению со стадией бурного роста



$$P_{(зрелость/бур.рост)} = \frac{1}{(1 + e^{-(4,51+0,02*OPM_{it}-2*lev_{it})})}$$

Рисунок 27. График логистической функции влияния на вероятность нахождения компании на стадии зрелости

а) (парная регрессия).

б) (множественная регрессия).

Источник: построено соискателем по результатам моделирования

На основе оценки предельных эффектов и расчета частной производной выявлено снижение вероятности нахождения компании на стадии зрелости по сравнению со стадией бурного роста на 29% при повышении отношения долга компании к ее собственному капиталу на 1 ед. (б.п.). При увеличении маржи операционной прибыли (для среднего значения по выборке) на 1 ед. (б.п.), вероятность перехода компании со стадии бурного роста на стадию зрелости снизится на 0,9%. Таким образом, знак и расчет изменения вероятности позволяет оценить динамику перехода компании на стадию зрелости по сравнению со стадией бурного роста (Красильникова, 2020).

### Моделирование вероятности, характеризующей стадию спада по сравнению со стадией зрелости (переход компании со стадии зрелости на стадию спада)

На стадии спада компании продают активы, а рост заемных источников финансирования повышает неустойчивость компании. На стадии спада в связи с оптимизацией снижаются затраты на персонал, рекламу, коммерческие и управленческие расходы, но сильнее падает выручка, что снижает маржинальность операционной прибыли. Однако характерно нерациональное использование активов, что может отражаться в росте коэффициента ликвидности.

**Гипотеза 16.** Увеличение леввереджа компании и ликвидности, снижение капитализации и маржи операционной прибыли определяет рост вероятности перехода компании со стадии зрелости на стадию спада.

Оцененная логит-модель имеет следующий вид:

$$P_{(спад/зрелость)} = \frac{1}{(1+e^{-(-4,57-0,02*OPM_{it}+0,38*MC_{it}+1,82*Lev_{it}+0,77cr_{it}+e_{it})})} \quad (19)$$

На основе оценки логит-модели для Гипотезы 16 выявлено, что рост расходов и снижение выручки – сокращение маржи операционной прибыли, повышение привлечения долгового капитала и нерациональное использование ликвидных активов способствует неустойчивости компании и переходу со стадии зрелости на стадию спада (Таблица 30).

**Таблица 30.**

Результаты оценки Гипотезы 16 о вероятности перехода компаний со стадии зрелости на стадию спада

Независимые переменные:	Зависимые переменные: стадия спада (присвоено значение 1); стадия зрелости (присвоено значение 0)	
	Значение коэффициента	Интерпретация полученных связей
Маржа операционной прибыли (OPM)	-0,02 (0,01)	Рост маржи операционной прибыли понижает вероятность для компании перейти со стадии зрелости на стадию спада. (Гипотеза не подтверждена, переменная не значима).
Капитализация (Mc)	0,38** (0,2)	Рост капитализации повышает вероятность перейти со стадии зрелости на стадию спада (Не подтверждается гипотеза).
Ликвидность (CR)	0,77*** (0,22)	Рост ликвидности повышает вероятность перейти со стадии зрелости на стадию спада. (Подтверждается гипотеза).
Леввередж (LEV)	1,82*** (0,4)	Рост отношения долга к собственному капиталу при сокращении маржи операционной прибыли определяет возможную неустойчивость компании, что ускоряет переход со стадии зрелости на стадию спада. (Подтверждается гипотеза).
Корректность предсказания (общая %)	78%	Высокая корректность предсказания модели
R <sup>2</sup> Макфаддена	0,32	Средний по силе коэффициент детерминации
LR статистика > (χ <sup>2</sup> )	97	Высокая объясняющая сила модели
N наблюдений	250	

(\*\*\* p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1, в скобках указана стандартная ошибка)

Источник: построено соискателем на основе расчетов

Модель является состоятельной и значимой, имеет высокую объясняющую силу – средний по величине коэффициент детерминации, определяющим является LR статистика.

При подставлении в модель максимальных по выборке значений леввереджа, вероятность нахождения на стадии спада составляет 91%. Более подробно результаты оценки вероятности

нахождения на стадии спада по сравнению со стадией зрелости при минимальных и максимальных значениях переменных представлены в Таблице 10 Приложения 5. Полученные значения вероятности подтверждают Гипотезу 16 о неустойчивости компании при активном повышении заемного финансирования на стадии зрелости. Медианное значение коэффициента текущей ликвидности соответствует нормативным значениям. Для компаний с такой величиной коэффициента 23% составляет вероятность оказаться на стадии спада, нежели на стадии зрелости. Что подтверждает Гипотезу 16 о нерациональном управлении оборотным капиталом, что приводит компанию на стадию спада. На рисунке 28 так же представлен двумерный и трехмерный график оцененной логит-модели. Рост леввереджа и снижение маржи операционной прибыли повышает вероятность для компании со стадии зрелости оказаться на стадии спада.

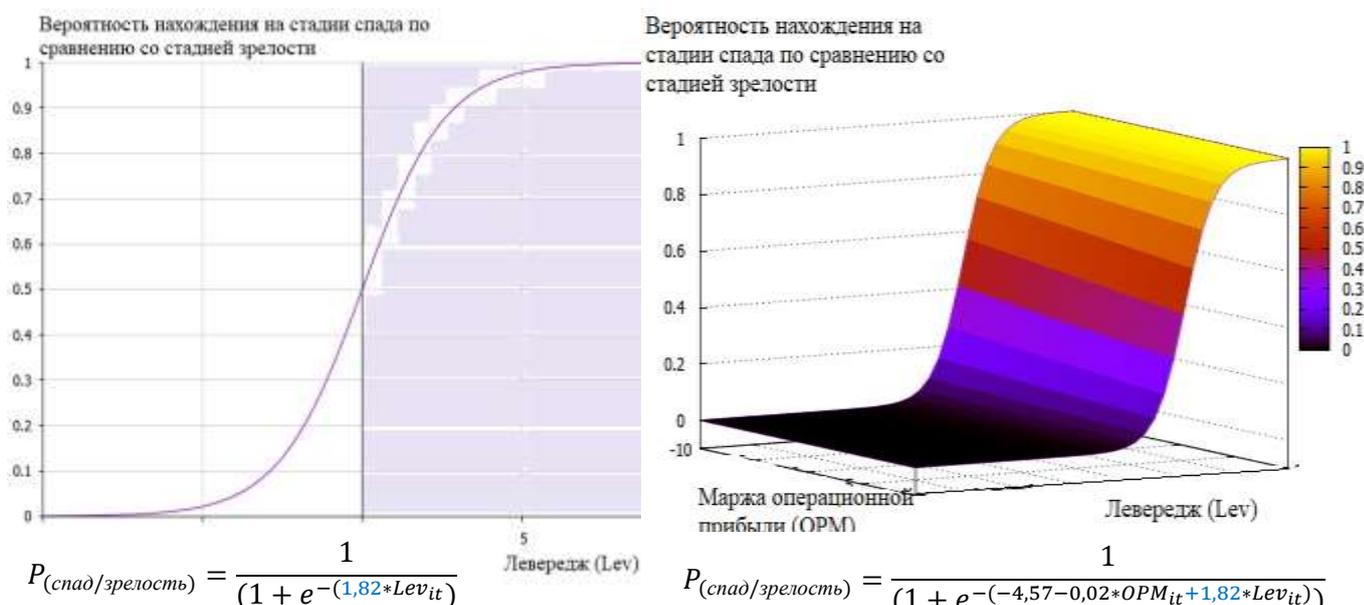


Рисунок 28. График логистической функции влияния на вероятность нахождения компании на стадии спада

а) (парная регрессия).

б) (множественная регрессия).

Источник: построено соискателем по результатам моделирования

По результатам расчета производной, при увеличении отношения долга к собственному капиталу вероятность оказаться на стадии спада по сравнению со стадией зрелости увеличится на 22%. Согласно М. Франк и В. Гоял (Frank, Goyal, 2003) для американских компаний на стадии спада выявлено большее привлечение заемных средств, несмотря на снижение прибыльности. Российские исследователи также отмечают более высокий уровень долга у компаний на стадии спада (Черкасова, 2012). По результатам логит-модели так же установлен рост леввереджа в работе (Costa et all, 2917).

Результаты эмпирического исследования показали подтверждение знаков влияния выделенных переменных (зеленый цвет) и не подтверждение знаков (красный цвет) на зависимые переменные стадий жизненного цикла (Таблица 31).

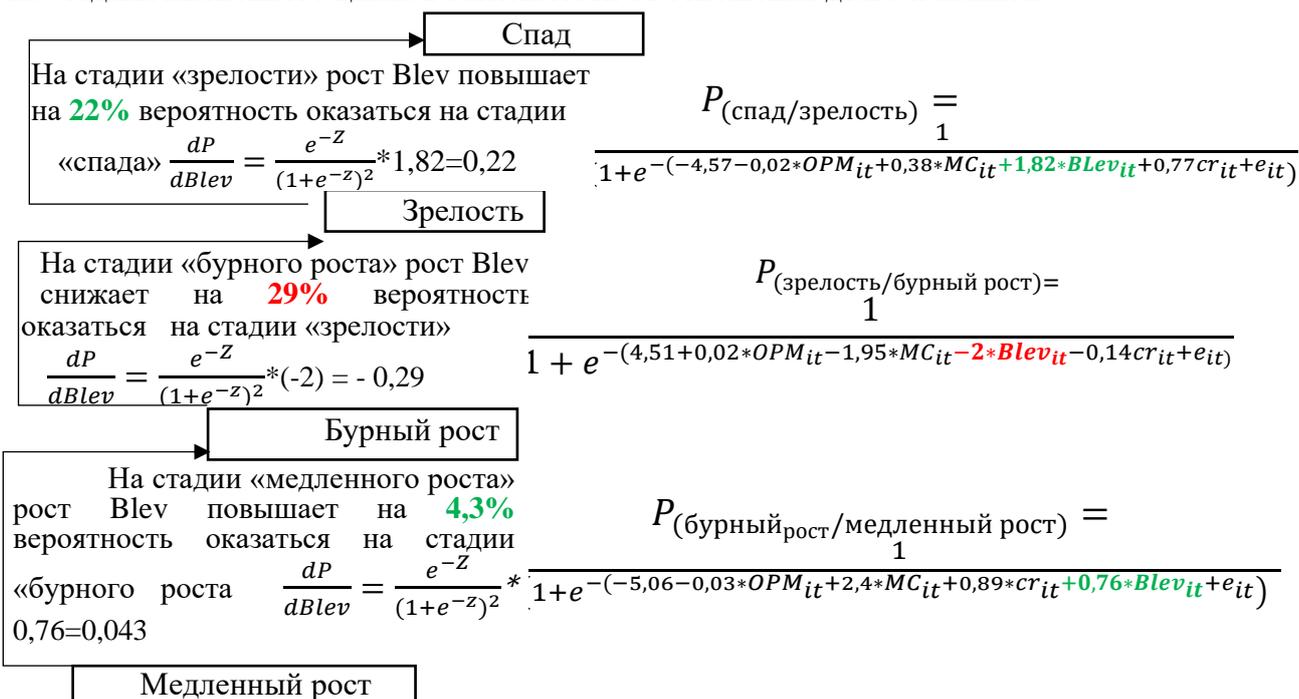
**Таблица 31.** Полученные знаки при переменных и подтверждение гипотез о влиянии факторов на вероятность нахождения крупных компаний на стадиях жизненного цикла

Переменная	Медленный рост	Бурный рост	Зрелость	Спад
Маржа операционной прибыли (OPM)	+	-	+	-
Капитализация (Mc)	-	+	-	-
Ликвидность (CR)	-	+	-	+
Лeverедж (LEV)	+	+	-	-

Источник: построено соискателем на основе расчетов

Далее в Таблице 32 приведено изменение вероятности нахождения на стадии жизненного цикла при изменении лeverеджа. Расчет произведен путем взятия первой производной и подстановкой медианных значений по выборке.

**Таблица 32.** Скорость изменения вероятности и значения вероятности нахождения компании на стадиях жизненного цикла в зависимости от отношения долга к активам



Источник: построено соискателем на основе моделирования

Таким образом, подтверждены основные предположения о значимом влиянии структуры капитала на нахождение компании на исследуемой стадии жизненного цикла.

Стадия *медленного роста*: на ранних стадиях становления компании, предполагается преимущественное использование собственных средств и незначительное увеличение долговых источников финансирования в силу ограниченной возможности привлечения внешних ресурсов. Согласно полученным значимым результатам оценивания логит-модели,

наращивание долга и снижение отношения текущих активов к текущим обязательствам (за счет увеличения текущих обязательств) увеличивает вероятность нахождения компании на стадии медленного роста.

В отличие от стадии медленного роста, стадия *бурного роста* характеризуется активизацией операционной деятельности, снижением кредиторской задолженности и повышением ликвидности, активизацией привлечения заемного капитала, повышением рыночной капитализации компании. Подтверждается активное увеличение долга в структуре капитала, что способствует переходу компании с предыдущей стадии медленного роста на стадию бурного роста.

На стадии *зрелости* установлено снижение заемного финансирования. А повышение отношения долга к собственному капиталу компании снижает вероятность того, что компания будет находиться на стадии зрелости. Также вероятность нахождения компании на стадии зрелости закономерно связана со снижением оборотного капитала в связи с оптимизацией, распределением высвобождающегося свободного денежного потока, повышением долгосрочных активов, что подтверждается результатами логит-модели.

На стадии *спада* отмечается некачественное управление оборотным капиталом компании. Активное привлечение заемного финансирования повышает вероятность неустойчивости компании – переход на стадию спада со стадии зрелости.

На основе развиваемого подхода и выявленного стимулирующего и ограничивавшего влияния заемного финансирования на разных стадиях могут быть разработаны стратегии финансирования компаний с учетом жизненного цикла, ориентиров развития, мотивов собственников и прочих стейкхолдеров.

Кроме того, привлечение финансирования связано не только с внутрифирменными характеристиками, такими, как размер фирмы, прибыльность, риск, ликвидность, возраст, но также и с отраслевыми особенностями, что раскрывается в статье (Красильникова, 2016). Разная величина леввереджа связана с особенностями деятельности, структурой активов, требованиями и нормативами. Например, для компаний тяжелой промышленности требуется равноценное отношение заемных средств к собственным, для организаций с быстрым сроком окупаемости возможно более сильное наращивание долговых источников финансирования.

На основе сформированной ранее выборки российских компаний проведен анализ влияния *отраслевого* фактора на вероятность нахождения компании на новой стадии жизненного цикла по сравнению с базовой (аналогичное исследование приведено в статье Красильникова, 2016а). В модели введены фиктивные переменные, характеризующие вид экономической деятельности (отрасль) компании.

**Гипотеза 17.** Если вид экономической деятельности компании (отрасль) относится к промышленности, это повышает вероятность нахождения на стадии зрелости по сравнению со стадией бурного роста.

По результатам оценки моделей получен значимый положительный коэффициент перед переменной отрасли (промышленности), что показывает рост вероятности того, что при прочих равных, такая компания является зрелой; отрицательный коэффициент перед переменной отрасли (электро-энергетики и ритейла), что определяет снижение вероятности, что такие компании являются зрелыми. Гипотеза 17 подтверждена.

Таким образом, обосновано и подтверждено наличие значимого, но различного влияния комбинаций финансово-экономических характеристик на нахождение компаний на стадиях жизненного цикла. Выявлено значимое существенное воздействие структуры капитала, как стимулирующего драйвера перехода компании со стадии медленного роста на стадию бурного роста, как ограничивающего драйвера перехода компании со стадии бурного роста на стадию зрелости, как драйвера, приводящего компанию со стадии зрелости на стадию спада.

В связи с этим, доказанные связи *между компонентами стратегии финансирования: структурой капитала – жизненным циклом* являются существенными для разработки стратегии. Кроме отраслевых различий также размер компании выступает существенным фактором в доступе к финансированию. Для малых компаний закономерно ниже доступность сложных инструментов заемного финансирования, таких как еврооблигации, синдицированное кредитование. Наблюдаются различия комбинации финансово-экономических факторов, характеризующих стадию жизненного цикла для малых, средних и для крупных компаний.

### ***3.1.2. Методика выявления перехода по кривой жизненного цикла для малых и средних компаний: выделение операционных драйверов роста и препятствий на разных стадиях***

По данным опросов, проводимых в малых и средних российских компаниях, на их деятельность существенно влияет спрос на продукцию, государственное участие в виде давления или поддержки, доступность финансовых ресурсов (The Business Environment and Enterprise Performance Survey, BEEPS)<sup>82</sup>. Для небольших фирм существенно ниже возможность перекредитования и реструктуризации задолженности, ниже уровень государственной поддержки, что может ограничивать устойчивые темпы их роста. Доступ к внешним источникам финансирования является значительным препятствием в отличие от крупных компаний. Согласно результатам опросов BEEPS ниже доля отечественных организаций, привлекающих банковские кредиты или кредитные линии, по сравнению с другими странами.

---

<sup>82</sup> What businesses experience // The World Bank. enterprise surveys. URL: <http://www.enterprisesurveys.org/> (дата обращения 31 января 2020)

А также наблюдался высокий процент отказов кредитных заявок – у 26,4% компаний были отклонены заявки на получение кредита, а в 2012 г. до 30,3% малых и средних предприятий не смогли получить кредит. Для более половины компаний отмечена потребность в кредитах, но для 65% таких фирм займ был предоставлен на непривлекательных условиях, или фирмы были ограничены в получении банковского заемного капитала (источники финансирования для малых и средних компаний детально структурированы ранее в Параграфе 2.3.3. Главы 2). Для малых компаний наиболее приоритетным является привлечение краткосрочного долга, что подтверждается результатами исследований (Fama, French, 2002). Более подробно про финансирование малых и средних компаний представлено в работе (Красильникова, 2015а; 2017b).

Анализ связей жизненного цикла и финансовых характеристик является актуальным для малых и средних российских компаний, для которых не проводились подобного рода исследования с расчетом вероятности нахождения компании на исследуемой стадии жизненного цикла, принимая во внимание финансово-экономические факторы. В отличие от крупных компаний, для малых и средних компаний предполагается преимущественное влияние прибыльности на движение компании по кривой ее жизненного цикла.

Описание выборки. В региональном сравнении можно выделить деятельность малых и средних компаний<sup>83</sup> в Москве, где финансирование является серьезным препятствием ведения деятельности для 25% предприятий. Для менее развитых регионов доля таких предприятий существенно выше. Это обуславливает актуальность разделения обследуемых выборок компаний по региональному признаку. В выборку включены 80 отечественных публичных компаний – субъекты малого и среднего предпринимательства г. Москвы, которые осуществляют свою деятельность не менее 10 лет. Периодом наблюдения был выбран 2015-2019 гг. Отмечаются существенные пропуски основных показателей за предыдущие года, что характеризует слабость учета, контроля и отчетности у малых и средних компаний, а также – значительно сокращает возможность построения сбалансированной выборки панельных данных. Информационной базой для получения данных о финансово-экономических показателях и о структуре собственности является Система Профессионального анализа Рынка и Компаний (СПАРК), отчетность эмитентов, сайты компаний.

Критерии разделения компаний по стадиям жизненного цикла. Малые и средние российские компании, как правило, не раскрывают информацию о выплате дивидендов, соответственно показатель отношения дивидендов к прибыли как критерий определения стадии жизненного цикла согласно методике Ж. Энтони и К. Рамеш (Anthony, 1995) в диссертационной

---

<sup>83</sup> В диссертации используется понятие «малая, средняя компания» согласно российскому ФЗ № 209— с годовой выручкой от 800 млн. руб. до 2 млрд. руб., численностью от 16 до 250 человек.

работе не может быть использован. Поэтому используется отношение нераспределенной прибыли к стоимости компании как критерий характеристики стадий жизненного цикла. Поскольку нераспределенную прибыль собственник компании может реинвестировать в производство – усилить органический, внутренний рост организации. Такой показатель применен для определения стадии жизненного цикла для малых компаний в работе (De Angelo, 2006). Другим критерием, характеризующим разные стадии жизненного цикла, выступает волатильность выручки (Miller, 1984). Данный показатель доступен и для российских малых компаний, что обуславливает возможность его использования в диссертации для определения стадии. Соискателем диссертации предполагается, что срок проведения IPO характеризует развитие и может быть индикатором стадии жизненного цикла – как правило, успешные размещения проходят на завершающей стадии бурного роста на примере крупных компаний (Ованесова, 2013). Обозначенные выше показатели рассчитываются для каждого года выборки, определяется их медиана за 5 лет и выделяются стадии жизненного цикла

В результате, выделены следующие стадии жизненного цикла для обследуемых малых и средних компаний: медленный рост, бурный рост и кризис. Малые компании в отличие от крупных чаще попадают на стадию кризиса. Однако кризис не всегда приводит к стадии спада, что позволяет преодолеть кризис и возродиться – по аналогии с выделяемой стадией турбулентности в методике В. Дикинсон (Dickinson, 2007).

Выбор переменных для исследования.

**Таблица 33.** Выбор переменных для исследования связи финансово-экономических факторов и стадий жизненного цикла малых и средних компаний

Переменная (прокси)	Расчет	Предполагаемая зависимость/ Обоснование	Авторы, использующие такие переменные
<b>Зависимая переменная</b>			
Стадия жизненного цикла	Бинарная переменная. Принимает значение 1 или 0. Стадии идентифицированы на основе выделенных критериев.	Объясняемые переменные	Ованесова, 2013 Costa et all, 2017
<b>Независимые переменные: контрольные финансово-экономические факторы</b>			
Структура капитала (SR_Lev)	$Lev = \frac{\text{Краткосрочный Долг}}{\text{Совокупные активы (баланс)}}$	Отрицательная/ На стадии медленного роста ниже левередж	Fama, French, 2002 Castro, 2015
		Положительная/ Рост заемного финансирования и левереджа повышает вероятность для компании оказаться на стадии бурного роста	
		Отрицательная/ Заемное финансирование и левередж снижается на стадии кризиса	

Маржа операционной прибыли (ОРМ)	$ОРМ = \frac{\text{Операционная прибыль}}{\text{Выручка}}$	Отрицательная/ На стадии медленного роста маржинальность низкая	Rajan, Zingales, 1995 Damodaran, 2010
		Положительная/ На стадии бурного роста наблюдается самая высокая маржинальность. Рост маржинальности определяет рост вероятности для компании оказаться на стадии бурного роста	
		Отрицательная/ Снижение маржинальности увеличивает вероятность оказаться на стадии кризиса	
Коэффициент ликвидности (cr)	$cr = \frac{\text{Денежные средства} + \text{запасы} + \text{краткосрочные инвестиции}}{\text{кредиторская задолженность} + \text{краткосрочные обязательства}}$	Положительная/ На стадии медленного роста растут запасы и денежные средства, повышается ликвидность	Ованесова, 2013 Alman, et all, 2019 Güleç, 2019
Коэффициент абсолютной ликвидности (Cash_A)		Положительная/ На стадии бурного роста наблюдается низкая ликвидность, все оборотные активы работают, но снижаются краткосрочные обязательства	
Оборотный капитал (Worc_cap)		Положительная/ На стадии кризиса растут запасы и денежные средства. Неэффективное управление оборотным капиталом повышает вероятность оказаться на стадии кризиса	
Основные средства (Fix_A)	$Fix_A = \frac{\text{Основные средства}}{\text{Активы}}$	Положительная/ На стадии медленного роста растут основные средства компании	Rajan, Zingales, 1995 Ованесова, 2013
		Положительная/ На стадии бурного роста растут основные средства компании	
		Отрицательная/ Продажа активов характерна на стадии кризиса	
Рентабельность активов (ROA)	$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Активы}}$	Отрицательная/ На стадии медленного роста рентабельность отрицательна	Costa et all, 2017
Рентабельность собственного капитала (ROE)		Положительная/ Рост рентабельности определяет вероятность компании оказаться на стадии бурного роста	
		Отрицательная/ Спад рентабельности характеризует стадию кризиса	
Собственность государства (State_own)	$State\_own = \frac{\text{Собственность государства в компании}}{100\%}$	Положительная/ На стадии медленного роста выше собственность государства	
Частная собственность (Priv_own)		Отрицательная/ На стадии бурного роста свойственна низкая государственная собственность	
		Положительная/ Присутствие государства в собственности повышает шансы для компании оказаться на стадии кризиса	

*Источник:* построено соискателем на основе систематизированных выводов

Краткосрочный долг, соответственно леведредж, наиболее характерен для малых и средних компаний, в силу ограниченности у таких компаний доступа на рынок капитала. Структура активов, в частности высокая доля основных средств, свойственна более зрелым компаниям. Ликвидность характеризует возможности компании покрыть текущие расходы (более подробно про ликвидность показано в работе Красильникова, 2010а). Отклонение от целевых значений определяет трудности в покрытии текущих обязательств, неэффективную стратегию использования активов. Для малых и средних компаний в условиях ограниченной возможности реструктуризации долга – это весьма актуально. Такие переменные были включены в логит-модели оценки вероятности (Ованесова, 2013) и линейные регрессионные модели (Гулец, 2019). Рентабельность активов и собственного капитала определяет управление финансами компании, эффективность менеджмента и политику использования активов. На ранних стадиях закономерно ниже рентабельность, маржинальность и выручка. Вводятся показатели собственности: наличие государственного участия характеризует ранние стадии жизненного цикла.

Предполагается, что именно факторы рентабельности активов, маржи прибыли, при прочих равных, в большей степени влияют на вероятность перехода малой и средней компании на новую стадию жизненного цикла.

Общая логит-модель имеет вид:

$$f(z) = P(Y_{it} = 1|x_{it})$$
$$P(\text{Исследуемая стадия/базовая стадия}) = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_1 * cr_{it} + \beta_2 * Cash_{A_{it}} + \beta_3 * work_{cap}_{it} + \beta_4 * Fix_{A_{it}} + \beta_5 * OPM_{it} + \beta_6 * ROA_{it} + \beta_7 * SR_{Lev}_{it} + \beta_8 * Own_{it_2} + \varepsilon_{it})}} \quad (20)$$

где  $p$  – зависимая переменная, вероятность наступления оцениваемого события (нахождение компании на исследуемой стадии жизненного цикла, которой присваивается значение 1, по сравнению с базовой стадией со значением 0);

Независимые переменные:

$cr$  – коэффициент текущей ликвидности;

$Cash\_A$  – денежные средства по отношению к активам;

$Fix\_Ass$  – логарифм основных средств;

$Fix\_A$  – доля основных средств в активах;

$Work\_cap$  – чистый оборотный капитал;

$OPM$  – маржа чистой прибыли компании;

$SR\_Lev$  – леведредж: краткосрочный долг компании по отношению к активам;

$ROA$  – рентабельность активов;

$ROE$  – рентабельность собственного капитала;

own – структура собственности, задается как фиктивная переменная: доминирование государственного участия присваивается значение 1, частных акционеров – 0;

$\varepsilon_{it}$  – случайная ошибка,  $i$  – компания,  $t$  – год.

Статистические результаты по обследуемой выборке малых средних компаний представлены в Таблице 2-3 Приложения 7. Поскольку выявлена закономерно высокая корреляция логарифма основных средств и доли основных средств в активах, логарифма краткосрочного долга и чистого оборотного капитала, логарифма краткосрочного долга и логарифма выручки, ROA и ROE, то данные переменные включаются по очереди в модель, а не одновременно в силу проблем мультиколлинеарности.

Результаты графического анализа связей структуры собственности и финансово-экономических показателей на стадиях жизненного цикла определили наращивание краткосрочного заемного капитала по мере развития компании (Красильникова, 2017). Если у компании преобладает государственная собственность, то краткосрочный леввередж выше, чем для частных собственников. Это связано с активной поддержкой компаний такого типа, предоставлением льгот и финансирования. Для обеих групп наиболее высокий леввередж определен на стадии бурного роста. На стадии кризиса-турбулентности отмечается рост заемного финансирования, снижение рентабельности и денежных средств. Для малых и средних компаний для всех типов собственности отмечается высокая доля оборотного капитала в активах и, соответственно, низкая доля основных средств. Более подробно характеристики компаний на стадиях жизненного цикла представлены графически на Рисунке 1-3. Приложения 7.

Далее применена та же методика, которая была использована для крупных компаний. Исследуется вероятность нахождения малой и средней компании на определенной стадии жизненного цикла по сравнению с базовой. Для таких компаний структура капитала в меньшей степени влияет на вероятность перехода на новую стадию в отличие от прибыльности, рентабельности и структуры активов (Красильникова, 2018). Тем не менее, краткосрочное финансирование может стимулировать развитие компании со стадии медленного роста на стадию бурного роста.

**Моделирование вероятности, характеризующей стадию бурного роста по сравнению со стадией медленного роста (переход компании со стадии медленного роста на стадию бурного роста)**

**Гипотеза 18.** Увеличение краткосрочного леввереджа, оборотного капитала, наращивание основных средств в активах и снижение краткосрочной задолженности, рентабельности активов и собственного капитала, маржи прибыли повышает вероятность того, что компания со стадии медленного роста перейдет на стадию бурного роста. Наличие государственного участия для малых и средних компаний понижает вероятность перейти со

стадии медленного роста на стадию бурного роста. Противоположное влияние для переменной частной собственности.

Оцененная логит-модель имеет следующий вид:

$$P_{(\text{бур.рост}/\text{медленн.рост})} = \frac{1}{1 + e^{-( -5 + 0,006 * Cr_{it} - 0,04 * Cash_{it} + 0,15 * Worccap_{it} + 0,37 * FixA_{it} + 0,58 * OPM_{it} + 0,57 * ROA_{it} - 0,05 * SRLev_{it} + 0,06 * SRDebt_{it} + 0,38 * priv_{it} - 1,35 * gov_{it} + e_{it} )}} \quad (21)$$

Рост краткосрочного леведжда не влияет на вероятность нахождения компании на стадии бурного роста по сравнению со стадией медленного роста. Показатели ликвидности, маржинальности и рентабельности способствуют переходу малой и средней компании на новую стадию бурного роста (Таблица 34).

**Таблица 34.** Результаты оценки Гипотезы 18 о вероятности перехода малых и средних российских компаний со стадии медленного роста на стадию бурного роста

Независимые переменные:	Зависимые переменные: стадия бурного роста (присвоено значение 1), стадия медленного роста (присвоено значение 0)	
	Значение коэффициента	Интерпретация полученных связей
Текущая ликвидность (сг)	0,006 (0,005)	Снижение краткосрочной задолженности свойственно стадии бурного роста, и повышение коэффициента ликвидности увеличивает вероятность для компании перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. (Не подтверждается гипотеза в силу незначимости переменной).
Мгновенная ликвидность (Cash_A)	-0,03 (0,2)	Рост наличности в активах незначительно снижает вероятность для компании перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. (Не подтверждается гипотеза).
Оборотный капитал (Worc_cap)	0,15*** (0,07)	На стадии бурного роста снижаются текущие обязательства, погашается кредиторская задолженность. Повышение чистого оборотного капитала за счет снижения обязательств увеличивает вероятность для компании перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. (Подтверждается гипотеза).
Основные средства (FixA)	0,37*** (0,1)	На стадии бурного роста характерен рост основных средств. Повышение доли основных средств в активах увеличивает вероятность для компании перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. (Подтверждается гипотеза).
Маржа операционной прибыли (OPM)	0,58** (0,1)	Стадия бурного роста закономерно характеризуется ростом маржинальности и прибыльности. Повышение прибыли и снижение затрат наиболее активно увеличивает вероятность для компании перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. (Подтверждается гипотеза).
Рентабельность активов (ROA)	0,57*** (0,2)	Повышение рентабельности активов увеличивает вероятность для компании перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. (Подтверждается гипотеза).
Краткосрочный леведжд (SR_Lev)	-0,05 (0,09)	Краткосрочный долг растет менее интенсивно, нежели активы компании на стадии бурного роста. Повышение краткосрочного долга к активам незначительно снижает вероятность для компании перейти на стадию бурного роста. (Не подтверждается гипотеза).

Краткосрочный долг (SR_debt) (логарифм краткосрочного долга)	0,06 (0,09)	На стадии бурного роста растет краткосрочный долг. Получено не значимое повышение вероятности для компании перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. (Не подтверждается гипотеза – переменная не значима).
Частная собственность (Priv) фиктивная переменная, если в компании доминирует частная собственность	0,38 (0,4)	На стадии бурного роста преобладают компании с частной собственностью. Повышение частной собственности увеличивает вероятность для компании перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. (Не подтверждается гипотеза – переменная не значима).
Государственная собственность (Gov) фиктивная переменная, если в компании доминирует государственная собственность	-1,35* (0,6)	На стадии бурного роста не преобладают компании с государственной собственностью. Повышение государственной собственности снижает вероятности для компании перейти на стадию бурного роста. (Подтверждается гипотеза).
Корректность предсказания (общая %)	66%	Высокая корректность предсказания модели
R <sup>2</sup> Макфаддена	0,2	Невысокий коэффициент детерминации (используются не абсолютные, а относительные значения для сопоставления)
LR > ( $\chi^2$ )	38	Высокая объясняющая сила модели
N наблюдений	285	

(\*\*\* p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1, в скобках указана стандартная ошибка)

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

Несмотря на относительно не высокий коэффициент детерминации, корректность предсказания в модели составляет 66%, а LR значения свидетельствуют о высокой объясняющей силе модели.

Таким образом, получены значимые связи финансово-экономических характеристик малых компаний и вероятности перейти со стадии медленного роста на стадию бурного роста. Однако в отличие от крупных компаний структура капитала в меньшей степени влияет на движение малых и средних компаний по кривой жизненного цикла. Рост рентабельности активов, маржинальности, ликвидности (за счет снижения краткосрочной задолженности) повышает вероятность нахождения малой и средней компании на стадии бурного роста по сравнению со стадией медленного роста.оборотный капитал стимулирует развитие малых компаний, служит механизмом обслуживания долга и погашения задолженностей, положительно влияет на повышение вероятности для компании оказаться на стадии бурного роста по сравнению со стадией медленного роста. Участие государства, напротив, снижает переход компании со стадии медленного роста на стадию бурного роста.

Далее проведено вычисление значения вероятности нахождения малой и средней компании на стадии бурного роста по сравнению со стадией медленного роста. Алгоритм соответствует расчетам, проведенным ранее для крупных компаний. Наиболее высокие коэффициенты при независимых операционных переменных характеризуют доминирующее влияние таких факторов на нахождение на новой стадии. Если в полученную модель подставить

медианные значения объясняющих переменных, то вероятность нахождения малой и средней компании на стадии бурного роста составит 39%. При максимальном значении рентабельности активов, вероятность нахождения компании на стадии бурного роста закономерно повышается 90%. Предельный эффект, рассчитанный соискателем на основе частной производной, свидетельствует о повышении вероятности (*скорость или динамика вероятности*) на 16% перейти на стадию бурного роста при повышении рентабельности активов.

На следующем этапе проведено моделирование вероятности нахождения компании на стадии кризиса по сравнению со стадией бурного роста.

**Моделирование вероятности, характеризующей стадию кризиса по сравнению со стадией бурного роста (переход компании со стадии бурного роста на стадию кризиса)**

**Гипотеза 19.** Сокращение ликвидности, рост текущей задолженности, снижение основных средств, понижение рентабельности активов и маржинальности повышает вероятность того, что малая и средняя компания со стадии бурного роста перейдет на стадию кризиса. Повышение краткосрочного левверджа в условии снижения маржинальности ограничивает устойчивость компаний и повышает вероятность перехода к кризису.

Оцененная логит-модель имеет следующий вид:

$$P_{\text{(кризис/бурный рост)}} = \frac{1}{(1 + e^{-(-5 - 0,001 * Cr_{it} - 0,11 * Cash_{it} - 0,32 * Worccap_{it} - 0,02 * FixA_{it} - 0,61 * OPM_{it} - 0,46 * ROA_{it} + 0,02 * SRLev_{it} - 0,25 * priv_{it} + e_{it})})} \quad (22)$$

На основе оценки логит-модели выявлено, что сокращение основных средств и ликвидности на фоне падения рентабельности способствует переходу компании со стадии бурного роста к кризису.

что снижение ликвидности за счет увеличения текущих обязательств, выбытие основных средств повышает вероятность для компании оказаться на стадии кризиса по сравнению со стадией бурного роста (Таблица 35). Рост левверджа увеличивает неустойчивость компании, однако не значимо повышает вероятность перехода малой и средней компании со стадии бурного роста на стадию кризиса (Красильникова, 2019). Снижение рентабельности активов и маржинальности так же способствует тому, что малая и средняя компания окажется на стадии кризиса по сравнению со стадией бурного роста, что подтверждает Гипотезу 19.

**Таблица 35.** Результаты оценки Гипотезы 19 о вероятности перехода малых и средних российских компаний со стадии бурного роста на стадию кризиса

Зависимые переменные: стадия кризиса (присвоено значение 1), стадия бурного роста (присвоено значение 0)		
Независимые переменные:	Значение коэффициента	Интерпретация полученных связей
Текущая ликвидность (cr)	-0,001 (0,002)	На стадии кризиса растут обязательства, что снижает коэффициент ликвидности и повышает вероятность для компании перейти со стадии бурного роста на стадию кризиса.

		(Не подтверждается гипотеза – переменная не значима).
Мгновенная ликвидность (Cash_A)	-0,11 (0,14)	На стадии кризиса сокращаются денежные средства, что повышает вероятность для компании перейти со стадии бурного роста на стадию кризиса. (Не подтверждается гипотеза – переменная не значима).
Оборотный капитал (Worc_cap)	-0,32* (0,1)	Рост текущих обязательств свойственен кризису и снижает чистый оборотный капитал, что повышает вероятность для компании перейти со стадии бурного роста на стадию кризиса. (Подтверждается гипотеза)
Основные средства (FixA)	-0,02 (0,02)	На стадии кризиса происходит выбытие активов, что повышает вероятность для компании перейти со стадии бурного роста на стадию кризиса. (Не подтверждается гипотеза – переменная не значима).
Маржа операционной прибыли (OPM)	-0,61** (0,1)	На стадии кризиса ожидается снижение маржинальности и рост затрат. Снижение маржи повышает вероятность для компании перейти со стадии бурного роста на стадию кризиса. (Подтверждается гипотеза)
Рентабельность активов (ROA)	-0,46* (0,2)	Снижение рентабельности активов повышает вероятность для компании перейти со стадии бурного роста на стадию кризиса. (Подтверждается гипотеза)
Краткосрочный левередж (SR_Lev)	0,02 (0,01)	Повышение краткосрочного долга к активам незначительно повышает вероятность для компании перейти со стадии бурного роста на стадию кризиса. (Не подтверждается гипотеза – переменная не значима).
Частная собственность (Priv) фиктивная переменная, если в компании доминирует частная собственность	-0,25 (0,3)	Снижение частной собственности повышает вероятность для компании перейти со стадии бурного роста на стадию кризиса. (Не подтверждается гипотеза в силу незначимости переменной).
Корректность предсказания (общая %)	69%	Высокая корректность предсказания модели
R <sup>2</sup> Макфаддена	0,25	Невысокий коэффициент детерминации (используются не абсолютные, а относительные значения для сопоставления)
LR статистика > ( $\chi^2$ )	67	Высокая объясняющая сила модели
N наблюдений	270	

(\*\*\* p<0.01, \*\*p<0.05, \*p<0.1, в скобках указана стандартная ошибка)

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

Несмотря на относительно не высокий коэффициент детерминации, корректность предсказания в модели составляет 69%, а LR значения свидетельствуют о высокой объясняющей силе модели.

Результаты эмпирического исследования показали подтверждение знаков влияния выделенных переменных (значимые переменные: зеленый цвет, не значимые переменные: зеленый цвет с пунктиром) и не подтверждение (красный цвет) влияния на стадии жизненного цикла (Таблица 36).

**Таблица 36.** Полученные знаки при переменных и подтверждение гипотез о влиянии факторов на вероятность нахождения малых и средних компаний на стадиях жизненного цикла

Переменная	Медленный рост	Бурный рост	Кризис
Текущая ликвидность (cr)	-	+	-
Мгновенная ликвидность (Cash_A)	-	-	-
Оборотный капитал (Worc_cap)	-	+	-
Основные средства (FixA)	-	+	-
Маржа операционной прибыли (OPM)	-	+	-
Рентабельность активов (ROA)	-	+	-
Краткосрочный левередж (SR_Lev)	-	-	+

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

В результате, подтверждены и получены результаты о наличии значимых связей финансово-экономических характеристик и стадий жизненного цикла для малых и средних компаний. На основе построенных логит-моделей для *малых и средних российских компаний* выявлено, что *наибольшее влияние на вероятность перехода на новую стадию жизненного цикла по сравнению с базовой оказывают операционные показатели:* ликвидность, маржинальность и рентабельность. Это соотносится выводами о доминирующем эффекте рентабельности для малого и среднего бизнеса (Демешев, 2014). В структуре финансирования малых и средних компаний преобладает краткосрочный заемный капитал.

Для крупных *российских компаний* установлено, что *активное наращивание долга способствует росту, но также может приводить компанию на стадию спада.*

Таким образом, обоснованы и эмпирически исследованы *взаимосвязи между компонентами стратегии финансирования: структурой капитала со стадиями жизненного цикла.*

С одной стороны, привлечение финансирования выступает драйвером перехода компании с одной стадии жизненного цикла на другую. С другой стороны, привлечение финансирования невозможно одномоментно. Как правило, для более крупных и прибыльных компаний существует более быстрая возможность привлечения долга. Эмпирически такая возможность привлечения финансирования исследуется на основе изучения скорости приспособления текущей структуры капитала к целевым ориентирам.

Методика к разработке стратегий финансирования, по мнению соискателя, должна учитывать и оценивать возможности компании своевременно управлять и маневрировать структурой капитала. Для этого актуальным является исследование скорости приспособления к структуре капитала – возврат к динамическому равновесию структуры капитала при возникновении отклонений или шоков.

### **3.2. Скорость приспособления структуры капитала на стадиях жизненного цикла для крупных, малых и средних компаний**

Компания развивается и движется по кривой жизненного цикла, меняются финансовые ориентиры и цели, результативность компании – это неминуемо влияет на привлечение различных источников финансирования. Ранее обосновано и эмпирически показано, что привлечение финансирования связано с особенностями агентских отношений, индикаторами устойчивого развития ESG и стадиями жизненного цикла. Доказано, что структура капитала, оцениваемая через левередж, влияет на нахождение компании на стадиях жизненного цикла.

Оценка динамической структуры капитала, определение потенциальной скорости приспособления текущего уровня структуры капитала к целевому ориентиру, является значимым методическим этапом разработки стратегий финансирования. Менеджмент компании может оценить долгосрочную перспективу динамики структуры капитала в зависимости от входных параметров, спрогнозировать реакцию на изменения и шоки определенных детерминант.

Е. Фама и К. Френч (Fama, French, 2002) обосновывают отклонение текущего уровня структуры капитала от целевого значения наличием неучтенных факторов. Согласно опросу Ж. Грэхама и К. Харви (Graham, Harvey, 2001) около 37% компаний определяют допустимые отклонения текущей структуры капитала от целевого значения. Скорость приспособления балансового левереджа составляет 10%, а скорость приспособления рыночного – 7% (Titman, Wessels, 1995). Структура капитала представляет кумулятивный эффект усилий менеджмента согласно теории отслеживания рынка (Baker, Wugler, 2002). Это определяет тот факт, что в долгосрочной перспективе наблюдается эффект приближения к целевой структуре капитала, а в краткосрочной – следование за рынком и компаниями-конкурентами.

Изменения целевого уровня структуры капитала зависит от макроэкономических условий, экономических циклов, а также – внутрифирменных факторов компании. Так, прибыльность компаний способствует привлечению заемного финансирования, определяет наличие внутренних источников капитала, что ускоряет скорость приспособления к целевому уровню (Novakimian, 2001). При этом, для компаний, привлекающих внешнее собственное финансирование и выпускающих акции, такая скорость приспособления существенно ниже (Faulkender, 2012).

Исследование компаний в странах БРИК с 2004 по 2015 г. установило позитивное влияние размера компании и отклонения текущего уровня структуры капитала от целевого на повышение скорости приспособления текущей структуры капитала к целевому значению (Кокорева, 2015). Для выборки 50 российских компаний с 2005 по 2010 г. скорость приспособления, установлена на уровне 23,5% для показателя отношения долга к активам, 38,6% – для отношения долга к собственному капиталу (Кокорева, 2013).

Дополнительными факторами, *определяющими скорость приспособления, выступают индикаторы устойчивого развития*. Это подтверждается выводами ВЭБ (ESG-финансы и роль ВЭБ) об увеличении привлечения устойчивых финансов для компаний, следующих принципам устойчивого развития, а также подтверждается связью кредитного рейтинга компании с ее ESG результатами<sup>84</sup>. Также с позиции устойчивого развития соискателем в Главе 2 обосновано и доказано наличие обратной связи стоимости капитала (затрат компании) и ESG результатов компании, выявлено прямое влияние ESG на долгосрочный долг и капитализацию. Такие результаты дают возможность предположить наличие воздействия не только традиционных исследуемых факторов прибыльности, рентабельности, структуры активов, но и факторов ESG на скорость приспособления структуры капитала. Кроме того, скорость приспособления изменяется на разных стадиях жизненного цикла компании.

На стадии зарождения – медленного роста привлечение краткосрочного долга направлено на финансирование текущих потребностей роста. Наличие высоколиквидных активов позволяет быстрее трансформировать их в денежные средства и покрывать существующие обязательства. Высокая ликвидность определяет повышение скорости приспособления к целевой структуре капитала (Mukherjee, 2010).

По мере развития организации и влияния внешней среды, увеличения доли рынка, роста конкурентоспособности, усложнения ее деятельности и взаимоотношений с контрагентами, повышения репутации – большее число объясняющих переменных оказывает воздействие на привлечение финансирования. Например, не только прибыльность, но и рост капитализации компании усиливает скорость приспособления. Это повышает волатильность текущей структуры капитала и увеличивает скорость приспособления на стадии бурного роста.

В результате, практическим результатом исследования скорости приспособления является оценка потенциала привлечения финансирования и целевой структуры капитала. Проведение исследования на разных стадиях жизненного цикла позволяет выявить отличия скорости, с которой текущая структура капитала достигнет целевого значения, что, в конечном итоге, идентифицирует приоритетные «медленные» и «быстрые» источники финансирования в зависимости от контрольных факторов и стадий жизненного цикла. Обоснованная ранее в Главе 2. приоритетность источников с учетом выводов по скорости приспособления используется в представленной далее матрице приоритетных источников финансирования в зависимости от скорости приспособления на стадиях жизненного цикла.

**Гипотеза 20.** Скорость приспособления структуры капитала ниже на ранних стадиях жизненного цикла компании по сравнению со стадией зрелости.

---

<sup>84</sup> Fitch ratings ESG relevance // Fitch. URL: [https://www.fitchsolutions.com/products/fitch-ratings-esg-relevance-scores-data?utm\\_campaign=ESG.RS-Data&utm\\_medium=referral&utm\\_source=fitch-ratings&utm\\_content=lnk4&utm\\_term=esg-prod-body](https://www.fitchsolutions.com/products/fitch-ratings-esg-relevance-scores-data?utm_campaign=ESG.RS-Data&utm_medium=referral&utm_source=fitch-ratings&utm_content=lnk4&utm_term=esg-prod-body) (дата обращения 10 мая 2021)

Исследование проводится для той же выборки крупных публичных российских нефинансовых компаний, для которых производилась оценка вероятности нахождения на стадиях жизненного цикла (выборка компаний из Параграфа 3.1.1. Главы 3). Для доказательства введенных предположений оценена скорость приспособления методом коррекции остатков. Метод коррекции остатков представляет более точные результаты обследования для панельной выборки данных, чем стандартный метод наименьших квадратов, так как учитывает коррелированность независимых переменных, используя обобщенный метод моментов. Кроме того, такая методика является усовершенствованным инструментом проведения оценки долгосрочной реакции и краткосрочных импульсов для динамической системы, в частности оценки динамической модели структуры капитала, в которой являются зависимыми от своих лагов и лагов других переменных. Для исследования долгосрочных связей ряды или их разности должны быть стационарными. В связи с этим проверены ряды переменных на стационарность при помощи метода *Uniroot test*, гипотеза о не стационарности не отклоняется. Предполагается, что вычитание переменной, то есть, взятие первой разности, приводит к стационарному ряду. Ряд первых разностей стационарен, у переменных наблюдается интегрированность одного порядка – проведен тест на коинтеграцию. Тест Йохансена на коинтеграцию определяет стационарность рядов методом максимального правдоподобия.

Коэффициент  $c_1$  в модели коррекции остатков отображает долгосрочную реакцию (причинность) скорости приспособления. Краткосрочное влияние на равновесие оценивается при помощи теста Вальда.

Нулевая гипотеза заключается в том, что переменная не значима. Для того, чтобы она была отклонена, коэффициент долгосрочного воздействия  $c_1 < 0$  и вероятность ошибки  $p \leq 0,1$ . Отрицательный знак обозначает наличие конвергенции от краткосрочной динамики к долгосрочному равновесию. Данный коэффициент представляет скорость приспособления модели к равновесию в случае турбулентности. То есть, отображает скорость корректировки перехода динамической системы к равновесию в условии изменения объясняющего фактора. Модель оценки влияния различных факторов на скорость приспособления для российских компаний имеет следующий вид:

$$\Delta Lev = c_1 * (Y_{t-1} + A * x_{t-1} + B) + c_2 * \Delta Y_{t-1} + c_3 * \Delta x_{t-1} + c_4 + \varepsilon, \quad (23)$$

где  $Lev$  – зависимая переменная финансирования: отношение долга к собственному капиталу ( $D/E$ ); отношение долга к активам ( $D/A$ );

$\Delta Y, \Delta X_{(-1)}$  – разность значений переменных;

$X$  – объясняющие переменные (воздействующие факторы): маржа операционной прибыли, рыночная капитализация компании, численность сотрудников, выручка;

$A, c_1, c_2, c_3, c_4$  – коэффициенты модели.

Согласно результатам оценки моделей выявлено: снижение скорости приспособления (ниже коэффициент при переменной) на стадии медленного роста (скорость составляет 7,3%), повышение скорости по мере развития компании до 11% на стадии зрелости (Таблица 37). Отклонение маржи операционной прибыли влияет на краткосрочную ликвидность компании и скорость увеличивается до 24% на стадии зрелости.

**Таблица 37.** Скорость приспособления к долгосрочному равновесию и период достижения равновесия при изменении определяющего регрессора для крупных российских компаний

Независимые переменные / Стадия жизненного цикла	Зависимые переменные (в скобках: оцениваемые переменные структуры капитала Lev: 1) D/A – отношение долга к активам, 2) D/E – отношение долга к собственному капиталу 3) cr – отношение текущих активов к текущим обязательствам)	LR - коэффициент (скорость)	Период для достижения долгосрочного равновесия при шоке
Медленный рост	Капитализация MC (D/A)	-0,073765	9,04
	Капитализация MC (cr)	-0,208323	2,96
	Численность сотрудников Ne (D/A)	-0,161129	3,94
Бурный рост	Маржа опер. прибыли $Op_m$ (cr)	-0,090893	7,27
	Численность сотрудников Ne (cr)	-0,070838	9,43
	Выручка TR (D/E)	-0,68652	0,59
Зрелость	Маржа опер. прибыли $Op_m$ (D/E)	-0,173171	3,64
	Маржа опер. прибыли $Op_m$ (D/A)	-0,111699	5,85
	Маржа опер. прибыли $Op_m$ (cr)	-0,247878	2,43
	Капитализация $Mc$ (D/E)	-0,097497	6,75
	Капитализация $Mc$ (cr)	-0,250852	2,39
	Выручка TR (D/E)	-0,087577	7,56
	Выручка TR (cr)	-0,081186	8,18
Спад	Капитализация $Mc$ (D/E)	-0,299924	1,94
	Численность сотрудников Ne (D/E)	-0,052114	12,95
	Численность сотрудников Ne (cr)	-0,022304	30,72
	Выручка TR (cr)	-0,011983	57,49

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов модели коррекции остатков

Далее оценивается период достижения равновесия – временной интервал, требуемый для приведения зависимой переменной к состоянию равновесия динамической системы в случае отклонения объясняющего фактора (при воздействии шока). Можно определить период *полужизни* для возвращения долгосрочного равновесия:  $\frac{\ln(0,5)}{\ln(1-c_1)}$  или определить полный период возвращения к равновесию. К примеру, на стадии медленного роста, если увеличение капитализации на 1% превышает значение, необходимое для долгосрочного равновесия, то отношение долга к активам корректируется на 7,3% для достижения равновесия, а период

достижения равновесия соответствует 9. На стадии зрелости, если увеличение капитализации на 1% превышает значение, необходимое для долгосрочного равновесия, то отношение долга к собственному капиталу корректируется на 9,7%, а период достижения равновесия соответствует 6,75 (Таблица 37). Для российских компаний скорость приспособления долга к активам к целевому значению составляет 23,5% в работе (Кокорева, 2013).

Таким образом, результаты анализа подтверждают, что скорость приспособления ниже на ранних стадиях жизненного цикла и повышается по мере развития компании. Гипотеза 20 подтверждена. Полученные результаты могут быть использованы для определения и структурирования приоритетных источников финансирования. Например, низкая скорость обозначает целесообразность использования более «быстрых» источников для возврата системы в равновесие, например собственные средства, нераспределенную прибыль, краткосрочные кредиты.

Скорость приспособления для малых и средних российских компаний (выборка компаний из Параграфа 3.1.2. Главы 3), оцененная также методом коррекции остатков, оказалась выше, чем для крупных компаний (Таблица 38). Это обусловлено тем, что исследуемой переменной структуры капитала выступает краткосрочный долг. В связи с этим, скорость привлечения краткосрочных источников финансирования закономерно выше, чем долгосрочных. Также прослеживается тенденция повышения скорости по мере движения компании по кривой жизненного цикла.

**Таблица 38.** Скорость приспособления к долгосрочному равновесию и период достижения равновесия при изменении определяющего регрессора для малых и средних российских компаний

Независимые переменные Стадия жизненного цикла	Зависимая переменная (оцениваемая переменная структуры капитала: Sr_Lev- отношение краткосрочного долга к активам)	LR- коэффициент (скорость)	Период для достижения долгосрочного равновесия при шоке
Медленный рост	Рентабельность активов ROA	-0,010296	66,97
	Основные средства в активах Fix_A	-0,006663	103,68
	Оборотный капитал Worс_cap	-0,007646	90,30
Бурный рост	Абсолютная ликвидность Cash_A	-0,047425	14,26
	Выручка TR	-0,299971	1,94
	Оборотный капитал Worс_cap	-0,091345	7,23
	Рентабельность собственного капитала ROE	-0,191111	3,27
Кризис	Абсолютная ликвидность Cash_A	-0,255211	2,35
	Основные средства Fix_A	-0,273841	2,16

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов модели коррекции остатков

Далее оценена скорость приспособления к целевой структуре капитала с учетом факторов, определяющих следование ЦУР посредством метрик ESG. Если компания следует

принципам устойчивого развития и показывает более высокие ESG результаты, это увеличивает привлечение финансирования и повышает скорость приспособления. Предполагается, что ввод в модель переменных ESG усиливает скорость, с которой структура капитала возвращается к целевому значению. Такое предположение основано на полученных в Главе 2 результатах об отрицательной связи стоимости капитала и положительной связи структуры капитала с ESG.

Включение индикаторов устойчивого развития ESG в модель влияния на скорость приспособления структуры капитала российских компаний определило повышение скорости приспособления (Таблица 39).

**Таблица 39.** Результаты расчетов скорости приспособления для крупных компаний с учетом ESG

	Зависимая переменная Lev: (отношение долга к активам D/A)		
	Россия	Китай	Бразилия
Независимые переменные:			
$c_1$	-0,009*	0,001	-0,22*
ESG	0,0013**	-0,003**	-0,003
Отношение к окружающей среде (Environmental)	0,0028*	-0,002	0,0002***
Социальная политика (Social)	-0,0005	-0,0014	-0,0009
Качество управления компанией (Governance)	0,0016*	-0,0012	-0,003
Предыдущее значение левереджа Lev <sub>-1</sub>	0,169*	-0,16*	-0,27*

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов модели коррекции остатков

В результате эмпирически показано, что *улучшение индикаторов устойчивого развития ESG способствует росту скорости приспособления*. Для компаний, демонстрирующих высокие ESG, ускоряется возврат системы к равновесию, структуры капитала к целевому значению. Таким образом, оценка скорости приспособления для компаний на разных стадиях жизненного цикла способствует расширению представлений о приоритетности «медленных» или «быстрых» источников финансирования. Такие выводы использованы далее для предложенных матриц источников финансирования.

### **3.3. Системно-интеграционный подход к стратегии финансирования компаний как к системе в методологическом и прикладном аспекте**

В предыдущих главах диссертации обосновано, что компании ориентируются на копирование структуры капитала или использование наиболее доступных источников финансирования, как правило, не учитывается траектория развития компании и существенное влияние следования устойчивому развитию, в том числе, в прикладные модели не вводятся факторы ESG – это определяет несистемность подхода к разработке стратегий финансирования.

В связи с этим, в диссертации поставлена и решена актуальная проблема недостаточной разработанности подхода к исследованию и формированию стратегий финансирования компаний, решение проблемы достигается развитым и предложенным соискателем научным

подходом. Для этого были обоснованы, исследованы и эмпирически оценены взаимосвязи между выделенными компонентами стратегии финансирования компании: структурой капитала, особенностями агентских отношений, индикаторами устойчивого развития ESG, стадиями жизненного цикла (Рисунок 29). Обоснованность и системность таких связей используется для формулировки теоретико-методических положений к разработке стратегий финансирования.



**Рисунок 29.** Стратегия финансирования компаний с точки зрения взаимосвязей между ее компонентами

*Источник:* построено соискателем

Далее раскрыты установленные и доказанные эмпирически связи между выделенными компонентами стратегии финансирования компании:

- *Особенности агентских отношений:* структура собственности и структура Совета директоров – со следованием компаниями устойчивому развитию, измеряемому посредством метрик ESG. (Присутствие крупных собственников, независимых директоров и женщин в Совете директоров компании характеризуют гармонизацию агентских отношений и способствуют росту ESG результатов компании).
- *Особенности агентских отношений:* структура собственности и структура Совета директоров – со структурой капитала компании. (Присутствие крупных собственников, большое число директоров в Совете, в том числе независимых, способствует росту долга в структуре капитала).

- *Особенности агентских отношений*: структура собственности и структура Совета директоров – со стадиями жизненного цикла. (Показано, что агентские отношения меняются в зависимости от стадий жизненного цикла).
- *ESG результаты компаний – со стоимостью и структурой капитала*. (Если компания следует устойчивому развитию, то для нее снижаются затраты на капитал – стоимость компании, растет финансирование).
- *Стадии жизненного цикла – с ESG результатами компаний*. (Зрелые компании демонстрируют более высокие ESG результаты).
- *Структура капитала – на стадиях жизненного цикла* (Высокая доля долга ограничивает/стимулирует вероятность перехода компании на новую стадию ее жизненного цикла).

На основе теоретических разработок и результатов эмпирического исследования представлена методика разработки стратегий финансирования, результатом которой является матрица приоритетных источников финансирования в зависимости от стадий жизненного цикла, агентских особенностей, следования компанией устойчивому развитию.

**Первая часть методики разработки стратегий финансирования представлена на Рисунке 30.1:**

- ✓ Прежде всего, определяется, есть ли у компании потребность в привлечении финансирования. Для компании такая потребность обусловлена активизацией роста.
- ✓ На следующем этапе проводится оценка вида деятельности компании. Отраслевой фактор оказывает заметное воздействие. К примеру, у компаний ритейла допустимо более высокое, нежели в индустрии, отклонение структуры капитала от целевой и более высокие значения заемного капитала в структуре финансирования.
- ✓ Принимается во внимание фактор размера, так как он связан с доступностью источников капитала, а также со спецификой агентских проблем для малых и крупных организаций, как установлено в диссертации.
- ✓ Определяется стадия жизненного цикла компании при помощи комплекса показателей, включая динамику финансовых показателей, направления денежных потоков.
- ✓ Проводится оценка влияния особенностей агентских отношений в компании на ее результативность и привлечение нового финансирования. Возникающие агентские противоречия варьируются по стадиям жизненного цикла компании. К примеру, на стадии медленного роста для малых компаний характерно наличие конвергенции интересов ее основателей, предпринимательская инициатива, но может возникать проблема лидерства. У крупных фирм на этой стадии проявляется высокая асимметрия информации, высокая концентрация собственности. В малых компаниях отделение управления от собственности происходит на более поздних стадиях цикла в отличие от крупных организаций. Для компаний,

действующих в недостаточно развитой институциональной среде, предполагается высокая роль «сильного» собственника в дальнейшем развитии.

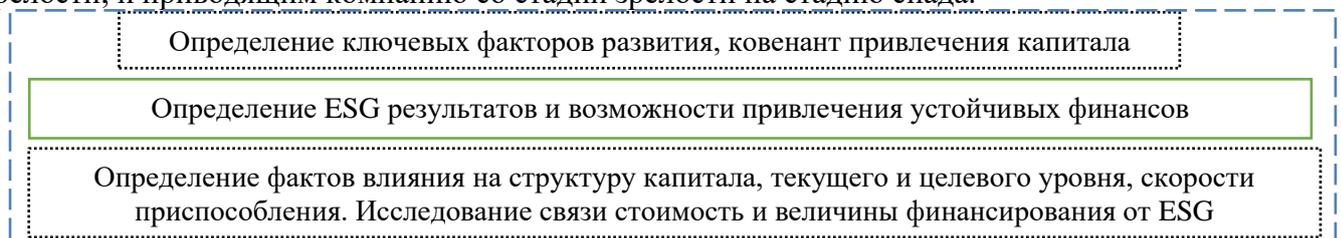


**Рисунок 30.1.** Первый этап методики разработки стратегий финансирования компаний на основе системного подхода

*Источник:* построено соискателем

**Вторая часть методики разработки стратегий финансирования представлена на Рисунке 30.2:**

✓ От стадии к стадии жизненного цикла различаются ключевые ориентиры развития, на достижение которых нацелены управляющие и собственники. Обосновано и доказано эмпирически, что преимущественно операционные показатели и факторы рентабельности ускоряют движение по кривой жизненного цикла для малых компаний. Для крупных фирм, в отсутствие значительного снижения операционных показателей, изменение структуры капитала и активное наращивание долга преимущественно является драйвером перехода со стадии медленного роста на стадию бурного роста, но ограничивающим фактором – на стадии зрелости, и приводящим компанию со стадии зрелости на стадию спада.



**Рисунок 30.2.** Методика разработки стратегий финансирования компаний на основе системного подхода

*Источник:* построено соискателем

✓ Особенности агентских отношений выступают нефинансовым драйвером в следовании компаниями ЦУР и в улучшении ESG. Далее для таких компаний с высокими ESG выше доступность привлечения финансирования, ниже риски и, в целом, ниже стоимость капитала. С позиции устойчивого развития, ESG выступает ковенантом привлечения устойчивых финансов.

**Третья часть методики разработки стратегий финансирования и матрица приоритетных источников финансирования представлена на Рисунке 30.3:**

- ✓ Исследование структуры капитала представляет собой значимую роль в разработке стратегий финансирования компаний. Обоснована и доказана различная скорость приспособления для малых и крупных компаний в зависимости от стадии жизненного цикла, что позволяет строить прогнозы и различные сценарии. Если скорость приспособления «высокая», то возможно использование долгосрочных источников капитала, если «медленная», то, наоборот, требуются источники, быстрые по сроку привлечения.
- ✓ Стратегии финансирования компаний являются не идентичными при волатильности структуры капитала компании. Если левередж, характеризующий структуру капитала, выше целевого значения, в таком случае стоит снизить заемное финансирование в компании: обслуживать уже имеющийся долг, выплачивать проценты, использовать нераспределенную прибыль или, если компания является развитой, выпускать внешний собственный капитал. Если левередж ниже целевого значения и у компании есть финансово-экономическая устойчивость, то наращивается заемное финансирование. Приоритетные источники финансирования представлены соискателем в виде матрицы квадрантов, где оси – низкая или высокая скорость приспособления и отклонение текущего левереджа (Lev) выше или ниже.

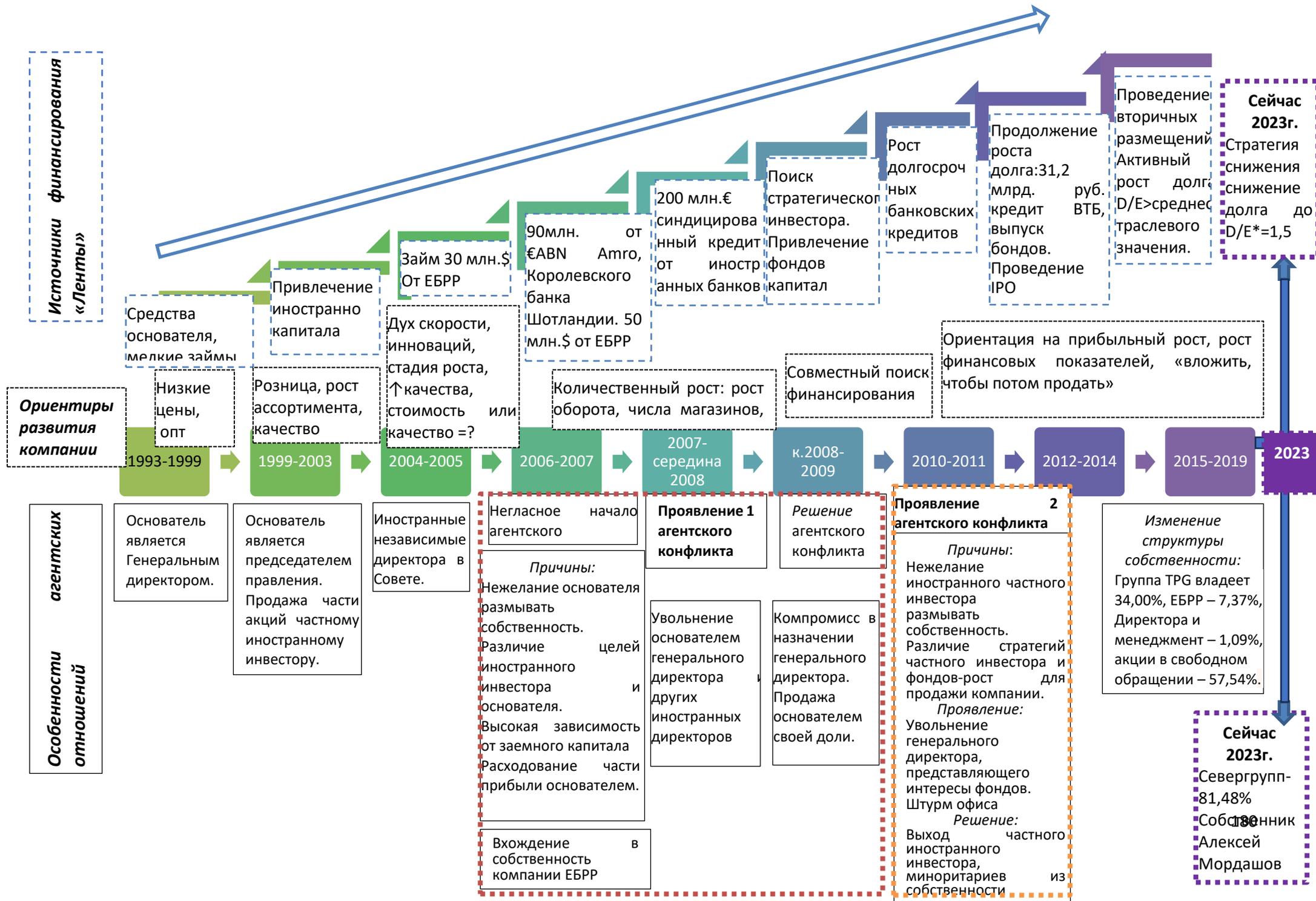


**Рисунок 30.3.** Методика разработки стратегий финансирования компаний на основе системного подхода

*Источник:* построено соискателем

Представленная методика применима для большинства нефинансовых компаний. Когда собственники и менеджмент, зная о потенциальных агентских проблемах и предпочтительных источниках финансирования на стадиях жизненного цикла, могут более детально прорабатывать стратегии компании.

Далее методика разработки стратегии финансирования применена для компании МКПАО «Лента». Выбор компании молодым возрастом компании, обусловлен яркими открытыми агентскими конфликтами и различной приоритетностью источников финансирования на разных стадиях ее жизненного цикла (более подробно исследование представлено в статье соискателя, Красильникова, 2018b). Выбор компании обусловлен особенностями агентских отношений, в том числе высокой концентрацией собственности и наличием открытых и представительных агентских конфликтов на разных стадиях жизненного цикла, а также – высоким леведреджем, превышающим среднеотраслевые значения. Выбор такой компании позволяет наглядно продемонстрировать изменение особенностей агентских отношений и источников финансирования по мере прохождения компанией разных стадий жизненного цикла, а также – оценить эмпирически вероятность нахождения на стадиях жизненного цикла. Наличие крупного собственника и ориентация на стабильный рост обусловили снижение долговой нагрузки на практике, что объясняется далее научными выводами соискателя. По мере развития компании представлены предпосылки возникновения агентских противоречий, показаны особенности агентских отношений: модификация структуры собственности и Совета директоров, показаны ключевые цели и источники финансирования. Подробнее связи особенностей агентских отношений и предпочтительных источников финансирования на стадиях жизненного цикла представлены на Рисунке 31.



**Рисунок 31.** Агентские отношения и источники финансирования на стадиях жизненного цикла компании «Лента»

*Источник:* построено соискателем

Более подробно особенности агентских отношений, в том числе агентские конфликты и способы финансирования в компании МКПАО «Лента» представлены в Приложении 8.

Далее в соответствии с Рисунком 24 (динамические связи между компонентами стратегии финансирования компании) и Рисунком 30 (методика разработки стратегий финансирования) для конкретной компании МКПАО «Лента» представлена методика выбора приоритетных источников финансирования (Рисунок 32). Прежде всего, определяется, потребность «Ленты» в привлечении финансирования. На следующем этапе проводится оценка вида деятельности компании: для ритейла допустимо более высокое, нежели в индустрии, отклонение структуры капитала от целевой и более высокие значения заемного капитала в структуре финансирования.

**Шаг 1 в разработке стратегии финансирования для «Ленты».** Определено нахождение компании на стадии жизненного цикла (Таблица 40). Базовая методика Ж. Энтона и К. Рамеш не применима: нет дивидендов, молодой возраст компании (характеризует стадию роста), низкие капитальные затраты (характеризуют стадию зрелости или спада), средний рост продаж (характеризует стадию зрелости) – признаки разных стадий жизненного цикла.

Согласно методике В. Дикинсон о знаках потоков от деятельности, «Лента» находится на стадии роста. В компании генерируется положительный поток от операционной деятельности; отрицательный поток от инвестиционной деятельности в силу увеличения капитальных затрат, приобретение основных средств, оборудования, нематериальных активов, что превосходит продаваемые активы; знак денежного потока от финансовой деятельности не является постоянным, отрицательный знак, если преобладают выплаты по заемному капиталу.

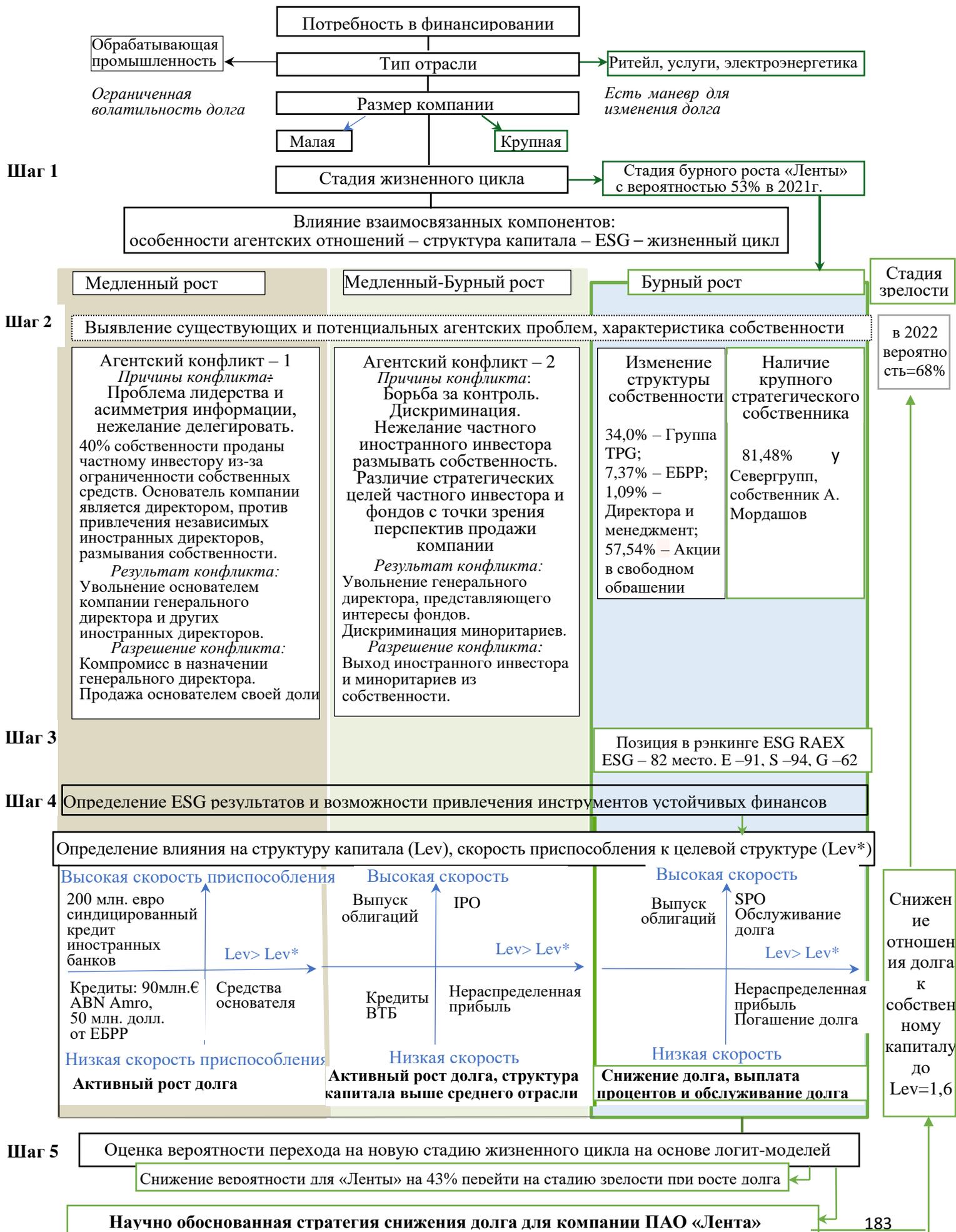
Практическое приложение выводов о связи агентских отношений и источников финансирования на стадиях жизненного цикла и построенных соискателем моделей определило закономерность движения «Ленты» по кривой ее жизненного цикла. На основе построенных и оцененных логит-моделей (Параграф 3.1.1. Главы 3) и реальных данных из отчетности компании выявлено, что в 2015г. с вероятностью 74 % «Лента» находится на стадии «*бурного роста*» (26% вероятность нахождения на стадии «*зрелости*»). В 2022 г. вероятность нахождения «Ленты» на стадии «*бурного роста*» снизилась до 32% (68% вероятность нахождения на стадии «*зрелости*») (Таблица 40). В 2023г. в условии роста леввереджа вероятность нахождения «Ленты» на стадии «*бурного роста*» повысилась. Как показали результаты тестирования существующих методик, предложенная соискателем методика превосходит ряд известных базовых методик в определении стадии жизненного цикла для апробируемой компании.

**Таблица 40.** Позиции МКПАО «Лента» на стадиях жизненного цикла согласно традиционным методикам и расчетам соискателя на основе логит-моделей и реальных данных из отчетности

Характеристики жизненного цикла	Стадии жизненного цикла								
	Методика Ж. Энтони и К. Рамеш								
	Данные «Ленты»	Рост	Зрелость				Спад		
Рост продаж	6%	Высокий	Средний				Низкий		
Расходы на основной капитал	3%	Высокие	Средние				Низкие		
Дивиденды	Нет	Низкие	Средние				Высокие		
Возраст	30	Низкий	Средний				Высокие		
Выводы	Определение нахождения Ленты на стадии жизненного цикла затруднительно								
	Методика В. Дикинсон								
	Зарождение	Рост	Зрелость	Турбулен- тность 1	Турбулен- тность 2	Турбулен- тность 3	Спад 1	Спад 2	
Денежный поток от операционной деятельности	-	+	+	-	+	+	-	-	
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-	-	-	-	+	+	+	-	
Денежный поток от финансовой деятельности	+	+	-	-	+	-	+	-	
Выводы	Лента находится на стадии роста жизненного цикла. Но знак потока от финансовой деятельности часто изменяется, что определяет краткосрочность изменения нахождения на стадии роста и на стадии зрелости								
	Методика соискателя на основе построенных логит-моделей								
			Бурный Рост	Зрелость				Спад	
Вероятность нахождения на стадии жизненного цикла	Низкая вероятно- сть	2015	74%	26%				Низкая вероятность	
		2021	53%	47%					
		2022	32%	68%					
Выводы	Подтверждена вероятность нахождения компании на стадии «бурного роста» (в условии роста левереджа) и на стадии «зрелости» (в условии снижения левереджа)								



Источник: составлено на основе исследования и расчетов соискателя



**Рисунок 32.** Применение методики соискателя по разработке стратегий финансирования для МКПАО «Лента»

*Источник:* построено соискателем

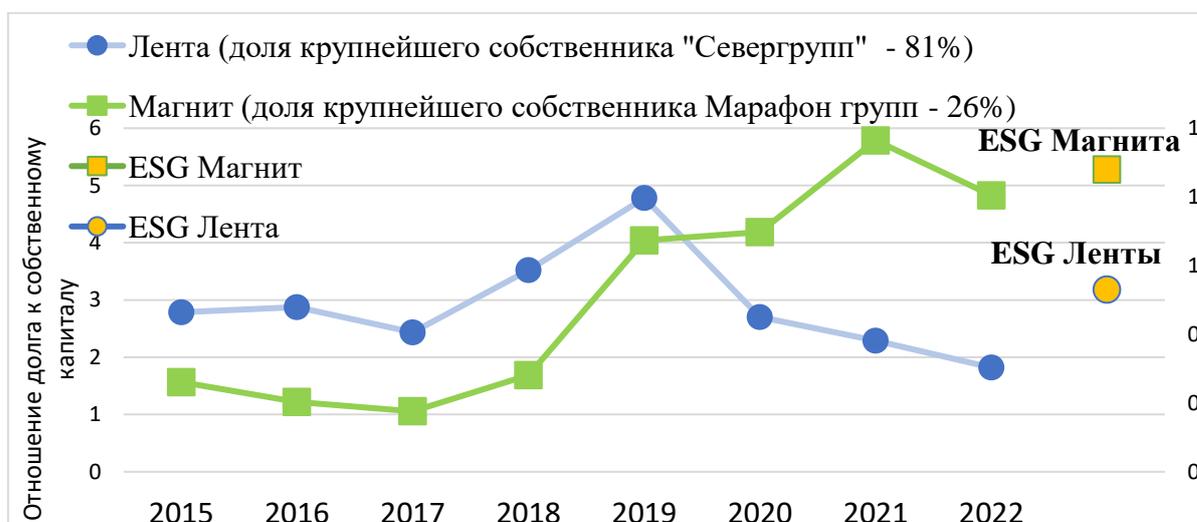
**Шаг 2 в разработке стратегии финансирования для «Ленты».** Оценка влияния особенностей агентских отношений на результативность и привлечение нового финансирования на стадии «медленного» роста, «бурного роста» (Рисунок 32). На стадии «медленного» роста из-за ограниченности собственных средств привлечен иностранный частный инвестор. Это расширило доступ к внешнему заемному зарубежному финансированию – привлечены крупные кредиты иностранных банков, левередж (отношение долга к собственному капиталу компании) стал выше среднего по отрасли. Первый агентский конфликт вызван расхождением интересов и борьбой за лидерство крупного российского собственника-основателя и иностранного собственника, когда основатель был против большого числа иностранных директоров в Совете. Решением конфликта стал компромисс в назначении отечественного директора и продажа собственником своей доли.

Второй агентский конфликт обусловлен вхождением в собственность инвестиционных фондов с целью последующей продажи части компании. Фонды были склонны к привлечению заемного финансирования, и доля долга в структуре капитала превышала среднеотраслевые значения. В результате были ущемлены интересы мелких отечественных миноритариев, которые были вынуждены выйти из собственности «Ленты». В настоящее время 81% акций аккумулированы у крупного отечественного стратегического собственника. Однако размер Совета директоров небольшой, при этом независимые иностранные директора покинули компанию в 2022г. Согласно позиции генерального директора компании, приоритетом является снижение долговой нагрузки и выплата процентов по имеющемуся долгу, левередж компании находился в 2022г. ( $Blev=1,62$ ) на отраслевом уровне. Однако в 2023 г. возросли долгосрочные обязательства в 4 раза, что значительно повысило левередж. В структуре долга так же существенную долю занимают арендные платежи (35,7%), долгосрочный долг (44,8%), краткосрочный долг (19,5%).

Полученные в диссертации оценки скорости приспособления текущей структуры капитала к целевой ( $Lev \rightarrow Lev^*$ ) на разных стадиях жизненного цикла позволяют выполнять прогнозы и строить различные сценарии роста и развития компании. Если скорость приспособления высокая, можно использовать долгосрочные источники капитала; если низкая, то, напротив, требуются источники, быстрые по сроку привлечения. На стадии «медленного роста» «Ленты» используются «быстрые» средства собственников, которых недостаточно, и более «медленные» синдицированные кредиты иностранных банков. На стадии «бурного роста» «Ленты» проводится вторичное размещение акций (SPO), что не размывает собственность и

является «медленным» инструментом, выпускаются облигации, что также происходит не быстро, но снижается доля долга, выплачиваются проценты по долгу (Рисунок 32).

**Шаг 3 и Шаг 4 в разработке стратегии финансирования для «Ленты».** Для компании «Лента» хуже ESG результаты, чем у конкурентов. Согласно НРА<sup>85</sup>, ESG-рэнкинг «Ленты» составляет 0,53; «Магнита» – 0,88; X5 Retail Group – 0.83. Согласно Эксперт РА<sup>86</sup> ESG-рэнкинг «Ленты» равен 0,35; X5 Retail Group – 1,8. Согласно рэнкигу RAEX, «Лента» занимает 82 место, а «Магнит» –38 место. В меньшей степени такие оценки влияют на привлечение внешнего финансирования для «Ленты». Несмотря на то, что у «Ленты» левередж был выше конкурентов, в настоящее время продолжается его снижение (Рисунок 33). Но в 2023г. выросли долгосрочные кредиты, что повысило левередж.



**Рисунок 33.** Динамика левереджа компаний ритейла и ESG результативность

*Источник:* построено соискателем на основе апробации логит-моделей и реальных данных «Ленты» и «Магнита»

**Шаг 5 в разработке стратегии финансирования для «Ленты».** На основе апробирования построенных логит-моделей, расчета производной и подставления реальных данных из отчетности выявлено, что при увеличении отношения долга к собственному капиталу вероятность перехода компании «Лента» со стадии «бурного роста» на стадию «зрелости» снижается до 43% (Красильникова, 2020).  $f(z(\overline{lev})) * \beta_{lev} = \frac{e^{-z}}{(1+e^{-z})^2} * (\beta_{lev}) = \frac{0,46}{(1+0,46)^2} * (-2) = -0,43$  Но рост долга в 2023г. определяет то, что вероятность нахождения на стадии «бурного роста» повышается.

Кроме того, нахождение компании на стадии бурого роста невозможно бесконечно долго в силу возникновения пределов роста. В результате, полученные соискателем оценки о

<sup>85</sup> ESG-Рэнкинге российских компаний потребительского сектора и сектора нефинансовых услуг // URL: <https://www.ra-national.ru/renkingi/esg-rjenkingi-rossijskih-kompanij-potrebitelskogo-sektora-i-sektora-nefinansovyh-uslug/> (дата обращения 11 сентября 2023)

<sup>86</sup> Отраслевые рэнкинги ESG// URL: <https://raexpert.ru/rankingtable/esg/2023/tab2/> (дата обращения 12 сентября 2023)

приоритетности снижения долговой нагрузки подтверждаются действиями и приоритетами менеджмента компании по ориентации на снижение левереджа ( $Lev=1,5$ ) на практике.

### **Основные выводы Главы 3**

Предлагаемая методика разработки стратегий основана на системном подходе к стратегии финансирования, требующего детального изучения взаимосвязей между компонентами стратегии и учета полученных закономерностей. Результаты исследования взаимосвязей между компонентами стратегии финансирования, обоснование соответствующих теоретико-методических положений по ее разработке и апробация приложения – позволяют определять приоритетные источники финансирования с учетом установленных закономерностей.

В Главе 3 приведена апробация разработанной системно-интеграционной методики к формированию стратегий финансирования компаний. Исследованы особенности финансирования компаний, выявлены принципиальные различия и драйверы развития для малых и средних организаций по сравнению с крупными. Выявлены финансово-экономические факторы, комбинация которых характеризует стадии жизненного цикла компании, вычислена вероятность нахождения компании на исследуемой стадии жизненного цикла по сравнению с базовой. Установлена динамика такой вероятности при изменении левереджа. Для малых и средних компании преимущественно маржинальность и операционные результаты деятельности характеризуют нахождение компании на стадии жизненного цикла. Для крупных компаний, при прочих равных, увеличение долговой нагрузки и левереджа ускоряет переход компании со стадии медленного роста на стадию бурного роста, приводит компанию со стадии зрелости на стадию спада, но тормозит ее переход со стадии бурного роста на стадию зрелости.

Соискателем диссертации обосновано, что при разработке стратегий финансирования следует учитывать различия в факторах, определяющих долгосрочное равновесие структуры капитала, а также ориентироваться на различную скорость приспособления и подстройки (соответственно и периода восстановления равновесия динамической структуры капитала) на разных стадиях жизненного цикла. Соискателем обоснована и определена различная скорость приспособления структуры капитала для малых и крупных компаний.

С позиции устойчивого развития дополнены такие ковенанты привлечения финансирования, как Environmental, Social, Governance результаты компаний. Эмпирически доказано, что улучшение ESG результатов компании повышает скорость приспособления ее структуры капитала к целевым ориентирам. Это усиливает актуальность учета ESG факторов в рамках разработки стратегий финансирования, поскольку расширяют потенциальные способы привлечения капитала.

Соискателем диссертации обоснованы и продемонстрированы методические подходы к разработке стратегий финансирования: представлена и апробирована методика выбора

источников финансирования в зависимости от исследованных в диссертации взаимосвязей: структуры капитала, особенностей агентских отношений, стадий жизненного цикла и индикаторов устойчивого развития ESG.

Доказана пригодность подхода, путем апробации для конкретной компании; научно-обоснованная стратегия финансирования подтверждается действиями менеджмента на практике. Для компании МКПАО «Лента» получены следующие результаты:

1) показана динамика особенностей агентских отношений, определены отличные от традиционных представлений агентские противоречия на стадиях медленного и бурного роста, показано влияние предпочтений собственников на привлечение финансирования;

2) представлена матрица приоритетных инструментов финансирования, которые соответствуют используемым источникам финансирования компанией на практике;

3) на основе применения построенных логит-моделей и реальных данных компании в 2021г. установлена 53% вероятность нахождения «Ленты» на стадии бурного роста, в 2022 г. вероятность нахождения на стадии бурного роста снизилась до 32%, преобладает вероятность нахождения на стадии зрелости. В том числе, снижение левереджа повысило вероятность перехода «Ленты» на стадию зрелости. Полученные научные выводы соответствуют действиям менеджмента по снижению долговой нагрузки на практике.

## **Заключение**

Результаты диссертации вносят вклад в развитие концепции финансирования компаний за счет обоснования положений нового научно-методического подхода к исследованию и к разработке стратегий финансирования: 1) определены взаимосвязи между существенными компонентами стратегии: структурой капитала, особенностями агентских отношений, стадиями жизненного цикла, индикаторами устойчивого развития; 2) создана методика разработки стратегии финансирования, результатом которой является матрица приоритетных источников финансирования на стадиях жизненного цикла компании. Предлагаемый подход и методика разработки стратегий финансирования релевантны для большинства компаний, показано применение для конкретной российской компании.

Стратегия финансирования является одним из ключевых параметров долгосрочного развития компаний и прироста благосостояния акционеров, в особенности, для компаний, действующих на развивающемся рынке капитала, в том числе для России – в условиях ограничений и барьеров в привлечении вложений, недостаточности средств у собственников. Основные практические проблемы финансирования российских компаний по-прежнему связаны с низкой доступностью зарубежных рынков капитала, высокой стоимостью отечественных заемного капитала, ограниченностью привлечения сложных инструментов финансирования для компаний, которые находятся на разных стадиях жизненного цикла. Доказано, что для компаний, следующих принципам устойчивого развития и улучшающих ESG результаты снижается стоимость капитала (затраты компании на используемый капитал) и увеличиваются общие показатели финансирования. В результате, индикаторы устойчивого развития выступают дополнительными ковенантами и значимыми компонентами в разработке стратегий финансирования. Однако, как правило, менеджмент компании не руководствуется стратегическими представлениями о стратегиях финансирования, не исследуют потенциальные агентские проблемы и перспективы развития компании в контексте жизненного цикла, недоучитывают ковенанты устойчивого развития. Методика разработки стратегий финансирования предполагает более широкое исследование, нежели изучение факторов, влияющих на леввередж. Тем не менее, анализ структуры капитала выступает ключевым компонентом в исследовании финансирования.

***В диссертации поставлена и решена актуальная научная проблема: развит целостный научно-методический подход и инструментарий разработки стратегий финансирования компаний. Такой системный подход, в отличие от существующих, более полно представляет научное понимание стратегии финансирования компаний.***

*Отличительной особенностью является идентификация системных взаимосвязей между компонентами стратегии финансирования: структурой капитала, особенностями агентских отношений, индикаторами устойчивого развития ESG, стадиями жизненного цикла компании:*

**Особенности агентских отношений в компании – структура капитала.** Для крупных публичных нефинансовых российских компаний выявлено значимое существенное стимулирующее воздействие концентрации собственности и государственного участия на повышение заемного финансирования – увеличение леввереджа, прокси-переменной, которая представляет отношение долга к активам или собственному капиталу и характеризует структуру капитала компании. Структура Совета директоров так же способствует расширению источников финансирования. По мере роста числа директоров увеличивается долговая нагрузка, однако слишком высокое число директоров может свидетельствовать о неэффективности Совета, значительных различиях в интересах, что понижает долговую нагрузку компании.

**Особенности агентских отношений – жизненный цикл компании.** Представлено изменение особенностей агентских отношений: структуры собственности компании и Совета директоров, а также расширение инструментов финансирования компаний на разных стадиях жизненного цикла. Выделены различия особенностей агентских отношений и предпочтительных источников финансирования для малых и средних компаний на стадиях жизненного цикла.

**Особенности агентских отношений – индикаторы устойчивого развития ESG.** Соискателем представлено соответствие Целей устойчивого развития (ЦУР) приоритетам Environmental, Social, Governance (ESG) с соответствующими результатами для компании. Обосновано, что гармонизация агентских отношений служит нефинансовым драйвером в следовании устойчивому развитию, определяемому через улучшение ESG результатов. Установлено *позитивное значимое влияние концентрации собственности российских компаний на улучшение общего индикатора устойчивого развития ESG*, а также – на окружающую среду (*E*) и гармонизацию агентских отношений (*G*), но отмечается отрицательное незначимое влияние на результаты в социальной политике компании (*S*). Определено *отрицательное влияние государственного участия в структуре собственности на ESG*. Что может быть объяснено нелинейностью воздействия: государственные компании могут менее гибко реагировать на рекомендации устойчивого развития. Определены различия влияния структуры Совета директоров на ESG для компаний на разных рынках капитала. В европейских и американских компаниях численность Совета директоров преимущественно влияет на окружающую среду (*E*), в японских – на качество управления и гармонизацию агентских отношений (*G*). В японских и российских компаниях наличие женщин в Совете директоров способствует улучшению социальной политики (*S*), в американских и европейских – повышению качества управления и гармонизации агентских отношений (*G*). Непосредственно для российских компаний выявлено, что *размер Совета директоров нелинейно воздействует на ESG*: по мере роста директоров улучшаются ESG результаты, но чрезмерное число директоров может привести к различию

целей и затруднить управление и снизить ESG и отдельные индикаторы (*E*), (*S*), (*G*). Получено положительное значимое влияние *независимых директоров* на рост *ESG результатов* компании.

***Индикаторы устойчивого развития ESG – стоимость и структура капитала компании.*** *Стоимость привлекаемого капитала снижается* для компаний, следующих принципам устойчивого развития и демонстрирующих *высокие ESG результаты*. Для компаний на развитом рынке улучшение отношения к окружающей среде (*E*) преимущественно снижает стоимость долга, а повышение качества управления (*G*) косвенно способствует снижению стоимости собственного капитала. На развивающемся рынке индикатор (*G*) преимущественно влияет и на стоимость долга, и стоимость собственного капитала. Для российских крупных публичных нефинансовых компаний так же доказано, что качество управления (*G*) в большей степени понижает стоимость собственного капитала, а улучшение отношения к окружающей среде (*E*), напрямую влияет на снижение ставок по заемного капиталу и снижает стоимость долга. Также улучшение ESG оказывает смягчающую роль на снижение рисков. Кроме того, *рост ESG повышает леввередж, а также – привлечение внешнего финансирования* российскими компаниями. В результате декомпозиции установлен разный характер воздействия: улучшение раскрытия информации об экологической политике и о влиянии на окружающую среду (*E*) преимущественно влияет на капитализацию, раскрытие информации о качестве управления и гармонизации агентских отношений (*G*) – на долг.

***Стадии жизненного цикла компании – ESG результаты.*** Установлено, что нахождение компании на стадии зрелости повышает ESG результаты, в отличие от нахождения на стадии бурного роста.

***Структура капитала – стадии жизненного цикла.*** Установлены закономерности перехода компании по кривой жизненного цикла (в зависимости от изменения структуры капитала и финансово-экономических факторов) на базе построенных логистических регрессий для крупных, малых и средних российских компаний. Результаты оценок логит-моделей показали существенное влияние доли долга в структуре капитала (прокси леввередж) на вероятность продвижения по кривой жизненного цикла для крупных компаний. Рост доли долга по отношению к собственному капиталу на стадии *«медленного роста»* повышает вероятность для компании оказаться на стадии *«бурного роста»*. Рост доли долга на стадии *«бурного роста»*, напротив, оказывает иное влияние – тормозит вероятность перехода компании со стадии *«бурного роста»* на стадию *«зрелости»*. Рост доли долга на стадии *«зрелости»* приводит компанию к стадии *«спада»*.

Результаты оценок логит-моделей для малых и средних компаний определили преобладающее стимулирующее влияние рентабельности активов и маржи операционной

прибыли на вероятность оказаться на стадии *«бурного роста»*. Ухудшение данных факторов приведет компанию со стадии *«бурного роста»* к *«кризису»*.

Таким образом, соискателем определено и эмпирически установлено наличие взаимно обусловленных связей и зависимостей в тетраде существенных компонентов стратегии финансирования: «структура капитала и источники финансирования – особенности агентских отношений – индикаторы устойчивого развития ESG – стадии жизненного цикла». Обоснованность и системность таких связей используется в формулировке теоретико-методических положений к разработке стратегий финансирования, в предложенной методике разработки стратегий финансирования. В диссертации детально проработан спектр доступных источников финансирования на разных стадиях жизненного цикла с учетом скорости приспособления к целевой структуре капитала, в зависимости от ориентиров развития компаний, ее финансово-экономического положения.

Применение предлагаемой системно-интеграционной концепции к конкретной компании выявляет новые аспекты агентских противоречий и изменяющихся источников финансирования, закономерности изменения долга при движении по кривой жизненного цикла. Предлагаемая матрица выбора источников финансирования по стадиям жизненного цикла подтверждается практическими результатами стратегии финансирования и действиями менеджмента МКПАО «Ленты».

В результате, системный подход к теоретико-методическим основам исследования стратегий финансирования позволяет решить проблему фрагментарности и разрозненности аспектов исследования финансирования, учитывать взаимосвязи между существенными компонентами стратегии, что привносит синергетический эффект. Подход соискателя позволяет расширить представления о финансировании на основе традиционно используемой теории структуры капитала, как простого соотношения собственного и заемного капитала, а также – учесть дополнительные компоненты стратегии: особенности агентских отношений, индикаторы устойчивого развития ESG, стадии жизненного цикла в разработке стратегий финансирования компаний. Доказана пригодность подхода, путем апробации для конкретной компании; научно-обоснованная стратегия подтверждается действиями менеджмента на практике. Дальнейшее исследование будет направлено на обоснование и детальную проработку обоснования и эмпирического изучения инструментов устойчивых финансов в зависимости от особенностей агентских отношений, стадий жизненного цикла, контрольных факторов для российских компаний; на развитие теоретических основ и методологии устойчивых финансов.

## Список литературы

### Литература на русском языке:

1. Авдашева С. Б., Голикова В. В., Долгопятова Т. Г., Ивасаки И., Яковлев А. А. Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях. Серия "Независимый экономический анализ" № 180/ Науч. ред.: Т. Г. Долгопятова М.: МОНФ. – 2006
2. Аганбегян А.Г. Возрастающий корпоративный долг перед иностранными инвесторами - "петля на шее" национальной экономики // Деньги и кредит. - 2013. - N 3. - С.3-8
3. Агентство политических и экономических коммуникаций (АПЭК). URL: <http://www.oilcapital.ru/company/141075.html>; <http://www.oilcapital.ru/company/281671.html>
4. Бабкин А.В., Малевская-Малевиц Е.Д. Влияние социально-ответственного инвестирования на стоимость инновационно-активных промышленных предприятий // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. – 2021. – Том 14 - № 4.
5. Батаева Б.С., Кокурина А.Д., Карпов Н.А. Влияние раскрытия ESG-показателей на финансовые результаты российских публичных компаний // Управленец. – 2021. – Том 12. – № 6.
6. Батаева Б.С., Карпов Н.А. Влияние факторов корпоративного управления на уровень раскрытия ESG-информации российскими публичными компаниями // Управленец. – 2023. – Том: 14. – Номер: 3. – С. 30-43.
7. Березинец И.В., Размочаев А., Волков Д. Финансовые решения российских компаний: результаты эмпирического анализа // Вестник Санкт-Петербургского Университета. – 2010. – Выпуск 1. – с. 3-26.
8. Берзон Н.И., Теплова Т.В., Григорьева Т.И. Корпоративные финансы: учебное пособие для вузов / под общей редакцией Н. И. Берзона. — 2-е изд. — Москва: Издательство Юрайт. – 2024. — 229 с.
9. Бланк И.А. Финансовая стратегия предприятия: учебник – К.: Эльга, Ника-Центр, 2006. – 520 с.
10. Блохин А.А., Ломакин-Румянцев И.В., Наумов С.А. Альфа-бизнес на российском продовольственном рынке // Экономические стратегии. – 2019. – Т. 21. – № 6 (164). – С. 68-77
11. Блохин А.А., Кувалин Д.Б. Глобальные вызовы для системы стратегического планирования в России // Проблемы прогнозирования. – 2023. – № 3 (198). – С. 24-41.
12. Бобылев С.Н., Кудрявцева О.В., Соловьева С.В., Ситкина К.С. Индикаторы экологически устойчивого развития: региональное измерение // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. – 2018. – (2). – с.21-33.
13. Бобылев С.Н. Экономика устойчивого развития. Москва: КНОРУС. – 2021. — 672 с.
14. Богданов А.А. Тектология: Всеобщая организационная наука. М.: Финансы.–2003. —496 с.
15. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — М.: Олимп-бизнес, 1997. — С. 486
16. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. / Р. Брейли, С. Майерс.— 2-е изд. — М.: Олимп-Бизнес, 2012
17. Брихгем Ю., Гапенски Л., СПб.: Экономическая школа. – 1997. – Т.1.-497 с.; Т.2 -669 с.
18. Булгаков А.Л., Смирнов С.Д. Влияние ESG-рейтингов на ценообразование облигаций российских эмитентов // Инновации и инвестиции. – 2021. – № 1. – с. 130-135.
19. Быкова А. А., Молодчик М. А., Шамилова Е. Г. Концентрация собственности как механизм корпоративного управления в российских публичных компаниях: влияние на финансовые результаты деятельности // Прикладная эконометрика. – 2017. – т. 45. – С. 50–74.

20. Ван Хорн Дж.К., Вахович Дж.М. Основы финансового менеджмента. 12-е изд. - М.: "И.Д. Вильямс". - 2008. — 1232 с.
21. Гайфутдинова Н.С., Кокорева М.С. Влияние поведенческих аспектов на структуру капитала российских публичных компаний // Корпоративные Финансы. – 2011. – № 3. – (19). – С. 44-58.
22. Головнин М.Ю. Финансовые риски для развития мировой экономики в краткосрочной перспективе // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2023. – 239. – с. 366-378.
23. Демешев Б. Б., Тихонова А. С. Динамика прогнозной силы моделей банкротства для средних и малых российских компаний оптовой и розничной торговли // Корпоративные финансы. – 2014. – Т. 31. – № 3. – С. 4-22
24. Дзарасов Р. Новоженев Д. Крупный бизнес и накопление капитала в современной России. Изд. 2-е. - М.: Книжный дом "ЛИБРОКОМ". – 2009. - 512 с.
25. Дмитриевская Е.А., Ивашковская И.В., Макеева Е.Ю. Влияние персональных характеристик CEO на ESG эффективность компании // XXIII Ясинская международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества. – 2022.
26. Долгопятова Т.Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. – 2004. – Т. 2. – № 2. – С. 3–26.
27. Долгопятова Т. Г., Уварова О. М. Эволюция отношений собственности в российской промышленности: факторы, тенденции и влияние на деятельность предприятий / НИУ ВШЭ. Серия WP1 "Институциональные проблемы российской экономики". – 2005. – № 05.
28. Долгопятова Т. Г. Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления? // Российский журнал менеджмента. – 2007. –Т. 5. – № 3. – С. 27-52.
29. Долгопятова Т. Г. Эмпирические обследования предприятий: методы и практика // Экономический журнал Высшей школы экономики. – 2008. – Т. 12. – № 1. – С. 76-106
30. Долгопятова Т. Г. Развитие российской модели корпоративного управления в 2000-е годы: эмпирический анализ изменений на микроуровне / НИУ ВШЭ. Серия WP1 "Институциональные проблемы российской экономики". – 2010. – № 06
31. Долгопятова Т. Г. Факторы отхода собственников от управления в условиях кризиса // Системное моделирование социально-экономических процессов: Труды 34-ой международной научной школы-семинара, Светлогорск, 26 сентября-01 октября 2011 г.: в 3 ч./ Воронеж: Издательско-полиграфический центр Воронежского государственного университета. – 2011. – Т. 1. С. 40—47.
32. Долгопятова Т. Г. Динамика концентрации собственности на российских промышленных предприятиях: эмпирический анализ // В кн.: XI международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества: В 3 кн. Кн. 3 / Отв. ред.: Е. Г. Ясин. Кн. 3. М. : Издательский дом НИУ ВШЭ. – 2011. – С. 352-362.
33. Долгопятова Т. Г. Привлечение наемного менеджмента: предпосылки и последствия // В кн.: XII Международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества. В четырех книгах. Книга 4. / Отв. ред.: Е. Г. Ясин. Кн. 4. М.: Издательский дом НИУ ВШЭ. – 2012. – С. 67-77.
34. Долгопятова Т.Г., Либман А.М., Петров И.О., Яковлев А.А. Усиление роли совета директоров как ответ на потребности развивающегося бизнеса: пример АФК «Система». Препринт

WP1/2015/01/ Нац. исслед. ун-т «Высшая школа экономики». – М.: Изд. дом Высшей школы экономики, 2015. (Серия WP1 «Институциональные проблемы российской экономики») – 72 с.

35. Дорофеев, М. Особенности расчета стоимости капитала в концепции зеленых финансов и зеленых инвестиций // Экономика. Информатика. – 2020. – 47(2). – с. 338-353.

36. Дубинин С.К. Российская банковская система – испытание финансовым кризисом // Деньги и кредит. – 2015. – N1. – с. 9-12.

37. Дубинин С.К. Российская экономика в евразийском экономическом союзе // Деньги и кредит. – 2016. – 12, с. – 17-20.

38. Дорошенко М.Е., Дубинин С.К., Лолейт А.С. Рыночно-ориентированные и банкориентированные финансовые системы: посткризисные соотношения в России и в мире // Экономическая политика. – 2019. – № 5. – с. 100-123.

39. Ендовицкий Д.А., Бабичева Н.Э. Методологические основы экономического анализа развития организаций // Экономический анализ: теория и практика. – 2012. – № 14. – С. 30-35.

40. Ерзнкян Б.А., Красильникова Е.В., Никонова А.А. Агентские противоречия в стратегии финансово-экономической устойчивости предприятия: проблемы, факторы, измерения. / Препринт # WP/2010/279 М.: ЦЭМИ РАН. – 2010.

41. Ефимова О. В. Об учете факторов устойчивого развития в финансовом моделировании инвестиционных проектов // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2021. – № 2. – С. 99–111.

42. Жукова Н.Ю., Меликова А.Э. Социальная ответственность бизнеса: усиление стоимости бренда и влияние на финансовые показатели компании // Финансы: теория и практика. – 2021. – 25(1). – С. 84-102.

43. Захаров С.В. Стратегия финансирования компании на различных стадиях жизненного цикла как инструмент увеличения ее стоимости для акционеров // Автореферат диссертации на соискание ученой степени к.э.н. – 2011.

44. Зинкевич Н.В., Олеванова Е.А. Эмпирическое тестирование теорий структуры капитала: модели, направления, результаты // корпоративные финансы. №1(5). – 2008. – с. 81-101.

45. Ивашковская И. В., Янгель Д. О. Жизненный цикл организации и агрегированный показатель роста // Корпоративные финансы. – 2007. – (4). – 97–110.

46. Ивашковская И., Солнцева М. Структура капитала в российских компаниях как стратегическое решение // Вестник Санкт-Петербургского Университета. – 2008. – Выпуск 3. – с.3-32.

47. Ивашковская И. В., Солнцева М. Детерминанты стратегических решений о финансировании крупных компаний на развивающихся рынках капитала: пример 132 России, Бразилии и Китая // Российский журнал менеджмента. – 2009. – Т.7. – №1. – 25-42.

48. Ивашковская И. В., Степанова А. Н. Финансовая архитектура фирмы: структура собственности и корпоративная эффективность на растущих рынках капитала // В кн.: Модернизация экономики и глобализация: В 3 кн. Кн. 3. / Отв. ред.: Е. Г. Ясин. Кн. 3. М. : Издательский дом ГУ-ВШЭ. – 2009. – С. 180-187.

49. Ивашковская И.В., Макаров П.В. Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Центральной Европы // Электронный журнал «Корпоративные финансы». – 2010. – №3(15). – с. 47-62.

50. Ивашковская И. В., Кокорева М. С., Кадуров А.А. Взаимодействие корпоративных и макроэкономических детерминант политики финансирования на развивающихся рынках

капитала // В кн.: XIII Международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества. В 4 кн. Кн. 1. / Отв. ред.: Е. Г. Ясин. К. – 2012. – с.499-508.

51. Ивашковская И.В., Кокорева М.С., Степанова А.Н. и др. Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний (корпоративные финансовые решения на развивающихся рынках капитала): Монография / Под науч. ред. И.В. Ивашковской. — М.: ИНФРА-М, 2012. — 282 с. — (Научная мысль).

52. Ивашковская, И.В. Финансовая архитектура компаний. Сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках: монография / И.В. Ивашковская и др.; Под науч. ред. И.В. Ивашковской. – М.: ИНФРА-М, 2015. – 238 с.

53. Ильина Ю. Березинец И.В., Фахритдинова Д.Н. Корпоративные конфликты и финансовая результативность компаний // Вестник СПбГУ. Серия Менеджмент. – 2014. – Вып. 2. – С.100-135.

54. Капелюшников Р. И. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопросы экономики. – 2005. – № 2. – С. 53-69.

55. Катайкова А. А., Розанова Н. М. Использование концепции жизненного цикла в экономическом анализе фирмы / А. А. Катайкова, Н. М. Розанова // TERRA ECONOMICUS. – 2012. - №3 - С.8-21.

56. Клейнер Г.Б. Теоретические основы стратегического планирования на микроуровне // Стратегическое управление предприятием: Материалы российской научно-практической конференции. Нижний Новгород: 10-11 сентября 2004 г. – Н.Новгород. – 2004. с.21.

57. Клейнер, Г.Б. Стратегия предприятия / Г.Б. Клейнер. М.: Дело. – 2008. – 568 с.

58. Кодекс корпоративного управления. URL: <http://www.nand.ru/professional-information/corporate-governance-code/>.

59. Кокорева М. С., Юлова С. М. Влияние внутренних и институциональных факторов на скорость приспособления к целевой структуре капитала на развитых и развивающихся рынках // Корпоративные финансы. – 2013. – № 4 (28). – С. 5-22.

60. Кокорева М.С. Формирование структуры капитала компаниями на развивающихся финансовых рынках: Автореф. Дисс. канд. экон. наук. – М., 2012.

61. Кокорева М. С., Степанова А. Н., Повх К. С. Новая стратегия высокотехнологичных компаний – скрытые источники роста // Форсайт. – 2023. – 17. –1. – с. 18-32.

62. Корпоративное право: учебник / Е.Г. Афанасьева, В.Ю. Бакшинская, Е.П. Губин и др.; отв. ред. И.С. Шиткина. 2-е изд., перераб. и доп. М: КНОРУС. – 2015.

63. Красильникова Е.В. Способы корректировки оценки стоимости компании с учетом факторов собственности и ликвидности // Аудит и финансовый анализ. – 2010а. – № 6. – С. 116-133.

64. Красильникова Е.В. Ерзнкян Б.А., Никонова А.А. Агентские противоречия в стратегии финансово-экономической устойчивости предприятия: проблемы, факторы, измерения // Препринт # WP/2010/275 М.: ЦЭМИ РАН. – 2010б (2,7 п.л./ авт. 0,5 п.л.)

65. Красильникова Е.В. Проблемы и особенности формирования стратегий финансирования с учетом различия интересов // Ломоносов – 2012. Межд. научн. конфер. студентов, аспирантов и молодых ученых. – 2012. [http://lomonosov.msu.ru/archive/Lomonosov\\_2012/1948/45723\\_4bb2.pdf](http://lomonosov.msu.ru/archive/Lomonosov_2012/1948/45723_4bb2.pdf)

66. Красильникова Е.В. Подход к формированию структуры капитала российскими компаниями с учетом агентских особенностей // Финансы и кредит. – 2013а. – 8. – с. 74-84.

67. Красильникова Е. В. Возможности и ограничения стоимостных оценок в принятии инвестиционных решений в России // Финансовый бизнес. – 2013б. – № 3 (164). – С. 15–23.
68. Красильникова Е. Поведенческие особенности и конфигурация управления в высокотехнологичных компаниях // Проблемы теории и практики управления. – 2014а. – № 1. – С. 56–63.
69. Красильникова Е.В. Тенденции корпоративного сектора и источники финансирования компаний // Системное моделирование социально-экономических процессов: Матер 36-ой межд. научной школы-семинар/под ред. д.э.н. В.Г. Гребенникова, к.э.н. И.Н. Щепиной, к.э.н. В.Н. Эйтингона. Воронеж: Изд. дом ВГУ. – 2014.
70. Красильникова Е.В. \_Финансирование в малых и средних фирмах: факторы, связи, результаты // Молодая экономика: экономическая наука глазами молодых ученых /Матер. Научн.-практ. конфер. Москва. 10 дек. 2014 г. Под ред. Р.Н. Павлова. – М.: ЦЭМИ РАН, 2014 – с. 75-77.
71. Красильникова Е.В. Финансирование в микроэкономической системе с учетом жизненного цикла // Системный анализ в экономике – 2014. Т. 2. / Матер. III Межд. научно-практ. конфер. «Системный анализ в экономике – 2014». Москва, 13-14 ноября 2014 г. / Под общей ред. чл.-корр. РАН Г.Б. Клейнера. М.: ЦЭМИ РАН, 2015. С 58-62. (0,2 п.л.)
72. Красильникова Е.В. Взаимосвязь агентских проблем и источников финансирования на различных стадиях жизненного цикла компании // Стратегическое планирование и развитие предприятий. Секция 3. /Матер. Пятнадцатого всеросс. симпозиума. Под ред. чл.-корр. РАН Г.Б. Клейнера. М.: ЦЭМИ РАН. – 2014.
73. Красильникова Е.В. Анализ корпоративных отношений и финансовых детерминант как факторов устойчивого развития в условиях нестабильности // Институциональная экономика: развитие, преподавание, приложения. Матер. IV Межд. научн. конфер. 17 ноября 2015 г. Гос. ун-т управления. Под ред. чл.-корр. РАН Г.Б. Клейнера. М.: Изд. дом ГУУ. – 2015.
74. Красильникова Е.В. Агентские проблемы и матрица роста как факторы идентификации стадии жизненного цикла и развития компании // Стратегическое планирование и развитие предприятий. Сек. 3. /Матер. Шестнадцатого всеросс. симпозиума. Под ред. чл.-корр. РАН Г.Б. Клейнера. М.: ЦЭМИ РАН. – 2015.
75. Красильникова Е.В. Финансирование и структура капитала: микроэкономический аспект // Управленческие науки в современном мире = Management Science in the Modern World: Сб. докл. научн. конфер.: в 2-х т. Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации; научн.-практ. журнал «Эффективное антикризисное управление». СПб.: ООО Изд. Дом «Реальная экономика», 2015 – Т. 2.
76. Красильникова Е.В. Финансовые индикаторы стадий жизненного цикла в контексте корпоративных отношений и различия интересов // Модели и методы инновационной экономики. Вып. 8. /Под ред. К.А. Багриновского, Е.Ю. Хрусталева. М.: ЦЭМИ РАН. – 2015. – С. 47-56.
77. Красильникова Е.В. Особенности финансирования российских компаний в контексте устойчивого развития // Молодая экономика: экономическая наука глазами молодых ученых /Матер. научно-практ. конфер. Москва, 9 декабря 2015 г. Под ред. Р.Н. Павлова. М.: ЦЭМИ РАН. – 2015. – с.91-94.
78. Красильникова Е.В. Никитушкина И.В. Финансирование в малых и средних фирмах: факторы, связи, оценки // Аудит и финансовый анализ. – 2015а. – № 5. – С. 235-243.

79. Красильникова Е.В. Экономико-математическое моделирование перехода компаний на стадию бурного роста и оценка микро и мезо-факторов // Синергия. Электронный научно-практ. Журнал. – 2016. – № 6(8). С. 54-60.
80. Красильникова Е.В. Анализ динамики развития компании на основе изменения финансовых факторов // Управленческие науки в современном мире. – 2016с. – Т. 1. – С. 49-52. (0,3 п.л.)
81. Красильникова Е.В. Анализ и моделирование приспособления фирмы к целевой структуре капитала на различных стадиях жизненного цикла, Модели и методы инновационной экономики. Вып. 9. /Под ред. Е.Ю. Хрусталева. М.: ЦЭМИ РАН, МАОН, 2016., ЦЭМИ РАН. – 2016. – с. 50 – 59 (0,6 п.л.)
82. Красильникова Е.В. Исследование перехода компаний на стадию бурного роста, моделирование и оценка микро и мезо-факторов // Финансы России в условиях глобализации. Материалы всероссийского круглого стола с международным участием, приуроченного ко «Дню финансиста - 2016». Воронежский экономико-правовой институт. 2016. С. 42-49. (0,3 п.л.)
83. Красильникова Е.В. Разработка индекса устойчивого развития компании на основе анализа корпоративных особенностей и перспектив роста с учетом внутрифирменных и макроэкономических факторов // Экономика и предпринимательство. – 2016а. – № 12-1 (77). – С. 786-792.
84. Красильникова Е.В. Повышение качества корпоративного управления, вызовы перехода к цифровой экономике // Институциональная экономика, развитие, преподавание, приложение. Матер. Пятой Межд. конфер. Вып. 5. Гос. ун-т управления. Под общ. ред. Г.Б. Клейнера. М. – 2017.
85. Красильникова Е.В. Взаимосвязь научных концепций в анализе формирования стратегий и развития компании // Межд. научн. конфер. XXIV Кондратьевские чтения: Социально-экономические проблемы современности, поиски междисциплинарных решений. Сборник научных трудов участников Международной конференции "XXIV Кондратьевские чтения". Под редакцией В.М. Бондаренко. – 2017. – с. 187-194.
86. Красильникова Е.В. Устойчивый рост компании: связь концепций жизненного цикла и финансово-экономических факторов, моделирование вероятности // Экономический анализ: теория и практика. – 2017а. – Т. 16. – № 8. – С. 1400-1419.
87. Красильникова Е.В. Совершенствование финансовых механизмов стимулирования предприятий в нестабильной среде // Аудит и финансовый анализ. – 2017б. – № 3-4. – С 231-242.
88. Красильникова Е.В. Корпоративное управление как генератор качественного долгосрочного роста компании, влияние поведенческих характеристик // Модели и методы инновационной экономики. Вып. 11. Под ред. Е.Ю. Хрусталева. М.: ЦЭМИ РАН, МАОН. – 2017.
89. Красильникова Е.В. Влияние структуры собственности и корпоративных особенностей компании на её стратегии // Львовские чтения – 2017: сб. статей V Всеросс. научн. конфер. / Государственный ун-т управления. М.: Изд. дом ГУУ. – 2017е. – С.100-103.
90. Красильникова Е.В. Влияние корпоративных и поведенческих особенностей на стратегии // Управленческие науки в современном мире. – 2017. – Т1. – С. 545-548
91. Красильникова Е.В. Роль агентских факторов и отраслевых различий в разработке стратегий компании // Россия: тенденции и перспективы развития Еж-к. Вып. 12 – Ч. 2. Отв. ред.: В.И. Герасимов. Москва, 2017. С. 419-422.
92. Красильникова Е.В. Исследование особенностей корпоративных отношений, стратегий, этапов жизненного цикла и связей между ними // Экономический анализ: теория и практика. – 2018а. – Т. 17. Вып. 4. С. 704-72.

93. Красильникова Е.В. Стратегии финансирования компаний: проблемы управления капиталом и агентскими отношениями как ключевыми подсистемами стратегий // Проблемы теории и практики управления. – 2018b. – № 4. – С. 101-109.
94. Красильникова Е.В. Усовершенствование исследования агентских отношений на основе применения методов нечеткой логики // Экономика и управление: проблемы и решения. – 2018с. № 5. – Том 7 (77). – С. 138-143.
95. Красильникова Е.В. Корпоративные стратегии: несогласованность стратегического и финансового подхода // Стратегическое планирование и развитие предприятий: материалы девятнадцатого всероссийского симпозиума. – 2018d. – с. 424-427.
96. Красильникова Е.В. Количественные индикаторы и качественные изменения агентских отношений в цифровой экономике // Молодая экономика: экономическая наука глазами молодых ученых. материалы пятой научно-практической конференции. Москва. – 2019. – С. 83-85. (0,25 п.л.)
97. Красильникова Е.В. Финансово-экономические характеристики на различных стадиях жизненного цикла компании: линейная и нелинейная интерпретация // Системное моделирование социально-экономических процессов. труды 43-ой Международной научной школы- семинара. Под редакцией В.Г. Гребенникова, И.Н. Щепиной. Воронеж, 2020b. С. 224-227
98. Красильникова Е.В. От стратегии к ее системному пониманию: практическая реализация // Стратегическое планирование и развитие предприятий. материалы XXI Всероссийского симпозиума. Центральный экономико-математический институт Российской академия наук. Москва. – 2020с. – С. 383-385.
99. Красильникова Е.В. Финансовый анализ в компаниях: законные способы манипулирования и влияние на раскрытие ESG-информации // Финансовый бизнес. – 2022а. – № 10 (232). – С. 144-149.
100. Красильникова Е.В. Финансовый анализ в компаниях: законные способы манипулирования и влияние на раскрытие ESG-информации // Финансовый бизнес. – 2022а. – № 10 (232). – С. 144-149
101. Красильникова Е.В. Влияние структуры собственности и Совета директоров на результативность, финансирование, Environmental, Social, Governance // Финансы и кредит. – 2023а. – Т.29. – №10. – С.2292-2313.
102. Кузнецов П.В., Муравьев А.А. структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России: анализ "голубых фишек" фондового рынка р М.: РПЭИ.-2002.
103. Куранов М. В. Анализ факторов, характеризующих функционирование организации на различных этапах жизненного цикла // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – 4. – 65-68.
104. Кушелевич Е., Филонович С. Модели жизненных циклов организаций. В сб.: Виханский О. С., Наумова А. И. (ред.). Менеджмент: век XX — век XXI. М.: –2004, Экономист. –с. 304–321.
105. Либман А. В. Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестн. С.-Петербург. унта. Сер. 8. Менеджмент. –2005. –Вып. 1. –131.
106. Лимитовский М.А. Репутация, квалификация и мотивация как драйверы ценности // Российский журнал менеджмента. –2009. –Т. 7. –№ 1. –51-68
107. Любушин Н. П. Бабичева Н.Э. Концепция жизненного цикла: от качественного описания — к количественной оценке // Экономический анализ: теория и практика. - 2010. - № 23(188). – с.2-9.

108. Макарова С.Г., Андрианова Е.И. Особенности формирования и управления структурой капитала компаний с государственным участием // Аудит и финансовый анализ. –2020. –№ 6. –с. 40-50.
109. Макарова С.Г., Улитина Д.А. Determinants of Successful Crowdfunding Campaigns: Evidence From Russian Crowdfunding Platform Boomstarter // Корпоративные финансы. – 2022. – Том 16. – № 3. – с. 95-110
110. Никитушкина И.В., Макарова С.Г. Структура капитала корпорации: теория и практика. Проспект Москва. – 2016. –112 с.
111. Никитчанова Е.В. Исследование практики корпоративного управления в России: сравнительный анализ по итогам 2004 – 2014 гг. XIV Национальный Конгресс профессиональных корпоративных директоров Москва, 11 декабря 2015 г.
112. Никонова А.А., Красильникова Е.В. Чистые технологии и циклическая экономика как способы адаптации бизнеса к изменениям в процессе трансформации // Хроноэкономика. 2021. № 4 (32). С. 77-81.
113. Никонова А.А., Красильникова Е.В., Иванова О.П. Экосистемное мышление в стратегировании экономики // Beneficium. – 2022b. – № 1(42). С. 74-84.
114. Никонова А.А., Красильникова Е.В. ESG-компании: понятие, критерии, финансирование // Энергия: экономика, техника, экология. – 2024. – №3. – с.26-35.
115. Новые размышления о менеджменте / И. Адизес; пер. с англ. Н. Постриган. — М.: Манн, Иванов, Фербер. 2016. — 208 с.
116. Ованесова Ю.С. Влияние стадии жизненного цикла организаций на эффективность IPO на развивающихся рынках капитала. Автореферат диссертации на соискание ученой степени к.э.н. -2013
117. Ованесова Ю.С. Финансовые показатели определения стадий жизненного цикла организаций: исторический аспект // Аудит и финансовый анализ. - 2013. - №5 – С.386-391.
118. Пеникас Г.И. Как уровень климатических рисков соотносится с уровнем кредитных? // Финансы и бизнес. – 2022. – Т. 18. – № 1. – С. 32-40.
119. Порфирьев Б.Н. и др. Зеленая экономика и зеленые финансы: учебное пособие. – СПб.: Изд-во «МБИ», 2018. С. – 327.
120. Принципы Корпоративного управления <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/32159669.pdf>
121. Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития. 2 изд. Долгопятова Т. Г, Ивасаки И., Яковлев А. А. М.: Юстицинформ. – 2009.
122. Рыбалка А.И. Связь структуры собственности и результативности высокотехнологичных компаний // Проблемы прогнозирования. – 2020. – № 3. – С. 31-39.
123. Системный анализ нестационарной экономики России (1992-2009): рыночные реформы, кризис, инвестиционная политика. В.Н. Лившиц, С.В. Лившиц. М.: Поли Принт Сервис. –2010. – 444с.
124. Солодухина А.В., Репин Д.В. В поисках решения загадки структуры капитала: поведенческий подход // Электронный журнал Корпоративные финансы. –2008. –№1(5). –с. 103.
125. Степанова А. Н., Балкина Е. А. Финансовая архитектура компаний на разных этапах жизненного цикла: влияние на эффективность российских компаний // Корпоративные финансы. –2013. –№ 3 (27). –С. 5-22.
126. Стратегические финансовые решения компаний на развивающихся рынках капитала: монография / Под общ. ред.: И. В. Ивашковская. М. : КноРус. – 2019. –Гл. 2. –С. 46-71.
127. Теплова Т.В. Эффективный финансовый директор, М. Юрайт – 2010. – 480 с.

128. Теплова Т. В., Соколова Т. В., Галенская К. В. Драйверы и тормозы развития рынков корпоративных облигаций развитых и развивающихся стран // Вопросы экономики. – 2019. – № 3. – С. 77-100.

129. Федорова Е.А., Персидская Е.Ю. Исследование влияния внутренних факторов на структуру капитала на разных стадиях жизненного цикла российских компаний // Финансы и кредит. – 2016. – № 42. – С.2-12.

130. Федорова Е.А., Афанасьев Д.О., Нерсесян Р.Г., Ледяева С.В. Влияние нефинансовой информации на основные показатели российских компаний // Журнал Новой экономической ассоциации. – 2020. – № 2 (46). – с. 73–96

131. Федорова Е.А., Комлецова В.Г., Трегубова М.К., Максимова А.Ю., Емельянова В.Д. Влияние корпоративного управления на структуру капитала отечественных компаний. Финансы: теория и практика/Finance: Theory and Practice. –2022. – 26(2). – с.25-37.

132. Черкасова В. А., Дуняшева Р. Ф. Инвестиционные решения компаний в условиях асимметрии информации // Экономический журнал Высшей школы экономики. –2016. –Т. 20. – № 4. –С. 513-538.

133. Черкасова В. А., Смирнова И. Н. Зависимость инвестиционной активности компании от стадий корпоративного жизненного цикла // Корпоративные финансы. –2012. –№ 2. –С. 45-57

134. Чиркова Е. В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? М.: Олимп-Бизнес. – 1999. – 360 с.

135. Шахина, Н.А., Кокорева М.С. Эмпирическое тестирование динамической концепции структуры капитала на данных российских компаний // Корпоративные финансы. –2010. –№ 4(16). С. 31–40.

136. Шевчук А.В. Основные проблемы корпоративного управления в России и возможности их решения на основе применения Кодекса корпоративного управления и связанных механизмов регулирования. Круглый стол по корпоративному управлению ОЭСР – Россия. Москва, 15 мая 2013 г.

137. Широкова Г. В. Жизненный цикл организации: концепции и российская практика. СПб.: Изд-во С.-Петербур. ун-та. – 2007.

138. Широкова Г.В., Шаталов А.И., Кнатько Д.М. Факторы передачи управления наемному менеджеру: опыт стран СНГ и Центральной и Восточной Европы // Российский журнал менеджмента. – 2009. – 7 (2). – с. 31-50.

139. Широкова Г.В. Жизненные циклы российских предпринимательских фирм: методология исследования и основные стадии. Автореферат диссертации на соискание ученой степени д.э.н. –2010.

140. Широкова Г.В., Березинец И.В., Шаталов А.И. Влияние организационных изменений на рост фирмы // Проблемы теории и практики управления. –2010. –3. С.–100-109.

141. Яковлев И.А., Кабир Л.С., Никулина С.И., Раков И.Д. Финансирование «зеленого» экономического роста: концепции, проблемы, подходы // Финансовый журнал. – 2017. – 3. – с. 9-21.

#### **Аналитические материалы на русском языке:**

142. Годовой отчет Сбер // Сбер. URL: [https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/new\\_site/com/gosa2023/sber-ar-2022-ru.pdf](https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/new_site/com/gosa2023/sber-ar-2022-ru.pdf) (дата обращения 20 октября 2022)

143. Гриниум. Сколько инвесторы готовы платить за экологию // ВЭБ. URL: <https://veb.ru/files/?file=9a41daeb6c65dc9d0df34e1d92050466.pdf> (дата обращения 10 января 2023)

144. ESG-финансы и роль ВЭБ // ВЭБ. URL: <https://veb.ru/files/?file=12a960afd2a81d80890b3511f3a9d18e.pdf> (дата обращения: 10.05.2021)
145. ESG, декарбонизация и зеленые финансы России 2022 // Инфрагрин. URL: <https://infragreen.ru/news/135727> (дата обращения 20 октября 2022)
146. Инвестиции в нефинансовые активы // Росстат. URL: [https://rosstat.gov.ru/investment\\_nonfinancial](https://rosstat.gov.ru/investment_nonfinancial) (дата обращения: 4 сентября 2022)
147. Концепция организации в России методологической системы по развитию зеленых финансовых инструментов и проектов ответственного инвестирования (ESG-finance) // Банк России. 2019. URL: [https://cbr.ru/Content/Document/File/84163/press\\_04102019.pdf](https://cbr.ru/Content/Document/File/84163/press_04102019.pdf). (дата обращения 17 сентября 2020)
148. Наше общее будущее // Международная комиссия по окружающей среде и развитию. URL: <https://www.un.org/ru/ga/pdf/brundtland.pdf> (дата обращения 11.05.2021)
149. Об утверждении целей и основных направлений устойчивого (в том числе зеленого) развития Российской Федерации. Распоряжение Правительства РФ от 14 июля 2021 года № 1912-р. URL: <http://static.government.ru/media/files/sMdcuCaAX4O5j3Vy3b1GQwCKfa9lszW6.pdf>. (дата обращения 11 сентября 2021)
150. Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации // Правительство Российской Федерации. Постановление от 21 сентября 2021 г. № 1587. URL: <http://government.ru/docs/all/136742/> (дата обращения 20 декабря 2021)
151. О рекомендациях по учету советом директоров публичного акционерного общества ESG-факторов, а также вопросов устойчивого развития. Информационное письмо Банка России от 16 декабря 2021 г. № ИН-06-28/96 // ГАРАНТ. URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/403175149/> дата обращения 20 декабря 2021)
152. О рекомендациях по учету финансовыми организациями ESG-факторов, а также вопросов устойчивого развития при организации корпоративного управления. Информационное письмо Банка России от 28 декабря 2022 г. № ИН-02-28/145. // ГАРАНТ. URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/405965027/>. дата обращения 31 января 2023)
153. Обзор ESG-банкинга за 1-е полугодие 2023 года: устойчивые перспективы // Эксперт РА. URL: [https://raexpert.ru/researches/sus\\_dev/esg\\_bank\\_1h2023/](https://raexpert.ru/researches/sus_dev/esg_bank_1h2023/) (дата обращения 23 сентября 2023)
154. Объем портфеля ESG кредитов // Эксперт РА. URL: <https://www.raexpert.ru/releases/2022/sep12> (дата обращения 20 октября 2022)
155. Отраслевые рэнкинги ESG// URL: <https://raexpert.ru/rankingtable/esg/2023/tab2/> (дата обращения 12 сентября 2023)
156. Почему облигации такие дешевые? Потому что они «зеленые» // АКРА. URL: <https://www.acra-ratings.ru/research/2010/> (дата обращения 10 января 2023)
157. Рекомендации Банка России по разработке методологии и присвоению ESG-рейтингов от 30.06.2023 № ИН 02-05/46.
158. Сектор устойчивого развития // Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/s3019> (дата обращения 10 марта 2023)
159. CBonds. URL: <https://cbonds.ru/ratings/> (дата обращения 11 мая 2023)

### **Литература на английском языке:**

160. Adeneye Y., Aqilah I., Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance // Sustainability Accounting Management and Policy Journal. – 2022.
161. Adizes I. Corporate Lifecycles How and Why Corporations Grow and Die and What To Do About It Prentice Hall // Englewood Cliffs, NJ. – 1989
162. Adizes I. Organizational passages: Diagnosing and treating life cycle problems in organization // Organizational Dynamics. – 1979. – Vol. 9. – pp. 3-25.
163. Albuquerque R., Koskinen Y., Zhang C. Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence // Management Science. – 2019. – 65(10):4451-4469
164. Altman, E.I., Hotchkiss, E. and Wang, W. Corporate Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy: Analyze Leveraged Finance, Distressed Debt, and Bankruptcy, 4th ed., John Wiley & Sons., Hoboken, NJ. – 2019.
165. Ang, J., Cole, R. and Lin, J. Agency costs and ownership structure // Journal of Finance. – 1999. – 55. – 81–106.
166. Ansoff H. I. Strategic Management. N. Y.: John Wiley. – 1979.
167. Anthony J., Ramesh K. Association between accounting performance measures and stock prices-A test of the life cycle hypothesis // Journal of Accounting and Economics. – 1992 15. – pp.203-227.
168. Aray Y., Dikova D., Garanina T., Veselova A. The hunt for international legitimacy: Examining the relationship between internationalization, state ownership, location and CSR reporting of Russian firms // International Business Review. – 2021. – 30(5). – 101858.
169. Baker M., Wugler J. Market Timing and Capital Structure // Journal of Accounting and Economics. – 2002. – 15 (2). – PP. – 203-227.
170. Becchetti L., Doriana Cucinelli b, Federica Ielasi c, Monica Rossolini. Corporate social irresponsibility: The relationship between ESG misconduct and the cost of equity // International Review of Financial Analysis. – 2023. – Volume 89.
171. Baratta A, Cimino A, Longo F, Solina V, Verteramo S. The Impact of ESG Practices in Industry with a Focus on Carbon Emissions: Insights and Future Perspectives. Sustainability. – 2023. – 15(8):6685.
172. Beck T., Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic V. Financing patterns around the world: Are small firms different? // Journal of Banking & Finance – 2008 – 30. PP. 467-487
173. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. Financial Institutions and Markets Across Countries and over Time: The Updated Financial Development and Structure Database // World Bank Economic Review. – 2010. – Vol. 24. No 1. – P. 77–92.
174. Beji R., Yousfi O., Loukil N. et al. Board Diversity and Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence from France // Journal of Business Ethics. – 2021. – 173. – pp.133–155.
175. Berger, G. Udell. The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle // Journal of banking and finance. – 1998. – No. 22. – Pp. 613-673.
176. Berle A., Gardiner C. Means. The Modern Corporation and Private Property. New York: Mac-Millan Company. – 1932. – 396 p.
177. Bertalanffy L. General System theory: Foundations, Development, Applications. — 1st ed. — N. Y.: George Braziller, Inc., 1968. — 289 p.

178. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. Learning from the Behavior of Others: Conformity, Fads, and Informational Cascades. *The Journal of Economic Perspectives*. –1998. –vol. 12. –no. 3. –pp. 151–170.
179. Birindelli, G.; Dell’Atti, S.; Iannuzzi, A.P.; Savioli, M. Composition and Activity of the Board of Directors: Impact on ESG Performance in the Banking System // *Sustainability*. – 2018. – 10, 4699
180. Black E. Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures // *Journal of Financial Statement Analysis*. – 1998. – 4(1). – pp. 40 -56.
181. Blagov Yu.E., Petrova-Savchenko A.A. Corporate sustainability of leading Russian companies: the changing role of philanthropy // *Annual GSOM emerging markets conference*. –2020. Conference book. – C. 449-452.
182. Blagov Yu.E., Petrova-Savchenko A.A. Approaches to integrating the un sustainable development goals into corporate strategy: evidence from the leading Russian companies // *GSOM emerging markets conference. Conference Proceedings. Graduate School of Management, Saint Petersburg University*. – 2018. – C. 125-126.
183. Boeker W, Karichalil R. Entrepreneurial transitions: factors influencing founder departure // *Academy of Management Journal*. –2002. – 45(3). –pp. 818–826.
184. Booth L., Aivazian V., Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. Capital Structure in Developing Countries // *The Journal of Finance*. – 2001– 56 (1). PP. 87–130
185. Bradley M. Jarrell G. A., Kim E. H. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence // *The Journal of Finance*. – 1984. –Vol. 39. – № 3. –P. 857–878.
186. Bulan L., Yan Z. Firm Maturity and the Pecking Order Theory // *Working paper*. –2010
187. Bunkanwanicha P, Gupta J., Rokhim R. Debt and Entrenchment: Evidence from Thailand and Indonesia// *European Journal of Operational Research*. – 2008. –185. – pp. 1578-1595.
188. Byungmo K. and Jungwon S. Financial Life Cycle and Capital Structure // *SSRN Electronic Journal*. – 2010.
189. Carpenter R., Petersen B. Is the growth of small firms constrained by internal finance? // *Review of economics and statistics*. – 2002. – No. 84. – Pp. 298-330
190. Castro P., Tascon T., Amor-Tapia B. The Role of Life Cycle on Capital Structure. Available at: <http://www.aeca1.org/xvencuentroaeca/cd/34b.pdf>.
191. Céspedes J, González M, Molina C. Ownership and capital structure in Latin America // *Journal of business research*. – 2010. –63 (3). –248-254.
192. CFA Institute, *The Impact of ESG Factors on Capital Markets and Investment Practices*. –2019.
193. Chandler, A.D. Jr. *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*. – 1962. Cambridge, MA: MIT Press.
194. Chang C, Chen X, Liao G. What are the Reliably Important Determinants of Capital Structure in China? // *Pacific-Basin Finance Journal*. –2014. Available at SSRN 2387559
195. Chasiotis I., Konstantios D., Naoum V. Asymmetries in the capital structure speed of adjustment: The idiosyncratic case of the maritime industry // *Cogent Economics & Finance*. –2022. – 10(1).
196. Chen J.J. Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies // *Journal of Business Research*. – 2004. – 57 (12). –PP.1341-1351.
197. Chen Y., Tao Li., Zeng Q., Bo Zhu. Effect of ESG performance on the cost of equity capital: Evidence from China // *International Review of Economics & Finance*. – 2023. – 83. – pp. 348-364.
198. Chittenden F. Hall G. Hutchinson P. Small firm growth, access to capital markets and financial structure: review of issues and an empirical investigation // *Small business economics*. – 1996. – No. 8. – Pp. 59-67

199. Claessens S. Djankov S. Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic // *Journal of Comparative Economics*, Elsevier. – 1999. –vol. 27(3). –pp. 498-513.
200. Cooper E. W., Uzur H. Corporate social responsibility and the cost of debt // *Journal of Accounting and Finance*. – 2015. – 15(8). – pp. 11-30.
201. Costa, W. B., Macedo M. A., Yokoyama, K. Y., Almeida, J. E. The Determinants of the Life Cycle Stages of Brazilian Public Companies: A Study Based on Financial Accounting Variables // *Brazilian Business Review*. – 2017. – 14(3). – pp.304–320.
202. Cucari N., De Falco S., Orlando B. Diversity of Board of Directors and Environmental Social Governance: Evidence from Italian Listed Companies // *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. – 2018. – Vol. 25. Pp. – 250–266.
203. Dakhli A. Does financial performance moderate the relationship between board attributes and corporate social responsibility in French firms? // *Journal of Global Responsibility*. – 2021. – Volume 12. Issue 4.
204. Daily C., Dalton D. Financial performance of founder-managed versus professionally-managed corporations // *Journal of Small Business Management*. – 1992. –№ 30 (2). – pp. 25–34.
205. Damodaran A. *Applied Corporate Finance*. John Wiley & Sons, 2010. P. 96, p. 457 <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/acf4E/webcastslides/session1.pdf>
206. Damodaran A. // URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения 12 сентября 2022)
207. DeAngelo H. Masulis R. Optimal capital structure under corporate and personal taxation // *Journal of Financial Economics*. – 1980. – Vol. 8. – pp.3-29.
208. DeAngelo, H., L. DeAngelo and R. M. Stulz. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory // *Journal of Financial Economics*. –2006. –81. –pp. 227-254.
209. Decloure N. The Determinants of Capital Structure in Transitional Economies // *International Review of Economics and Finance*. – 2007. – Vol. 16. –PP. 400-415.
210. Debt in the mining sector: Liquidity vs. solvency and maintaining financial flexibility. EY, 2016. URL: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-debt-in-the-mining-sector/\\$FILE/EY-debt-in-the-mining-sector.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-debt-in-the-mining-sector/$FILE/EY-debt-in-the-mining-sector.pdf).
211. Demirguc-Kunt A., Maksimovic V. Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data. – 2000. – Policy Research Working Paper;No. 2432. URL: <http://hdl.handle.net/10986/19813> (дата обращения 10 сентября 2018).
212. Demsetz H., Villalonga B. Ownership structure and corporate performance // *Journal of Corporate Finance*. – 2001. – 7. – pp. 209–233
213. Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency // *Journal of Accounting and Public Policy*. – 2014. – 33(4). – pp.328–355.
214. Diamond, D.W. Reputation acquisition in debt markets // *Journal of Political Economy*. – 1989. – 97. – pp.828-862.
215. Diaye M., Hoa S., Rim O. ESG performance and economic growth: a panel co-integration analysis // *Empirica*. Austrian Institute for Economic Research. Austrian Economic Association. – 2022. – vol. 49(1), pp. – 99-122.
216. Dickinson V. Cash flow as proxy for firm life cycle. PhD; CPA : Fisher school of accounting Warrington; College of Business; University of Florida. – 2007. -.pp. 1-35.
217. Donaldson G. *Corporate Debt Capacity*. Boston: Harvard University Press. – 1961. – 299 pp. URL:

[https://books.google.ru/books?id=PKxQHviLwasC&pg=PA3&hl=ru&source=gbs\\_toc\\_r&cad=4#v=onepage&q&f=false](https://books.google.ru/books?id=PKxQHviLwasC&pg=PA3&hl=ru&source=gbs_toc_r&cad=4#v=onepage&q&f=false) (дата обращения 10 сентября 2014)

218. Drobertz, W., Wanzenried, G. What Determines the Speed of Adjustment to the Target Capital Structure? // *Applied Financial Economics*. – 2006. – 16. – pp. 941–958.

219. Fahlenbrach, R., Stulz R. Managerial ownership dynamics and firm value // *Journal of Financial Economics*. – 2009. – 92. – pp. 342–361.

220. Fama, E., French, K. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt // *Review of Financial Studies*. – 2002. – 15. – pp.1–33.

221. Faulkender M., Petersen M., Investment and Capital Constraints: Repatriations under the American Jobs Creation Act // *Review of Financial Studies*. – 2012. – 25(11). – pp. 3351-3388.

222. Flamholtz EG, Randle Y. Growing Pains: Transitioning from Entrepreneurship to a Professionally Managed Firm. Jossey-Bass: San Francisco. John Wiley & Sons. –2000.

223. Fluck Z. Holtz-Eakin D., Rosen H. Where does the money come from? The financing of small entrepreneurial enterprises // *Working paper / Stern school of business*. – NY. – 1997.

224. Fluck, Z. Capital Structure Decisions in Small and Large Firms: A Life-Cycle Theory of Financing. Working Paper. –1999.

225. Frank, M. Z. Goyal V.K. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure // *Journal of Financial Economics*. – 2003. – Vol. 67. –pp. 217-248.

226. Frank, M. Z. Goyal V.K. Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? // *Financial Management*. –2009. –38. –1-37.

227. Frank, Murray Z. and Goyal, Vidhan K., Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. SSRN. – 2007.

228. Frecautan I., Ivashkovskaya I. Is corporate governance important for green bond performance in emerging capital markets? // *Eurasian Economic Review*. – 2024.

229. Fu C., Yu C., Guo M., Zhang L. ESG rating and financial risk of mining industry companies // *Resources Policy*. – 2024. – Volume 88. –104308.

230. Granado-Peiró, N., & López-Gracia, J. Corporate governance and capital structure: A Spanish study // *European Management Review*. – 2017. –14(1). –pp. 33–45.

231. Ghoul S., Guedhami O., Kim H., Park K. Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital: International Evidence // *Journal of Business Ethics*. – 2018. – vol. 149(2). – pp. 335-361.

232. Gort, M., Klepper, S. Time paths in the diffusion of product innovations // *The Economic Journal*. – 1982. – No.367. – P. 630–653.

233. Graham J., Harvey C. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field // *Journal of Financial Economics*. –2001. –60. –pp. 187–243.

234. Gregory B., Rutherford M., Oswald S., Gardiner L. An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing // *Journal of small business management*. – 2005. – No. 43. – pp. 382-392.

235. Greiner L. E., Evolution and revolution as organizations grow. // *Harvard Business Review*. – 1972. – №4. –pp. 37-46.

236. Grossman S., Hart O. Corporate financial structure and managerial incentives // *Economics of information and uncertainty / ed. J. McCall*. Chicago: University of Chicago Press. – 1982. – pp.107-140.

237. Gupta Y., Chin D. Organizational life cycle: A review and proposed directions for research // *The MidAtlantic Journal of Business*. –1994. –30 (3). –pp.269–294.

238. Habib M. Journal home page for Heliyon Do business strategies and environmental, social, and governance (ESG) performance mitigate the likelihood of financial distress? A multiple mediation model // *Heliyon*. – 2023. – Volume 9. –17847.
239. Haire M. *Biological Models and Empirical History of the Growth of Organizations*. Modern Organizational Theory / John Wiley and Sons. – 1959. – pp. 272-306.
240. Hanks, S. H. The organization life cycle: Integrating content and process // *Journal of Small Business Strategy*. – 1990, 1(1). – pp.1-13.
241. Harris M., Raviv A. The theory of capital Structure // *Journal of finance*. – 1991. – No. 45. – pp. 297-355.
242. He R., Zhou M., Liu J., Yang Q. Female Directors and Carbon Information Disclosure: Evidence from China // *Discrete Dynamics in Nature and Society*. – 2021.
243. He G., Liu Y., Chen F. Research on the impact of environment, society, and governance (ESG) on firm risk: An explanation from a financing constraints perspective // *Finance Research Letters*. – 2023.- Volume 58. – 104038
244. Hirshleifer D., Thakor A. Managerial reputation, project choice and debt // *Review of financial studies*. – 1992. – No 5. – pp. 437-470.
245. Hirshleifer D., Thakor A. V., Corporate control through board dismissals and takeovers // *Journal of Economics and Management Strategy*. – 1998. – Vol.7. – pp.489– 520.
246. Hoepner, A., Oikonomou, I., Scholtens, B., & Scholtens, M. The effects of corporate and country sustainability characteristics on the cost of debt: An international investigation // *Journal of Business Finance & Accounting*. – 2016. – 43(1-2). – pp.158-190.
247. Holmes S. Kent P. An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises // *Journal of small business finance*. – 1991. – No. 1. – pp. 141-154.
248. Hovakimian A., Opler T., Titman S. The Debt–equity Choice // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2001. –36. –pp. 1–24.
249. Huang C., Dekker D., Christopoulos D. Rethinking greenium: A quadratic function of yield spread // *Finance Research Letters*. – 2023. – Volume 54. – 103710.
250. Huang, S., Song F. The determinants of capital structure: evidence from China // *China Economic Review*. –2006. –Vol. 17. –No. 1.–pp. 14- 36.
251. Hull R.M. Leverage Ratios, Industry Norms, and Stock Price Reaction: An Empirical Investigation of Stock-for-Debt Transactions // *Financial Management*. –1999. –28. –2.–pp.32-45.
252. Ismail A., Latiff I. Board Diversity and Corporate Sustainability Practices: Evidence on Environmental, Social and Governance (ESG) Reporting international // *Journal of Financial Research*. – 2019. – Vol. 10. – N3.
253. Ivanov I. Capital Structure determinants of Russian public companies // *Корпоративные финансы*. – 2010. – 1(13). – с.5-38.
254. Ivashkovskaya I. V., Gushchin A. S., Rukavishnikov Y. M. Capital Structure Choice at Different Life-Cycle Stages in Turbulent Environment: the Evidence from Russian Emerging Capital Market, in: *Economic and Social Development: Book of Proceedings of the 2nd International Scientific Conference, Paris, France, 5th April 2013*. Celje : Varazdin development and Entrepreneurship Agency. – 2013. –pp. 311-321.
255. Ivashkovskaya I., Stepanova A., Eliseeva N. Does Corporate Financial Architecture Contribute to Sustainable Corporate Growth? The Evidence from Russian Companies // *Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные финансы*. – 2014. – Vol. 8. – No. 4. – P. 11-33
256. Ivashkovskaya, I., Solntseva, M. Capital Structure Choice in BRIC: Do Russian, Brazilian, and Chinese Firms Follow Pecking Order or Trade-Off Logic of Financing? *Business Strategies and Technological Innovations for Sustainable Development/ Global Business and Technology Association*

Eleventh International Conference Readings Book, Edited by N. Delener, L.Fuxman, F.V.Lu, A.Putnova, L.E.Rivera-Solis. N.Y. – 2009. – pp. 572–580.

257. Ivashkovskaya I., Mikhaylova A. Do Investors Pay Yield Premiums On Green Bonds? // Journal of Corporate Finance Research. – 2020. – Vol. 14. – No. 2. –pp. 7-21.

258. Jang, G.Y., Kang, H.G., Lee, J.Y. and Bae, K. ESG scores and the credit market”, Sustainability. – 2020. – Vol. 12 No. 8. – p. 3456.

259. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers// American Economic Review. – 1986. – vol. 76. – issue 2.

260. Jensen M.C., Meckling W., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure // Journal of Financial Economic. –1976. – 3. –pp.305-360.

261. Kaplan S.N. Stromberg P. Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts // Review of economic studies. – 2003. – Vol. 70. – pp. 281-315.

262. Karnoukhova E, Stepanova A. N., Kokoreva M. S. the influence of the ownership structure on the performance of innovative companies in the US / Higher school of economics. series "financial economics". – 2018.

263. Kazanjian R. K. A reanalysis of Miller and Friesen’s lifecycle data // Strategic Management Journal. –1990. –11 (4). –pp.319–325.

264. Khan M., Zahid A., Saleem A., Sagi J. Board Composition and Social & Environmental Accountability: A Dynamic Model Analysis of Chinese Firms // Sustainability. – 2021. – 13(9). –10662.

265. King, M. R., & Santor, E. Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms // Journal of Banking & Finance. – 2008. – 32(11). – 2423–2432.

266. Kokoreva M. S., Ulugova A. E. Agency Costs and Capital Structure Choice in Emerging Markets, in: Economic and Social Development: Book of Proceedings of the 2nd International Scientific Conference, Paris, France, 5th April 2013. Celje : Varazdin development and Entrepreneurship Agency. – 2013. –pp. 384-396.

267. Kokoreva, M., Ivanova, M. The Puzzle of Zero Debt Capital Structure in Emerging Capital Markets // Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные Финансы. –2017. – 10(4). pp.–9-27.

268. Korajczyk R.A., Levy A. Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints // Journal of Financial Economics. –2003. –68. –pp. 75-109.

269. Kordsachia, O. A risk management perspective on CSR and the marginal cost of debt: empirical evidence from Europe // Review Managerial Science. – 2021. – 15. – pp.1611–1643

270. Krasilnikova E.V. Sustainable corporate growth: relationship between life cycle concepts and financial and economic factors, probabilistic modeling // Digest Finance. – 2017c. – Т. 22. – № 4 (244). – С. 425–436.

271. Krasilnikova E.V. Nikonova A. The Systemic Paradigm of Modernizing the Russian energy for the purpose of sustainable development // First Conference on Sustainable Development: Industrial Future of Territories (IFT 2020). E3S Web Conf. – 2020. – Vol. 208. – № 02007.

272. Krasilnikova E.V. Agency problems and transfer along life cycle for Russian enterprises // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2020a. – Т. 10. – № 3-1. С. 25-32.

273. Krasilnikova E.V. Dimitriev I.V. Corporate governance in connection with performance and digital // International Scientific-Practical Conference «Transformation of Corporate Governance Models under the New Economic Reality». SHS Web of Conf. – 2020. – Vol.89. – p. 01008.

274. Krasilnikova E.V. Microeconomic Factors Identifying Life Cycle Stage And Macroeconomic Factors Enhancing Development // European Proceedings of Social and Behavioral Sciences. – 2021. – 111. – p. 484-491.

275. Larcker D., Watts E. Where's the greenium? // *Journal of Accounting and Economics*. – 2020. – Volume 69. – Issues 2–3. – 101312.
276. Lefort, F., Urzúa F. Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile // *Journal of Business Research*. – 2008. – 61. –pp.615-622.
277. Lester, D. Parnell J. Aligning factors for successful organizational renewal // *The Leadership and Organization Development Journal*. –2002. –23 (2). –pp. 60–67.
278. Lester D. L., Parnell J. A., Carraher A. Organizational life cycle: A five stage empirical scale // *The International Journal of Organizational Analysis*. –2003. –11 (4). – pp.339–354.
279. Liao Z., Liu Y., Li M. Is environmental innovation contagious? A study on the mechanism of individual firms' environmental innovation affecting the industry // *Sustainable Development*. – 2020. – 28(6)
280. Lippitt GL, Schmidt WH. Crises in a developing organization. – *Harvard Business Review*. – 1967. 45. – pp.102–112.
281. Malmendier, U., Tate, G. CEO overconfidence and corporate investment // *Journal of Finance*. – 2005. – 60. – pp.2661–2700.
282. Manita R., Bruna M., Dang R., Houanti L. Board gender diversity and ESG disclosure: Evidence from the US // *Journal of Applied Accounting Research*. – 2018. – 19(2). – pp. 206-224.
283. Manos, R, Murinde, V, Green, CJ. Dividend policy and business groups: Evidence from Indian firms // *International review of economics & finance*. – 2012. – 21(1). – pp.42-56.
284. Margaritis D., Psillaki, M. Capital Structure, Equity Ownership and Firm Performance // *Journal of Banking and Finance*. – 2010. – 34. –pp. 621-632.
285. Martínez-Ferrero, J.; Lozano, M.B. The Nonlinear Relation between Institutional Ownership and Environmental, Social and Governance Performance in Emerging Countries // *Sustainability*. – 2021. – 13. – 1586.
286. Martinez M., Cervanses P., Quiros M. Sustainable development and the limits of gender policies on corporate boards in Europe. A comparative analysis between developed and emerging markets // *European Research on Management and Business Economics*. – 2022. – 28 (1). – 100168.
287. McConnell, J., and Servaes H. Equity ownership and the two faces of debt // *Journal of Financial Economics*. –1995. –39. –pp.131-15.
288. Miao Y., Shi Y., Limg H. Effect of servitization on performance in manufacturing firms: A mediating effect model of digitalisation moderated by ESG performance // *Heliyon*. – 2023. – Volume 9. – Issue 10. – e20831.
289. Michaelas N. Chittenden F. Poutziouris P. Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical evidence from company panel data // *Small business economics*. – 1999. – No. 12. – pp. 113-130.
290. Miller M.H. Debt and Taxes // *The Journal of Finance*. – 1976. –vol. 32. –No 2. – pp. 261-275.
291. Miller D., Friesen P. H. A longitudinal study of the corporate life cycle // *Management Science*. – 1984. – 30 (10). - pp.1161–1183.
292. Mintzberg, H.; Ahlstrand, B., Lampel J. *Strategy Safari: A Guided Tour through the Wilds of Strategic Management*. – 1998. Free Press
293. Modigliani, F., M.H. Miller. The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment // *American Economic Review*, 1958. – No 3. – pp. 261-297.
294. Modigliani, F., Miller, M. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction // *American Economic Review*. – 1963. –53 (3). –pp. 433–443.
295. Morgenstern C., G. Coqueret G., Kelly J. International market exposure to sovereign ESG // *Journal of Sustainable Finance & Investment*. – 2022. – pp. 1-20.

296. Morck R., Shleifer, A., Vishny, R. W. Large shareholders and corporate control // *The Journal of Political Economy*. –1986. –94(3). –pp.461-468.
297. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis // *Journal of Financial Economics*. –1988. –vol. 20. – issue 1-2. –pp 293-315.
298. Mukherjee S., Mahakud J. Dynamic Adjustment towards Target Capital Structure: Evidence from Indian Firm // *Journal of Advances in Management Research*. –2010. –Vol. 7. –Issues 2. –pp. 250-266.
299. Myers C. Finance Theory and Financial Strategy// *Interfaces*. – 1984. – 14. –pp.126—137.
300. Myers, S. // *The Capital Structure Puzzle*. *Journal of Finance*. – 1984. – 39. – pp. 575-592.
301. Myers, S.C., Majluf, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // *Journal of Financial Economics*. – 1984. – 13. – pp.187-221.
302. Myers S. Financial Architecture // *European financial management*. – 1999. – vol.5. – №2. – pp. 133-141.
303. Murray F.Z. and Vidhan G.K. Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? // *Financial Management*. – 2009. –Vol. 38. – No 1. – pp. 1-37.
304. Naomi P. Akbar I. Beyond sustainability: Empirical evidence from OECD countries on the connection among natural resources, ESG performances, and economic development // *Economics & Sociology*. – 2021. – vol. 14. – n. 4, pp. 89-106.
305. Nguyen T., Elmaghi M., Ntim C., Wu Y. Environmental performance, sustainability, governance and financial performance: Evidence from heavily-polluting industries in China // *Business Strategy and the Environment*. – 2021. – Volume 30. Issue 5. – pp. 2313-2331.
306. Nicolo G. Sustainable corporate governance and non-financial disclosure in Europe: does the gender diversity matter? // *Journal of Applied Accounting Research*. – 2021. – Volume 23. Issue 1. – pp.227-249.
307. Nikonova A.A., Krasil'nikova E.V. Digital transformation routes, data mining methods as a preliminary stage of predictive analytics in corporate finance // *International Conference Technology & Entrepreneurship in Digital Society*. Conference proceedings. – 2019. – C. 31-35.
308. Nivorozhkin E. Capital structures in emerging stock market: The case of Hungary // *The Developing Economies*. –2002. –40 (2). –pp.166 187.
309. Nivorozhkin, E. Financing choices of firms in EU accession countries // *Emerging Markets Review*. – 2005. – (6). –pp. 138-169.
310. Pacheco, L. Ownership Concentration, Control, and Capital Structure in Family and Non-Family Firms // *Journal of Small Business Strategy*. –2022. – 32(3). – 113–127.
311. Pan X., Chen X., Sinha P., Dong N. Are firms with state ownership greener? An institutional complexity view January // *Business Strategy and the Environment*. – 2020. – 29(1). – pp.197–211.
312. Penikas H.I., Vasilyeva E.E. Measuring climate-credit risk relationship using world input-output tables // *Russian Journal of Economics*. – 2023. – T. 9. – № 1. – C. 93-108.
313. Petersen M., Rajan R. The benefits of lending relationships: evidence from small business data // *Journal of finance*. – 1994. – No. 49. – Pp. 3-37
314. Pinkova P., Kaminkova P. Corporate life cycle as determinant of capital structure in companies of Czech automotive industry // *Acta universitatis agriculturae et silviculturae mendelianae brunensis*. – 2012. –Vol. 60. –N 2. –pp. 255-260.
315. Pistolesi F., Teti E. Shedding Light on the Relationship between ESG Ratings and Systematic Risk Author links open overlay panel // *Finance Research Letters*. – 2023. – 104882. In Press.
316. Porter M. *Competitive Strategy*. New-York: Free Press. – 1980

317. Priem R., Gabellone A. The Impact of a Firm's ESG Score on Its Cost of Capital: Can a High ESG Score Serve as a Substitute for a Weaker Legal Environment? // SSRN. – 2022. URL: <https://ssrn.com/abstract=4286057>
318. Pucheta-Martínez, M. C., Bel-Oms I. Nekhili, M. The contribution of financial entities to the sustainable development through the reporting of corporate social responsibility information. // Sustainable Development. – 2019. – 27(3). – pp.388–400.
319. Rajan R., Zingales L. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data // Journal of Finance. – 1995. – 50. – pp. 1421-1460.
320. Rajaiya H. Finance Innovation Success and Capital Structure // Journal of Corporate Finance. – 2023. – Volume 79. – 102345.
321. Rashid A., Khoirunnisaa N., Johari P., Izadi S. National culture and capital structure of the Shariah compliant firms: Evidence from Malaysia, Saudi Arabia and Pakistan // International Review of Economics & Finance. – 2023. Volume 86.
322. Rehan R., Hadi A., Hussain H., Qazi Hye M. Capital structure determinants across sectors: Comparison of observed evidences from the use of time series and panel data estimators // Heliyon. – 2023. – Volume 9. – Issue 9. – e19618.
323. Rehman A., Wang M., Yu H. Dynamics of financial leverage across firm life cycle in Chinese firms: an empirical investigation using dynamic panel data model // China Finance and Economic Review. – 2016. – 4.
324. Rink, D.R, Roden, D.M, Fox H.W. Financial management and planning with the product life cycle concept. Business Horizons. September-October. – 1999. – pp.65–72.
325. Robb A. Small business financing: differences between young and old firms // Journal of entrepreneurial finance and business venture. – 2002. – No. 1. – pp. 5-65.
326. Romano C., Tanewski G., Smyrnios K. Capital structure decision making: a model for family business // Journal of business venturing. – 2001. – No. 16. – pp. 285-310.
327. Romano M., Cirillo A., Favino C., Netti A. ESG (Environmental, Social and Governance) Performance and Board Gender Diversity: The Moderating Role of CEO Duality // Sustainability. – 2020. – 12. – n. 21. – 9298.
328. Ross S.A. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Source // The Bell Journal of Economics. – 1977. – Vol. 8. – No. 1. – pp. 23-40.
329. Serrasqueiro Z., Nunes P. Is age a determinant of SMEs' financing decisions? Empirical evidence using panel data models // Entrepreneurship Theory and Practice. – 2012. – 36(4). – pp. 627–654.
330. Shaki M. Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity // Resources Policy. – 2021. – Volume 72.
331. Shahhen R., Yang H., Bhutto M., Bata H., Khan F. Assessing the Effect of Board Gender Diversity on CSR Reporting Through Moderating Role of Political Connections in Chinese Listed Firms // Frontier in Psychology. – 2021. – 12(1). – pp.16-36.
332. Stiglitz J. Ouis Custodiet Ipsos Custodes? Corporate Governance Failures in the Transition // Challenge. – 1999. – Vol. – 42. – pp. 26–67.
333. Strebulaev, I. A., & Yang, B. The mystery of zero-leverage firms // Journal of Financial Economics. – 2013. – 109. – pp.1–23.
334. Stulz, R. Managerial discretion and optimal financing policies // Journal of Financial Economics. – 1990. – N.26. – pp. 3-27.
335. Suto M., Takehara H. CSR and cost of capital: evidence from Japan // Social Responsibility Journal. – 2017. – vol. 13. – issue 4. – pp.798-81.

336. Swinnen, W. Voordeckers, S. Vandemaele. Capital structure in smes: pecking order versus static trade-off, bounded rationality and the behavioural principles // Working paper. – 2005
337. Teplova T., Sokolova T., Gubareva M., Suhih V. The Multifaceted Sustainable Development and Export Intensity of Emerging Market Firms under Financial Constraints: The Role of ESG and Innovative Activity // Complexity. – 2022. – Vol. 2022. – Article 3295364
338. Teplova T., Sokolova T., Gubareva M., Galenskaya K., Teplov A. Perception and Drivers of Financial Constraints for the Sustainable Development // Sustainability. – 2020. – No. 12. – pp. 1-38.
339. Teplova T., Sokolova T. Surprises of corporate governance and Russian firms debt // Journal of Economics and Business. – 2019. – Vol. 102. – No. March–April. – pp. 39-56.
340. Terjesen S., Couto E., Francisco P. Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity // Journal of Management and Governance. – 2015. – 20(3).
341. Thomsen S., Pedersen T. Ownership structure and economic performance in the largest European companies // Strategic Management Journal. – 2000. – 21 (6). – pp. 689–705.
342. Titman S., Wessels R. The Determinants of Capital Structure // Journal of Finance. – 1988 – 43(2). – pp. 1–18.
343. Utrero-Gonza'lez N. Banking regulation, institutional framework and capital structure: International evidence from industry data // Quarterly review of economics and finance. – 2007. – No. 47. – pp. 481-506.
344. Villalonga, B., Amit, R. How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value? // Journal of Financial Economics. – 2006. – 80. –385-417.
345. Walsh J., Dewar J. Formalization and the Organizational Life Cycle // Journal of Management Studies. – 1987. – N24(3). – pp.215-231.
346. Wanzenried G. Capital Structure Dynamics in the UK and Continental Europe // European Journal of Finance. –2006. –12(8). –pp. 693-716.
347. Wei J., Zhang, Y. Ownership structure, cash flow and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis// Journal of Corporate Finance. –2008. –14. –pp.118-132.
348. Wei, Z, Xie, F & Zhang, S. Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991–2001, Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2005. – vol.40. –pp.87-108.
349. Welch I. Capital Structure and Stock Returns // Journal of Political Economy. University of Chicago Press. –2004. –1(112). –pp. 106–131.
350. Williamson O. Behavioral Assumptions. The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting. N.Y.: The Free Press. –1985. – pp.44–52.
351. Xu X., He Y., Huang Y. Shareholding concentration and corporate ESG performance Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4379904>
352. Xu H., Xiaodong Xu, Junli Yu. The Impact of Mandatory CSR Disclosure on the Cost of Debt Financing: Evidence from China Emerging Markets Finance and Trade. – 2021. –Vol. 57. – Issue 8. – pp. 2191–2205.
353. Yao Y., Luo P. Optimal capital structure and credit spreads under pandemic shocks // Economics Letters. – 2023. –Volume 224. –111009
354. Yu E.P., Tanda A., Luu B., Chai D. Environmental transparency and investors' risk perception: Cross-country evidence on multinational corporations' sustainability practices and cost of equity // Business Strategy and the Environment. – 2021. – 30(8). – pp. 3975-4000.
355. Yunbao L., Cantero G. Hongxia G. The environmental impact of stock market capitalization and energy transition: Natural resource dynamics and international trade // Utilities Policy. – 2023. – Volume 82. – 101517.

356. Zaid M.A.A., Abuhijleh S.T.F., Pucheta-Martinez M.C. Ownership structure, stakeholder engagement, and corporate social responsibility policies: The moderating effect of board independence // *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. – 2020. – 27(3). – pp.1344–1360.

357. Zahid, R.M.A., Saleem, A., Maqsood, U.S. et al. Moderating role of audit quality in ESG performance and capital financing dynamics: insights in China // *Environment, Development and Sustainability*. – 2023. – 30 (7).

358. Zerbib O. The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds // *Journal of Banking & Finance*. – 2019. – Volume 98. – pp. 39-60.

359. Zhou C. Effects of corporate governance on the decision to voluntarily disclose corporate social responsibility reports: evidence from China // *Applied Economics*. – 2019. – 51(55). – pp. 5900–5910.

**Аналитические материалы на английском языке:**

360. Data Climate Bonds// Climate Bond Initiative. URL: <https://www.climatebonds.net/market/data/#issuer-type-charts> (дата обращения 16 мая 2022)

361. Doing Business. Getting credit // The World Bank. URL: <https://archive.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/getting-credit> (дата обращения 11 июня 2020).

362. Doing Business Legacy. Doing Business. Business Ready // The World Bank. URL: <http://www.enterprisesurveys.org/data/exploretopics/finance> (дата обращения 11 июня 2020).

363. Doing Business. Biggest obstacle // The World Bank. URL: <https://www.enterprisesurveys.org/en/data/exploretopics/biggest-obstacle> (дата обращения 11 июня 2020).

364. ESG and the cost of capital // MSCI. URL: <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589> (дата обращения 16 мая 2022)

365. Enterprise Survey. Finance // The World Bank. URL: <https://www.enterprisesurveys.org/en/custom-query> (дата обращения 11.06.2020).

366. European Business Angels Network Statistics Compendium // European Business Angels Network. URL: <https://www.eban.org/eban-publications/> (дата обращения 31 января 2021)

367. Explaining green bonds// Climate Bond Initiative. URL: <https://www.climatebonds.net/market/explaining-green-bonds> (дата обращения 10 января 2023)

368. Fitch ratings ESG relevance // Fitch. URL: [https://www.fitchsolutions.com/products/fitch-ratings-esg-relevance-scores-data?utm\\_campaign=ESG.RS-Data&utm\\_medium=referral&utm\\_source=fitch-ratings&utm\\_content=lnk4&utm\\_term=esg-product](https://www.fitchsolutions.com/products/fitch-ratings-esg-relevance-scores-data?utm_campaign=ESG.RS-Data&utm_medium=referral&utm_source=fitch-ratings&utm_content=lnk4&utm_term=esg-product) (дата обращения 10 мая 2021)

369. Global Innovation Index // URL: [https://www.wipo.int/global\\_innovation\\_index/en/2022/](https://www.wipo.int/global_innovation_index/en/2022/) (дата обращения 15.05.2022).

370. Guidance\_for\_Green\_Social\_and\_SustainabilityLinked\_Loans[https://www.lma.eu.com/application/files/7516/4623/8848/Guidance\\_for\\_Green\\_Social\\_and\\_Sustainability-Linked\\_Loans\\_External\\_Reviews.pdf](https://www.lma.eu.com/application/files/7516/4623/8848/Guidance_for_Green_Social_and_Sustainability-Linked_Loans_External_Reviews.pdf) (дата обращения 10 января 2023)

371. Green Bond Database Methodology // Climate Bond Initiative. URL: <https://www.climatebonds.net/market/green-bond-database-methodology> (дата обращения 16 мая 2022)

372. Green bond pricing primary market // Climate Bond Initiative. URL: <https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bond-pricing-primary-market-h1-2022> (дата обращения 10 января 2023)

373. Guidance for Green, Social, and Sustainability-Linked Loans External Reviews // Loan Market Association.

374. International Property Rights Index 2022 // URL: <https://www.internationalpropertyrightsindex.org/#compare-container> (дата обращения 15.05.2022).

375. McKinsey. The triple play: Growth, profit, and sustainability // URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-triple-play-growth-profit-and-sustainability#/> (дата обращения 17 сентября 2023 г.)

376. Protecting minority investors //The World Bank. URL: <https://archive.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/protecting-minority-investors> (дата обращения 14 сентября 2022)

377. Sustainalytics ESG rating // <https://www.sustainalytics.com/esg-ratings> дата обращения 14 сентября 2022

378. Sustainable-Finance-High-Level-Definitions //International Capital Market Association (ICMA). URL: <https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/> (дата обращения 11.05.2021)

379. Sustainable Debt Issuance Dips as Scrutiny Increases // Bloomberg. URL: <https://about.bnef.com/blog/sustainable-debt-issuance-dips-as-scrutiny-increases/> (дата обращения 16 мая 2022)

380. Sustainable Debt Issuance Dips as Scrutiny Increases // Bloomberg. URL: <https://about.bnef.com/blog/sustainable-debt-issuance-dips-as-scrutiny-increases/> (дата обращения 16 мая 2022)

381. The Global Competitiveness Report // World Economic Forum. URL: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2018>, (дата обращения 12.11.2020).

382. Thomson Reuters Eikon // URL: <https://eikon.refinitiv.com/> дата обращения 12.11.2021).

383. What businesses experience // The World Bank. enterprise surveys. URL: <http://www.enterprisesurveys.org/> (дата обращения 31 января 2020)

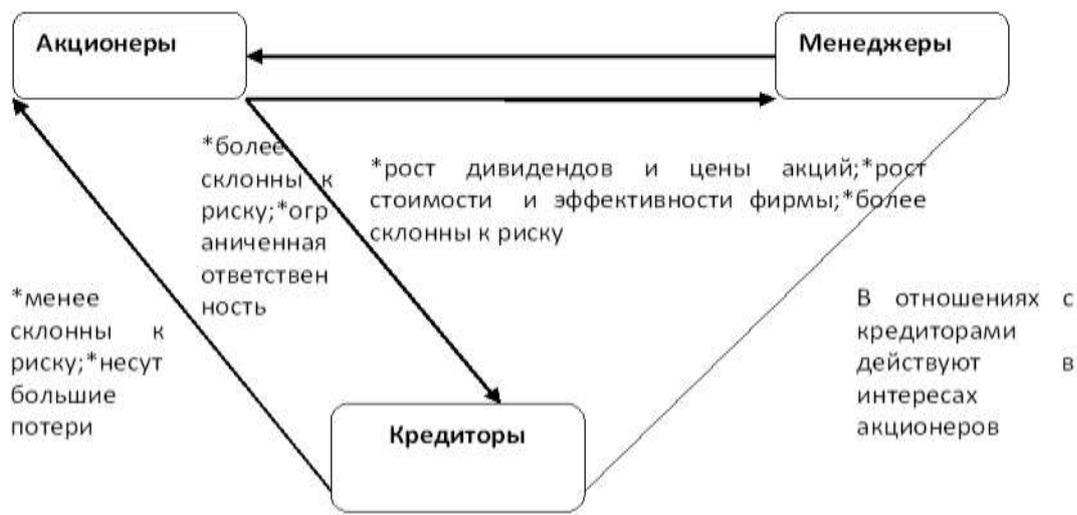
384. Who Cares Wins, 2004–08 // URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/444801491483640669/pdf/113850-BRI-IFC-Breif-whocares-PUBLIC.pdf> (дата обращения 16.05.2022)

385. World Digital Competitiveness // IMD. URL: <https://www.imd.org/centers/world-competitiveness-center/rankings/world-digital-competitiveness/> (дата обращения 20.01.2022).

# Приложение 1. Различные аспекты проявления корпоративных конфликтов



\*рост административных расходов и выплат; \*расширение фирмы; \* менее склонны к риску; \*расход ресурсов фирмы на собственные нужды



Усложняется структура собственности, появляются новые собственники-акционеры, что приводит к увеличению аспектов возникновения корпоративных конфликтов:

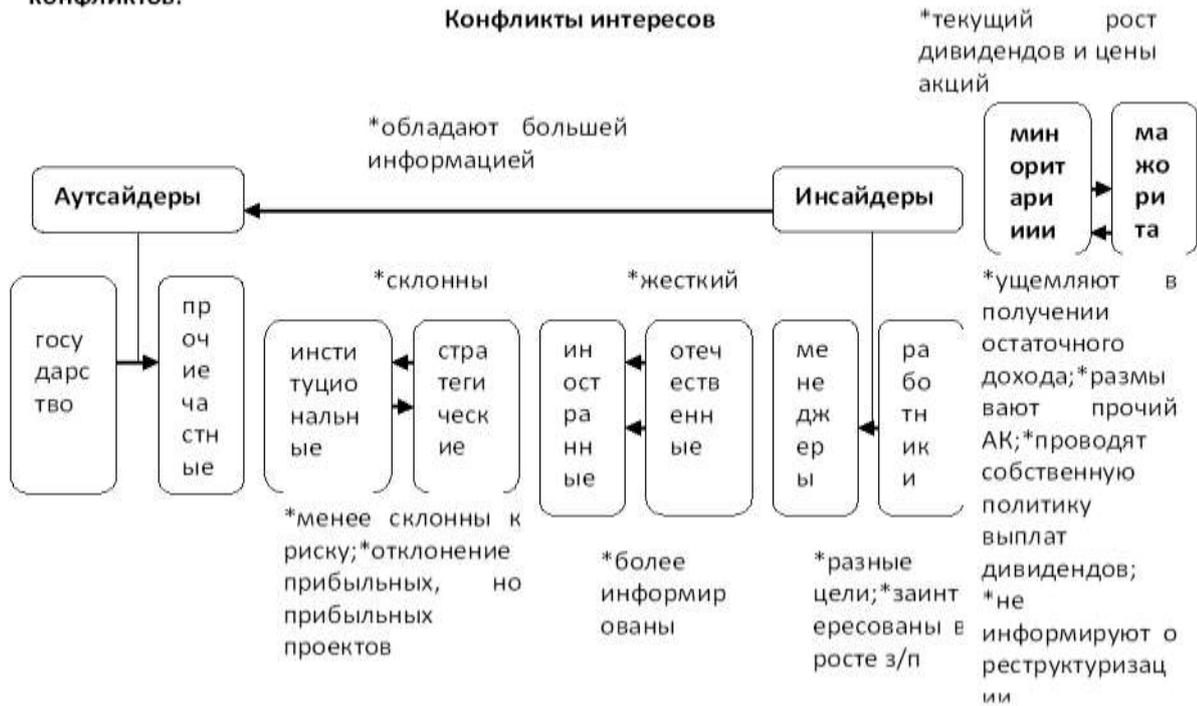


Рисунок 1. Противоречия интересов различных стейкхолдеров

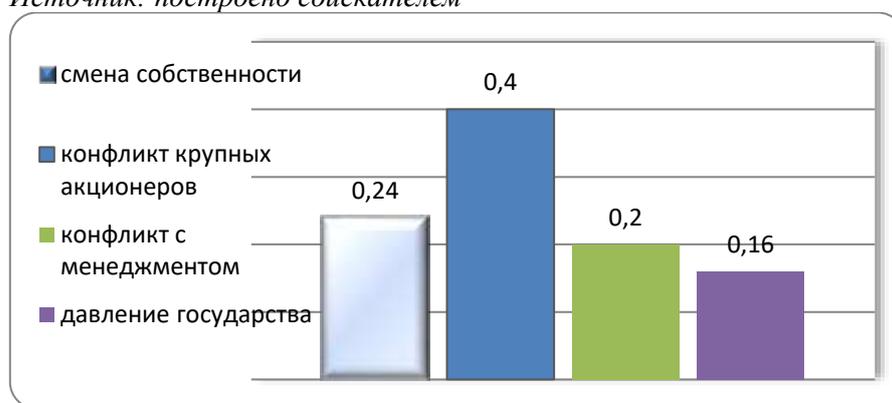
Источник: построено соискателем

Более подробно исследование влияния агентских конфликтов на структуру капитала российских компаний приведено в коллективной монографии. (Структура капитала, 2016).



**Рисунок 2. Доля агентских конфликтов в исследуемой выборке**

*Источник: построено соискателем*



**Рисунок 3. Типы агентских конфликтов в общем объеме выборки**

*Источник: построено соискателем*

Для компаний в странах на развитом рынке капитала медленнее совершенствуется качество корпоративного управления, трансформирующего внешние сигналы в тактические и усовершенствующая стратегические решения внутри компании. Присутствует неопределенность в принятии корпоративных решений и отсутствуют четкие критерии привлечения менеджмента к ответственности за не рациональные сделки, потери в результате совершения сделок, что повышает вероятность появления агентских конфликтов в развивающихся экономиках, а также увеличивают агентские издержки. Для российских компаний можно выделить дополнительные издержки расхождения интересов и корпоративных особенностей – крупные собственники сами являются топ-менеджерами и изымают «инсайдерскую ренту»<sup>87</sup>. При этом агентские конфликты раскрываются публично редко, что затрудняет анализ.

Предпосылки и факторы агентских конфликтов, а также недостаточная развитость рынков капитала, возможность манипуляций финансовой отчетностью, непрозрачность структуры собственности способствуют увеличению агентских издержек. *Состав агентских издержек*

<sup>87</sup> Дзарасов Р.С., Новоженев Д.В. Крупный бизнес и накопление капитала в современной России. Изд. 2-е. - М.: Либроком. – 2009. - 512 с.

определяется предметом прямых или косвенных затрат, а также видом эффектов от упущенной выгоды (Таблица 1).

**Таблица 1.** Структура агентских издержек и их стоимостные эффекты на растущем рынке капитала

Субъекты, несущие потери	Прямые издержки	Косвенные издержки		Условные издержки (упущенная выгода)
<b>Акционеры</b>	За аудит и оперативный мониторинг ( <i>monitoring costs</i> )	Агентская надбавка к стоимости привлечения средств (кредита, лизинга, и др. форм финансирования)		От использования некачественных ресурсов
	Оплата органов контроля			
	Контрактные выплаты	Агентская доля отката: в тендере, в ценах закупок, в договорах продаж		От некачественных управленческих решений
	Стимулирующие надбавки и поощрения	Разница трансфертных цен		Внешнее недофинансирование
	Опционы на собственность	Гарантии кредиторам		Недополученная премия за риск: агентские затраты долга
	Издержки от переинвестирования	Информационные издержки		
	Компенсация отвлечения денег	Вывод неденежных активов		Потери от сделок M&A
	Затраты на статус менеджеров	Снижение:	Эффективности бизнеса	Недостаточная эффективность инвестиционной деятельности
	Создание резервных фондов		Ликвидности	
За выполнение сверхнормативных услуг	Рыночной капитализации		Недополученные дивиденды	
Явные издержки самоограничения: за аудит и самоконтроль ( <i>bonding costs</i> )				Несамостоятельности менеджмента
Страхование решающих действий				
<b>Менеджеры</b>	Специальные взносы, залого	Неявные издержки самоограничения:	за счет перераспределения полномочий	Страховые выплаты за низкое качество решений
	Оплата своих компетенций		за счет пассивности в принятии особых решений	
<b>Кредиторы</b>	Невозврат ссуды или её части, в том числе:	Затраты в связи с реорганизацией предприятия		Недополученная премия за риск
	Затраты в связи с банкротством			Невыполнение гарантий по договору

Источник: разработано соискателем с использованием выводов (Jensen, Meckling, 1976)

## Приложение 2. Влияние агентских особенностей на ESG

**Гипотеза.** Размер Совета директоров и наличие женщин в составе Совета директоров улучшает ESG для компаний на развитом и развивающемся рынке капитала. Различное влияние наличия женщин в Совете на отдельные компоненты устойчивого развития: E, S, G (декомпозиция исследуемой переменной ESG).

**Таблица 1.** Переменные и предполагаемые знаки влияния особенностей агентских отношений на ESG для развитого и развивающегося рынка

Переменная (прокси)	Знак зависимости с ESG	Знак зависимости E	Знак зависимости S	Знак зависимости G
Независимые переменные: контрольные финансово-экономические факторы				
Рентабельность активов (ROA)	+	+	+	+
Независимые переменные: особенности агентских отношений				
Размер Совета директоров <sup>2</sup> (Board_size) Число директоров <sup>2</sup>	∩-образная зависимость	∩-образная зависимость	∩-образная зависимость	∩-образная зависимость
Независимые директора (Independ)	+	+	+	+
Гендерная диверсификация (Board gender)(доля женщин в Совете%)	+	+	+	+

Источник: построено соискателем по результатам систематизации эмпирических исследований

**Таблица 1.2.** Статистические значения выборки крупных американских компаний

	ESG	E	S	G	Board Size	Board_Gender (%)	Board_Gender (n)
Mean	53,85	43,71	34,71	83,00	12,00	0,25	2,99
Median	54,43	43,76	34,14	86,09	12,00	0,25	3,00
Maximum	82,01	84,42	67,84	100,00	23,00	0,67	11,00
Minimum	23,55	0,00	4,05	20,53	5,00	0,00	0,00
Std, Dev,	10,11	16,53	12,33	12,25	3,19	0,12	1,68
Skewness	-0,28	-0,27	0,07	-1,79	0,91	0,11	0,74
Kurtosis	2,97	2,80	2,60	7,19	3,83	2,86	4,15
Jarque-Bera	15,78	16,61	8,87	1521,32	199,81	3,38	175,87
Probability	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,18	0,00
Sum	64831,40	52630,56	41788,30	99937,82	14448,00	301,18	3595,21
Sum Sq, Dev,	122922,70	328546,00	182926,60	180609,70	12244,00	18,51	3381,96
Observations	1204,00	1204,00	1204,00	1204,00	1204,00	1204,00	1204,00

Источник: построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 1.3.** Статистические значения выборки крупных европейских компаний

	ESG	E	S	G	Board Size	Board_Gender (%)	Board_Gender (n)
Mean	52,58	41,82	34,99	80,81	12,35	0,26	3,17
Median	53,54	41,71	34,02	83,96	12,00	0,25	3,00
Maximum	78,91	78,71	66,90	100,00	25,00	0,70	9,00
Minimum	12,85	0,00	2,57	12,13	6,00	0,00	0,00
Std, Dev,	11,05	15,51	12,57	13,88	3,26	0,14	1,82
Skewness	-0,41	-0,21	0,05	-1,43	0,61	0,17	0,50
Kurtosis	3,21	2,79	2,56	5,63	3,37	2,51	2,86
Jarque-Bera	33,51	10,24	9,46	706,19	75,39	16,59	47,46
Probability	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
Sum	58888,11	46841,19	39189,00	90511,23	13835,00	291,83	3555,00
Sum Sq, Dev,	136750,50	269126,60	176764,90	215722,50	11919,69	21,91	3719,02
Observations	1120,00	1120,00	1120,00	1120,00	1120,00	1120,00	1120,00

Источник: построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 1.4.** Статистические значения выборки крупных японских компаний

	ESG	E	S	G	Board Size	Board_Gender (%)
Mean	19,70	9,22	8,39	2,09	11,48	0,07
Median	21,00	10,00	9,00	2,00	11,00	0,07
Maximum	27,00	12,00	12,00	3,00	25,00	0,33
Minimum	7,00	2,00	2,00	1,00	5,00	0,00
Std. Dev.	4,01	2,14	2,23	0,93	3,38	0,07
Skewness	-1,01	-1,00	-0,86	-0,18	0,84	0,86
Kurtosis	3,71	3,91	3,32	1,18	4,58	3,72
Jarque-Bera Probability	53,49 0,00	56,37 0,00	35,10 0,00	39,91 0,00	61,42 0,00	40,50 0,00
Sum	5476,00	2563,00	2332,00	581,00	3192,00	19,47
Sum Sq. Dev.	4452,62	1265,62	1374,04	240,75	3171,41	1,34
Observations	278,00	278,00	278,00	278,00	278,00	278,00

Источник: построено соискателем на основе расчетов

### Выборка крупных публичных нефинансовых российских компаний для исследования:

1. АФК Система, 2. Аэрофлот, 3. Алроса, 4. Газпром, 5. Глобалтранс, 6. Группа ЛСР, 7. Детский мир, 8. X5 Retail Group, 9. VK Group, 10. Лукойл, 11. Магнит, 12. Магнитогорский металлургический комбинат, 13. Мегафон, 14. Мечел, 15. МТС, 16. Новолипецкий металлургический комбинат, 17. Новатэк, 18. Норильский Никель, 19. ОГК-2, 20. Полюс Золото, 21. Полиметалл, 22. Русагро, 23. РАО ЕЭС, 24. Роснефть, 25. Россети, 26. Ростелеком, 27. Русгидро, 28. Сургутнефтегаз, 29. ТГК-1, 30. Фосагро, 31. Северсталь Татнефть, 32. Транснефть, 33. Уралкалий, 34. Энел, 35. Юнипро, 36. Яндекс.

Таблица 1.5. Статистические значения выборки крупных российских компаний

	ESG	E	S	G	BOARD SIZE	STATE	Own Concen	Independ	Board Gender (N)	Board Gender (%)	Agency cost	CFO	ROA
Mean	43,32	38,63	43,64	49,70	9,95	20,67	54,54	3,75	2,97	1,06	13,25	3193,09	9,11
Median	41,58	37,01	41,98	46,94	10,00	0,00	51,80	4,00	1,00	1,00	11,10	1340,37	7,05
Maximum	85,56	89,13	87,43	97,69	15,00	88,89	100,00	7,00	60,42	5,00	33,64	33953,98	53,60
Minimum	0,03	0,00	1,17	0,79	0,00	0,00	6,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-175,41	-12,10
Std. Dev.	18,79	22,46	21,39	24,31	2,69	32,32	23,46	1,47	10,07	1,54	8,63	5733,24	8,36
Skewness	0,18	0,22	0,12	0,01	-0,96	1,05	-0,14	-0,08	4,76	2,10	0,47	3,18	1,36
Kurtosis	2,68	2,13	2,27	2,05	6,23	2,34	2,38	2,81	24,67	6,09	2,17	13,51	6,80
Jarque-Bera Probability	2,05 0,36	8,07 0,02	5,11 0,08	7,90 0,02	127,08 0,00	40,94 0,00	4,13 0,13	0,54 0,76	2941,54 0,00	10,19 0,01	13,26 0,00	1170,31 0,00	174,60 0,00
Sum	9098	7880	9164	10438	2150	4174	11781	811	374	10	2650	593915	1750
Sum Sq. Dev.	73820	102418	95601	123514	1560	210014	118353	463	12667	19	14827	6080000000	13342
Observations	216	216	216	216,00	216,00	216,00	216,00	216,00	216,00	216,00	216,00	215,00	216,00

Источник: построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 2.1.** Корреляционная матрица значений выборки крупных американских компаний

	<b>ESG</b>	<b>E</b>	<b>S</b>	<b>G</b>	<b>Board Size</b>	<b>Board Gender (%)</b>	<b>Board Gender (n)</b>
<b>ESG</b>	1,00						
<b>E</b>	0,83	1,00					
<b>S</b>	0,83	0,63	1,00				
<b>G</b>	0,52	0,07	0,19	1,00			
<b>Board Size</b>	0,01	0,09	0,02	-0,12	1,00		
<b>Board Gender (%)</b>	0,30	0,12	0,28	0,30	-0,04	1,00	
<b>Board Gender (n)</b>	0,26	0,13	0,23	0,23	0,43	0,84	1,00

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 2.2.** Корреляционная матрица значений выборки крупных европейских компаний

	<b>ESG</b>	<b>E</b>	<b>S</b>	<b>G</b>	<b>Board Size</b>	<b>Board Gender (%)</b>	<b>Board Gender (n)</b>
<b>ESG</b>	1,00	0,80	0,84	0,68	0,05	0,29	0,29
<b>E</b>	0,80	1,00	0,59	0,29	0,07	0,14	0,16
<b>S</b>	0,84	0,59	1,00	0,42	0,04	0,19	0,18
<b>G</b>	0,68	0,29	0,42	1,00	0,10	0,35	0,37
<b>Board Size</b>	0,05	0,07	0,04	0,10	1,00	-0,07	0,34
<b>Board Gender (%)</b>	0,29	0,14	0,19	0,35	-0,07	1,00	0,87
<b>Board Gender (n)</b>	0,29	0,16	0,18	0,37	0,34	0,87	1,00

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 2.3.** Корреляционная матрица значений выборки крупных японских компаний

	<b>ESG</b>	<b>E</b>	<b>S</b>	<b>G</b>	<b>Board Size</b>	<b>Board Gender (%)</b>
<b>ESG</b>	1,00	0,87	0,79	0,20	0,12	0,14
<b>E</b>	0,87	1,00	0,52	0,07	0,10	0,15
<b>S</b>	0,79	0,52	1,00	-0,20	-0,02	0,13
<b>G</b>	0,20	0,07	-0,20	1,00	0,27	-0,16
<b>Board Size</b>	0,12	0,10	-0,02	0,27	1,00	-0,14
<b>Board Gender (%)</b>	0,14	0,15	0,13	-0,16	-0,14	1,00

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 2.4.** Корреляционная матрица значений выборки крупных российских компаний

	BOARD SIZE	STATE	Own concen	INDEP	Gender N	Gender Share	Agency cost	Re	ESG	E	S	G	CFO	ROA
BOARD SIZE	1,00	0,30	0,31	0,32	-0,61	-0,41	-0,10	-0,48	0,23	0,28	0,24	0,23	0,10	-0,02
STATE	0,30	1,00	0,42	-0,31	-0,07	-1,00	0,06	-0,04	-0,14	0,06	-0,32	-0,09	0,01	-0,28
Own concen	0,31	0,42	1,00	0,03	-0,43	-0,43	0,15	-0,33	0,16	0,15	0,09	0,23	-0,03	-0,11
INDEP	0,32	-0,31	0,03	1,00	-0,54	-0,43	0,05	-0,41	0,46	0,38	0,42	0,45	0,00	0,10
Gender N	-0,61	-0,07	-0,43	-0,54	1,00	-0,08	-0,09	0,80	-0,43	-0,29	-0,38	-0,37	-0,06	0,14
Gender Share	-0,41	-1,00	-0,43	-0,43	-0,08	1,00	0,52	0,58	0,53	-0,48	-0,33	-0,53	-0,27	-0,37
Agency cost	-0,10	0,06	0,15	0,05	-0,09	0,52	1,00	-0,05	-0,22	-0,32	-0,09	-0,35	0,13	-0,27
Re	-0,48	-0,04	-0,33	-0,41	0,80	0,58	-0,05	1,00	-0,16	-0,21	-0,21	-0,24	0,14	-0,07
ESG	0,23	-0,14	0,16	0,46	-0,43	0,53	-0,22	-0,16	1,00	0,79	0,83	0,68	0,31	0,03
E	0,28	0,06	0,15	0,38	-0,29	-0,48	-0,32	-0,21	0,79	1,00	0,59	0,45	0,33	0,13
S	0,24	-0,32	0,09	0,42	-0,38	-0,33	-0,09	-0,21	0,83	0,59	1,00	0,44	0,36	-0,03
G	0,23	-0,09	0,23	0,45	-0,37	-0,53	-0,35	-0,24	0,68	0,45	0,44	1,00	0,08	-0,03
CFO	0,10	0,01	-0,03	0,00	-0,06	-0,27	0,13	0,14	0,31	0,33	0,36	0,08	1,00	-0,07
ROA	-0,02	-0,28	-0,11	0,10	0,14	-0,37	-0,27	-0,07	0,03	0,13	-0,03	-0,03	-0,07	1,00

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

#### **Методика проведения эконометрического исследования**

1) постановка базовой гипотезы; 2) выбор переменных; 3) конкретизация гипотез; 4) описание выборки данных; 5) построение таблиц со статическими данными: расчет средних значений и корреляционных зависимостей; 6) построение общей регрессионной модели (OLS); 7) построение моделей со случайными (RE) и фиксированными эффектами (FE), проведение тестов Вальда и Хаусмана для выбора наилучшей модели; 8) исследование эндогенности: построение моделей, оцененных освоенным методом моментов (GMM), проведение теста Саргана; 9) выводы о наилучшей модели, значимости переменных, знаках зависимостей.

Корреляционные матрицы не выявили сильной корреляции для независимых переменных ( $<0,4$ ), за исключением – закономерно высокой связи доли женщин в Совете и их числа. Используется переменная доли женщин в Совете. Также очевидно высокая корреляция получена между переменными ESG и E, S, G. В модели введены исследуемые зависимые переменные по очереди.

Для каждой группы компаний по каждой стране: США, Европа, Япония, Россия построены общие модели, оцененные методом МНК. Переменные значимы ( $\text{prob}<0,05$ ). Однако получено низкое значение  $R^2$ . Но высокая  $F > (\text{prob } 0,000)$ .

Далее для выборки по каждой стране построена модель со случайными эффектами и модель с фиксированными эффектами. На основе логики и результатов предыдущих исследований, модель с фиксированными эффектами предполагается более удачной, поскольку

включает наличие влияния индивидуальной компоненты (влияние отдельных компаний). Допускается влияние предыдущих значений независимых переменных на следующее значение для компании. Для достоверности выбора модели проведены дополнительные тесты.

*Построение модели с фиксированными эффектами.* Для модели с фиксированными эффектами получено значительное увеличение  $R^2$ , что свидетельствует о том, что индивидуальные характеристики компании сильнее влияют на общий исследуемый фактор ESG. Кроме того, выявлена низкая ковариация остатков и переменных.

Далее необходимо попарно сравнить модели:

- С фиксированными эффектами (FE) и МНК модель (LS) (тест Вальда). Нулевая гипотеза состоит в том, что нет индивидуального эффекта и МНК модель лучше. Однако  $\text{prob} < 0.05$ ,  $F$  статистики  $> F$  критическое. Нулевая гипотеза отвергается, и принимается альтернативная гипотеза о выборе модели с фиксированными эффектами.
- С фиксированными эффектами (FE) и случайными эффектами (RE) (тест Хаусмана). Нулевая гипотеза, что оценки МНК модели со случайными эффектами являются состоятельными (модель со случайными эффектами лучше). Получено, что  $\text{Chi-Sq. Statistic}$  (хи квадрат)  $> \text{Chi-Sq crit}$  ( $\chi^2$  квадрат распределение). А также  $\text{prob} < 0.0000$ . Нулевая гипотеза отвергается, наилучшей является модель с фиксированными эффектами.

**Таблица 2.5.** Результаты тест Хаусмана для выбора наилучшей модели

	Американские компании	Европейские компании	Российские компании
Chi-Sq. Statistic	13,2	109	25
P-value	0,0014	0,0000	0,004

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 2.6.** Исследование эндогенности в моделях, оцененным обобщенным методом моментов (Generalized Method of Moments)

	Американские компании	Европейские компании	Российские компании
Arellano–Bond AR (1) (z, p value)	-5,2***	-4,2***	-0,8
Arellano–Bond AR (2) (z, value)	1,8**	1,3*	-0,69
Sargan test (J statistic) (chi-square, value)	J=64,9	J=81	J=9,56
Prob(J-statistic)	(p=0,38)>(p=0,0000)	(p=0,35)>(p=0,0000)	(p=0,5)>(p=0,0000)

(\*  $p < 0,1$ ; \*\*  $p < 0,05$ ; \*\*\*  $p < 0,01$ )

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

Согласно тесту Саргана, нулевая гипотеза заключается в том, что переменные не коррелированы с остатками. Поскольку значение  $J$  статистика  $< J$  критическое значение, ( $p\text{-value} > 0,000$ ), то нулевая гипотеза не отклоняется: инструменты валидны и существует экзогенная связь с остатками.

**Таблица 2.7.** Переменные и предполагаемые знаки влияния особенностей агентских отношений на ESG для российских компаний

Переменная (прокси)	Знак зависимости с ESG	Знак зависимости E	Знак зависимости S	Знак зависимости G
<b>Независимые переменные: контрольные финансово-экономические факторы</b>				
Рентабельность активов (ROA)	+	+	+	+
Операционный денежный поток (CFO)	+	+	+	+
<b>Независимые переменные: макроэкономические факторы</b>				
Экологические результаты (Environmental performance)	+	+	+	+
Использование энергии в ВВП (GDP/energy use)	+	+	+	+
<b>Независимые переменные: особенности агентских отношений</b>				
Собственность государства (State_own) (%)	—	—	—	—
Концентрация собственности (Own_concern) (%)	+	+	+	+
Размер Совета директоров <sup>2</sup> (Board_size)	∩-образная зависимость	∩-образная зависимость	∩-образная зависимость	∩-образная зависимость
Независимые директора <sup>2</sup> (Independ)	∩-образная зависимость	∩-образная зависимость	∩-образная зависимость	∩-образная зависимость
Гендерная диверсификация (Board_gender) (%)	+	+	+	+
Агентские издержки (Agency cost)	—	—	—	—

Источник: построено соискателем

### Приложение 3. Исследование соответствия зарубежных и отечественных рейтингов ESG

**Гипотеза.** Отечественные ESG-оценки соответствуют зарубежным ESG-оценкам для российских компаний.

**Таблица 1.** Переменные и предполагаемые знаки влияния особенностей агентских отношений на ESG результаты, рассчитанные российскими организациями для отечественных компаний

Независимые переменные	Прокси (обозначения) переменных	Предположения о связи с российским оценками ESG
Размер Совета директоров	Board Size	Отрицательная нелинейная
Независимые директора	Indep	Отрицательная нелинейная
Иностранная собственность (%)	For_own	Положительная
Государственная собственность (%)	State_own	Отрицательная нелинейная
Агентские издержки	Agency costs	Отрицательная
Рентабельность активов	ROA	Положительная
Инвестиции в основной капитал к выручке	Capex	Положительная

Источник: построено соискателем

**Таблица 2.** Российские и зарубежные ESG оценки некоторых российских компаний

Компании	RAEX				PCPP		Thomson Reuters			
	ESG	E	S	G	Открытость	Устойчивость	ESG раскрытие	E раскрытие	S раскрытие	G раскрытие
НЛМК	1	1	3	24	A	A	66,1	65,1	71,9	62,5
Полиметалл	3	3	5	13	A	A	66,1	64,3	68,4	67,9
Фосагро	4	7	9	3	A	A	60,7	55,0	66,7	67,9
Лукойл	8	10	11	12	A	B	66,8	60,3	75,0	71,4
МТС	10	40	4	2	B+	НЕТ	36,6	30,9	37,5	48,2
Полюс золото	11	4	21	23	B+	B	59,5	55,8	59,7	67,9
Новатэк	15	14	7	71	B+	A	58,9	56,2	60,9	62,5
Газпром	16	11	31	37	A	A	63,5	64,5	62,5	62,5
Роснефть	17	12	27	34	A	A	69,7	62,8	78,1	75,0
Яндекс	34	44	48	19	НЕТ	НЕТ	28,9	29,5	24,6	32,1
Россети	36	25	35	31	A	A	42,6	30,2	50,9	62,5
Сургутнефтегаз	82	32	116	109	C	НЕТ	34,9	35,5	18,8	51,8

Источник: построено соискателем на основе расчетов

Для исследуемой выборки российских компаний были дополнены значения отечественных ESG рэнкингов RAEX и PCPP. Далее рассчитана сила связи между зарубежными и отечественными ESG и между отдельными индикаторами (E), (S), (G). Выявлены высокие коэффициенты корреляции, что обозначает тесноту связей и достоверность оценок.

**Таблица 3.** Результаты корреляции

	ESG_Thomson Reuters / ESG RAEX	E_Thomson Reuters / E RAEX	S_Thomson Reuters / S RAEX	G_Thomson Reuters / G RAEX
Коэффициент корреляции	0,68	0,75	0,62	0,42

Источник: рассчитано соискателем

#### Приложение 4. Влияние ESG на стоимость капитала на развитом и развивающемся рынке

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * r_{e_{it}} + b_2 * ESG_{it} + b_3 * ESG_{it}^2 + b_4 * beta_{it} + b_5 * ERP_t + b_6 * r_{ft} + b_7 * [EPS_{it}; DIV_{it}] + b_8 * OPM_{it} + b_9 * Mcap\_GDP_t + \varepsilon_{it}$$

$$r_{d_{it+1}} = a + b_1 * r_{d_{it}} + b_2 * ESG_{it} + b_3 * ESG_{it}^2 + b_4 * OPM_{it} + b_5 * Credit\_rating_{it} + b_6 * Credit\_GDP_t + b_6 * CPI_t + \varepsilon_{it}$$

Таблица 4. 1. Гипотезы о влиянии ESG на стоимость капитала

Переменная (прокси)	Знак зависимости со стоимостью собственного капитала Г <sub>е</sub>	Знак зависимости со стоимостью заемного капитала Г <sub>д</sub>
Независимые переменные:		
ESG	-	-
ESG <sup>2</sup>	∩	∩
Мера систематического риска β	+	+
Премия за рыночный риск RP	+	+
Маржа операционной прибыли OPM	-	-
Кредитный рейтинг компании Credit Rating		-
Макроэкономические факторы:		
Выданные кредиты к ВВП Credit_GDP		-
Капитализация компаний по отношению к ВВП Mcap_GDP	-	
Инфляция CPI		+

Источник: построено соискателем

Таблица 4.2. Статистические значения выборки крупных компаний на развитом рынке капитала

	ESG	E	S	G	WACC	Rd	Re	RISK PREMIUM	CREDIT RATING	OPER MARGIN
<b>Mean</b>	35,13	11,32	11,73	12,08	6,21	1,24	9,79	9,33	0,16	8,67
<b>Median</b>	35,00	12,00	11,00	12,00	6,31	1,17	10,02	8,88	0,00	0,83
<b>Maximum</b>	45,00	16,00	18,00	16,00	16,92	11,69	30,64	29,56	1,00	172,55
<b>Minimum</b>	23,00	5,00	6,00	12,00	0,00	-0,43	0,00	0,00	0,00	-148,94
<b>Std. Dev.</b>	3,57	2,36	1,86	0,35	2,99	1,09	4,04	3,18	0,37	18,78
<b>Skewness</b>	-0,28	-0,45	0,11	5,68	-0,34	3,16	-0,81	-0,13	1,84	0,88
<b>Kurtosis</b>	2,52	2,83	2,10	47,17	3,18	24,51	4,92	6,07	4,39	25,51
<b>Jarque-Bera Probability</b>	20,07	31,71	31,61	77299	18,77	18677	234,71	352,72	575,02	18949,75
	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Sum</b>	31334	10093	10462	10779,00	5542	1107	8729	8325,59	144,00	7729,76
<b>Sum Sq. Dev.</b>	11333	4952	3094	106,69	7955	1060	14521	9032,87	120,75	314180
<b>Observations</b>	892,00	892,00	892,00	892,00	892,00	892,00	892,00	892,00	892,00	892,00

Источник: построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 4.3.** Статистические значения выборки крупных компаний на развивающемся рынке капитала

	ESG	E	S	G	WACC	Rd	Re	RISK PREMIUM	CREDIT RATING	OPER MARGIN
<u>Mean</u>	35,96	11,76	11,97	12,23	7,87	4,04	11,44	7,84	0,21	7,22
<u>Median</u>	36,00	12,00	12,00	12,00	8,27	2,58	12,54	8,01	0,00	0,00
<u>Maximum</u>	48,00	16,00	18,00	18,00	22,03	15,73	32,70	31,62	1,00	204,36
<u>Minimum</u>	24,00	5,00	6,00	12,00	0,00	-0,32	0,00	-0,55	0,00	-52,85
<u>Std. Dev.</u>	3,76	2,56	1,77	0,70	4,54	3,61	5,88	4,97	0,40	17,00
<u>Skewness</u>	-0,10	-0,17	-0,13	4,35	0,00	0,87	-0,13	1,32	1,46	5,10
<u>Kurtosis</u>	2,63	1,95	2,84	27,35	2,86	2,81	4,26	7,36	3,12	49,08
<u>Jarque-Bera</u>	3,51	25,15	1,96	13683	0,37	63,19	33,74	531,40	173,81	45573,53
<u>Probability</u>	0,17	0,00	0,37	0,00	0,83	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
33										
<u>Sum</u>	17656	5772	5877	6007	3865	1984,96	5616,00	3849,17	101,00	3545,35
<u>Sum Sq. Dev.</u>	6923	3206	1530,54	238	10115	6386	16925	12124	80,22	141591,70
<u>Observations</u>	491,00	491,00	491,00	491,00	491,00	491,00	491,00	491,00	491,00	491,00

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 4.4.** Статистические значения выборки крупных российских компаний

	ESG	E	S	G	re	rd	WACC	BETA	rf	ERP	OPM
<u>Mean</u>	43,32	38,63	43,64	49,70	14,03	2,63	11,68	1,16	4,91	8,81	0,15
<u>Median</u>	41,58	37,01	41,98	46,94	12,01	2,79	10,99	0,90	5,51	9,23	0,10
<u>Maximum</u>	85,56	89,13	87,43	97,69	75,58	5,00	27,76	8,97	6,27	10,50	0,61
<u>Minimum</u>	0,03	0,00	1,17	0,79	1,93	0,00	3,00	0,46	2,70	5,60	-0,03
<u>Std. Dev.</u>	18,79	22,46	21,39	24,31	10,43	1,03	4,81	1,22	1,25	1,64	0,11
<u>Skewness</u>	0,18	0,22	0,12	0,01	4,34	-0,20	0,66	5,41	-0,76	-0,98	1,66
<u>Kurtosis</u>	2,68	2,13	2,27	2,05	25,17	3,14	3,42	33,41	2,05	2,78	5,90
<u>Jarque-Bera</u>	2,05	8,07	5,11	7,90	5076,52	1,12	13,82	7639,72	28,84	35,38	148,51
<u>Probability</u>	0,36	0,02	0,08	0,02	0,00	0,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<u>Sum</u>	9097,86	7879,77	9164,27	10437,63	3015,87	409,92	2031,71	204,47	1061,12	1903,73	26,99
<u>Sum Sq. Dev.</u>	73820,23	102417,80	95600,62	123513,90	23275,39	164,47	3999,33	260,37	335,10	576,54	2,33
<u>Observations</u>	216,00	216,00	216,00	216,00	216,00	216,00	216,00	216,00	216,00	216,00	216,00

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 4.5.** Корреляционная матрица значений выборки крупных компаний на развитом рынке капитала

	ESG	E	S	G	WACC	Rd	Re	RISK PREMIUM	CREDIT RATING	OPER MARGIN
ESG	1,00	0,88	0,80	0,08	-0,09	0,19	-0,05	-0,11	0,24	-0,04
E	0,88	1,00	0,45	0,04	0,00	0,17	0,00	-0,04	0,11	-0,06
S	0,80	0,45	1,00	-0,04	-0,16	0,13	-0,06	-0,10	0,20	-0,06
G	0,08	0,04	-0,04	1,00	-0,05	0,19	-0,03	-0,12	0,62	0,15
WACC	-0,09	0,00	-0,16	-0,05	1,00	0,18	0,54	0,33	-0,02	0,20
Rd	0,19	0,17	0,13	0,19	0,18	1,00	0,11	-0,22	0,33	0,12
Re	-0,05	0,00	-0,06	-0,03	0,54	0,11	1,00	0,82	-0,10	-0,04
RISK PREMIUM	-0,11	-0,04	-0,10	-0,12	0,33	-0,22	0,82	1,00	-0,23	-0,14
CREDIT_RATING	0,24	0,11	0,20	0,62	-0,02	0,33	-0,10	-0,23	1,00	0,26
OPER_MARGIN	-0,04	-0,06	-0,06	0,15	0,20	0,12	-0,04	-0,14	0,26	1,00

Источник: построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 4.6.** Корреляционная матрица значений выборки крупных компаний на развивающемся рынке капитала

	ESG	E	S	G	WACC	Rd	Re	RISK PREMIUM	CREDIT RATING	OPER MARGIN
ESG	1,00	0,89	0,75	0,14	0,15	0,04	0,08	0,02	0,26	0,10
E	0,89	1,00	0,44	0,01	0,20	0,07	0,11	0,04	0,15	0,06
S	0,75	0,44	1,00	-0,01	-0,02	-0,08	0,02	0,03	0,11	0,03
G	0,14	0,01	-0,01	1,00	0,11	0,18	0,01	-0,08	0,82	0,36
WACC	0,15	0,20	-0,02	0,11	1,00	0,70	0,69	0,17	0,13	0,30
Rd	0,04	0,07	-0,08	0,18	0,70	1,00	0,44	-0,17	0,19	0,31
Re	0,08	0,11	0,02	0,01	0,69	0,44	1,00	0,63	0,06	0,11
RISK PREMIUM	0,02	0,04	0,03	-0,08	0,17	-0,17	0,63	1,00	-0,02	-0,11
CREDIT_RATING	0,26	0,15	0,11	0,82	0,13	0,19	0,06	-0,02	1,00	0,45
OPER_MARGIN	0,10	0,06	0,03	0,36	0,30	0,31	0,11	-0,11	0,45	1,00

Источник: построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 4.7.** Корреляционная матрица значений выборки крупных российских компаний

	Re	ESG	E	S	G	CFO	Interest Debt_to EBITDA	ROA	Rd	LR_DEBT	LR_D_A	MCAP
Re	1,00	-0,16	-0,21	-0,21	-0,24	0,14	-0,19	-0,07	0,07	0,11	-0,19	0,12
ESG	-0,16	1,00	0,79	0,83	0,68	0,31	-0,26	0,03	-0,17	0,39	0,27	0,41
E	-0,21	0,79	1,00	0,59	0,45	0,33	-0,15	0,13	-0,16	0,31	0,13	0,15
S	-0,21	0,83	0,59	1,00	0,44	0,36	-0,23	-0,03	-0,21	0,46	0,30	0,08
G	-0,24	0,68	0,45	0,44	1,00	0,08	-0,25	-0,03	-0,14	0,20	0,29	0,00
CFO	0,14	0,31	0,33	0,36	0,08	1,00	-0,15	-0,07	0,01	0,82	-0,18	0,19
Interest Debt_to EBITDA	-0,19	-0,26	-0,15	-0,23	-0,25	-0,15	1,00	0,10	-0,18	-0,18	-0,30	-0,06
ROA	-0,07	0,03	0,13	-0,03	-0,03	-0,07	0,10	1,00	0,07	-0,20	-0,10	0,04
Rd	0,07	-0,17	-0,16	-0,21	-0,14	0,01	-0,18	0,07	1,00	-0,05	0,06	-0,04
LR_DEBT	0,11	0,39	0,31	0,46	0,20	0,82	-0,18	-0,20	-0,05	1,00	0,04	0,17
LR_D_A	-0,19	0,27	0,13	0,30	0,29	-0,18	-0,30	-0,10	0,06	0,04	1,00	-0,10
MCAP	0,12	0,41	0,15	0,08	0,00	0,19	-0,06	0,04	-0,04	0,17	-0,10	1,00

Источник: построено соискателем на основе расчетов

	ESG	E	S	G	re	rd	WACC	BETA	rf	ERP	OPM
ESG	1,00	0,79	0,84	0,80	-0,20	-0,11	-0,27	-0,03	-0,18	-0,11	0,04
E	0,79	1,00	0,50	0,51	-0,09	-0,09	-0,11	-0,02	-0,20	-0,10	0,13
S	0,84	0,50	1,00	0,54	-0,22	-0,22	-0,30	0,07	-0,24	-0,17	-0,06
G	0,80	0,51	0,54	1,00	-0,20	-0,02	-0,36	-0,09	-0,04	-0,03	0,03
Re	-0,20	-0,09	-0,22	-0,20	1,00	0,12	-0,03	0,23	0,06	0,00	-0,34
Rd	-0,11	-0,09	-0,22	-0,02	0,12	1,00	0,16	0,00	0,74	0,49	0,02
WACC	-0,27	-0,11	-0,30	-0,36	-0,03	0,16	1,00	0,22	0,21	-0,02	0,20
Beta	-0,03	-0,02	0,07	-0,09	0,23	0,00	0,22	1,00	0,13	0,09	-0,17
Rf	-0,18	-0,20	-0,24	-0,04	0,06	0,74	0,21	0,13	1,00	0,54	0,03
ERP	-0,11	-0,10	-0,17	-0,03	0,00	0,49	-0,02	0,09	0,54	1,00	0,01
OPM	0,04	0,13	-0,06	0,03	-0,34	0,02	0,20	-0,17	0,03	0,01	1,00

Источник: построено соискателем на основе расчетов

**Таблица 4.8.** Влияние ESG на стоимость собственного и заемного капитала (тесты)

Тест Хаусмана и исследование эндогенности в моделях, оцененным обобщенным методом моментов (Generalized Method of Moments)

	Российские компании	
	Стоимость собственного капитала $r_e$	Стоимость долга $r_d$
Тест Хаусмана		
Chi-Sq. Statistic	32	21
P-value	0,000	0,03
Результаты тестов для моделей GMM		
Arellano–Bond AR (1) (z, p value)	-1,64*	-2,4**
Arellano–Bond AR (2) (z, value)	-0,64	-0,57
Sargan test (J statistic) < (chi-square, value)	J=10	J=19
Prob(J-statistic)	(p=0,29)>(p=0,0000)	(p=0,3)>(p=0,0000)

(\* p < 0,1; \*\* p < 0,05; \*\*\* p < 0,01)

Источник: построено соискателем на основе расчетов

**Влияние ESG и особенностей агентских отношений на структуру капитала.**

$$Lev_{it+1} = a + b_1 * ESG_{it} + b_2 * Capex_{it} + b_3 * r_{eti} + b_4 * ROA_{eti} + b_5 * QT_{eti} + b_6 * GDP_{ti} + b_7 * IPC_{ti} + \varepsilon_{ti} ,$$

$$Lev_{it+1} = a + b_1 * Board\_size_{it} + b_2 * Independ_{ti} + b_3 * State_{ownti} + b_4 * Own_{concenti} + b_5 * Agency\_cost_{it} + b_6 * ROA_{eti} + b_7 * QT_{eti} + \varepsilon_{ti} ,$$

Зависимая переменная: Lev – отношение балансового долгосрочного долга к активам компании, выбрано в силу снижения волатильности переменных; MLev – рыночное значение левереджа.

**Таблица 4.9.** Гипотезы о влиянии ESG и агентских особенностей на левередж

Переменная (прокси)	Левередж, балансовое значение (BLev)	Левередж, рыночное значение (MLev)
<b>Индикаторы устойчивого развития:</b>		
ESG	+	+
Environmental (отношение к окружающей среде)	+	+
Social (социальная политика)	+	+
Governance (качество управления)	+	+
<b>Особенности агентских отношений:</b>		
Государственная собственность (%) (State)	+	+
Концентрация собственности (Own concen)	+	+
Размер Совета директоров <sup>2</sup> (Board Size <sup>2</sup> )	∩-образное влияние	∩-образное влияние
Независимые директора <sup>2</sup> (Independ)	+	+
Агентские издержки (Agency cost)	-	-
<b>Контрольные переменные:</b>		
Вложения в основной капитал (Capex)	+	+
Рентабельность активов (ROA)	-	-
Q Тобина	+	-
<b>Макроэкономические факторы:</b>		
ВВП на душу (GDP)	+	+-
Инфляция	+-	+-

Источник: построено соискателем

**Таблица 4.10.** Влияние ESG на структуру капитала российских компаний. Тест Хаусмана и исследование эндогенности в моделях, оцененным обобщенным методом моментов (Generalized Method of Moments)

	Российские компании	
	Левередж, балансовое значение (Lev)	Левередж, рыночное значение (MLev)
<b>Тест Хаусмана</b>		
Chi-Sq. Statistic	27	30,87
P-value	0,0030	0,0000
<b>Результаты тестов для моделей GMM</b>		
Arellano–Bond AR (1) (z, p value)	-1,46	-0,42
Arellano–Bond AR (2) (z, value)	2,07**	0,07
Sargan test (J statistic) < (chi-square, value)	J=20	J=13
Prob.	(p=0,1) > (p=0,0000)	(p=0,39) > (p=0,0000)

(\* p < 0,1; \*\* p < 0,05; \*\*\* p < 0,01)

Источник: построено соискателем на основе расчетов

**Приложение 5. Оценка структуры капитала на разных стадиях жизненного цикла, моделирование вероятности перехода на новую стадию в зависимости от индикаторов структуры капитала и прочих факторов для крупных российских компаний**

**Таблица 1.** Статистические значения выборки крупных российских нефинансовых компаний

	CR	OPM	LEV	LOG(REV)	LOG(MC)	REVGR
Mean	1,76	14,84	2,45	22,06	22,01	10,33
Median	1,55	12,47	2,26	21,90	22,21	9,96
Maximum	6,90	93,92	7,63	26,54	26,66	104,99
Minimum	0,50	-75,78	1,12	18,44	17,81	-76,86
Std. Dev.	1,02	19,45	1,00	1,47	1,84	20,03
Skewness	2,36	0,23	2,23	0,62	0,17	0,24
Kurtosis	10,50	7,22	10,04	3,39	3,02	7,60
Jarque-Bera Probability	801,71	183,58	710,13	17,26	1,14	217,94
Sum	432,19	3634,60	601,23	5404,45	5392,42	2531,72
Sum Sq. Dev	252,07	92329,95	245,75	525,64	829,44	97895,80
Observations	250	250	250	250	250	250

Источник: построено соискателем на основе расчетов

В связи с тем, что данные имеют ненормальное распределение, применяется метод Спирмена для оценки корреляции. В случае наличия сильной корреляции между переменными, они исключались из модели, например логарифм выручки  $\log(\text{rev})$ .

**Таблица 2.** Корреляционная матрица значений выборки крупных российских нефинансовых компаний

	CR	OPM	FINLEV	LOG(REV)	LOG(MC)	REVGR
CR	1,00	-0,10	-0,35	-0,13	0,00	-0,04
OPM	-0,10	1,00	-0,35	0,08	0,24	0,23
LEV	-0,35	-0,35	1,00	0,23	-0,19	-0,02
LOG(REV)	-0,13	0,08	0,23	1,00	0,74	0,06
LOG(MC)	0,00	0,24	-0,19	0,74	1,00	0,14
REVGR	-0,04	0,23	-0,02	0,06	0,14	1,00

Источник: построено соискателем на основе расчетов



Рисунок 1. Отраслевая характеристика выборки данных

Источник: построено соискателем на основе выборки

**Таблица 3.** Оценка корректности предсказаний на стадии медленного роста

Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification  
Equation: GROWTH\_TEST1

Success cutoff: C = 0.5

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)<=C	154	63	217	169	75	244
P(Dep=1)>C	15	12	27	0	0	0
Total	169	75	244	169	75	244
Correct	154	12	166	169	0	169
% Correct	91.12	16.00	68.03	100.00	0.00	69.26
% Incorrect	8.88	84.00	31.97	0.00	100.00	30.74
Total Gain*	-8.88	16.00	-1.23			
Percent Gain**	NA	16.00	-4.00			

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
E(# of Dep=0)	122.70	46.30	169.00	117.05	51.95	169.00
E(# of Dep=1)	46.30	28.70	75.00	51.95	23.05	75.00
Total	169.00	75.00	244.00	169.00	75.00	244.00
Correct	122.70	28.70	151.41	117.05	23.05	140.11
% Correct	72.61	38.27	62.05	69.26	30.74	57.42
% Incorrect	27.39	61.73	37.95	30.74	69.26	42.58
Total Gain*	3.34	7.53	4.63			
Percent Gain**	10.88	10.88	10.88			

\*Change in "% Correct" from default (constant probability) specification  
\*\*Percent of incorrect

**Таблица 4.** Оценка корректности предсказаний на стадии бурного роста

Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification  
Equation: BOOST\_TEST2

Success cutoff: C = 0.5

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)<=C	174	26	200	184	60	244
P(Dep=1)>C	10	34	44	0	0	0
Total	184	60	244	184	60	244
Correct	174	34	208	184	0	184
% Correct	94.57	56.67	85.25	100.00	0.00	75.41
% Incorrect	5.43	43.33	14.75	0.00	100.00	24.59
Total Gain*	-5.43	56.67	9.84			
Percent Gain**	NA	56.67	40.00			

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
E(# of Dep=0)	156.69	27.31	184.00	138.75	45.25	184.00
E(# of Dep=1)	27.31	32.69	60.00	45.25	14.75	60.00
Total	184.00	60.00	244.00	184.00	60.00	244.00
Correct	156.69	32.69	189.38	138.75	14.75	153.51
% Correct	85.16	54.48	77.62	75.41	24.59	62.91
% Incorrect	14.84	45.52	22.38	24.59	75.41	37.09
Total Gain*	9.75	29.89	14.70			
Percent Gain**	39.64	39.64	39.64			

\*Change in "% Correct" from default (constant probability) specification  
\*\*Percent of incorrect (default)

**Таблица 5.** Оценка корректности предсказаний на стадия зрелости

Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification  
Equation: MAT\_TEST3

Success cutoff: C = 0.5

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)<=C	154	37	191	170	74	244
P(Dep=1)>C	16	37	53	0	0	0
Total	170	74	244	170	74	244
Correct	154	37	191	170	0	170
% Correct	90.59	50.00	78.28	100.00	0.00	69.67
% Incorrect	9.41	50.00	21.72	0.00	100.00	30.33
Total Gain*	-9.41	50.00	8.61			
Percent Gain**	NA	50.00	28.38			

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
E(# of Dep=0)	132.18	37.82	170.00	118.44	51.56	170.00
E(# of Dep=1)	37.82	36.18	74.00	51.56	22.44	74.00
Total	170.00	74.00	244.00	170.00	74.00	244.00
Correct	132.18	36.18	168.36	118.44	22.44	140.89
% Correct	77.75	48.89	69.00	69.67	30.33	57.74
% Incorrect	22.25	51.11	31.00	30.33	69.67	42.26
Total Gain*	8.08	18.56	11.26			
Percent Gain**	26.64	26.64	26.64			

\*Change in "% Correct" from default (constant probability) specification  
\*\*Percent of incorrect (default) prediction

**Таблица 6.** Оценка корректности предсказаний на стадии спада

Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification  
Equation: DECLINE\_TEST4

Success cutoff: C = 0.5

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)<=C	201	24	225	209	35	244
P(Dep=1)>C	8	11	19	0	0	0
Total	209	35	244	209	35	244
Correct	201	11	212	209	0	209
% Correct	96.17	31.43	86.89	100.00	0.00	85.66
% Incorrect	3.83	68.57	13.11	0.00	100.00	14.34
Total Gain*	-3.83	31.43	1.23			
Percent Gain**	NA	31.43	8.57			

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
E(# of Dep=0)	186.72	22.28	209.00	179.02	29.98	209.00
E(# of Dep=1)	22.28	12.72	35.00	29.98	5.02	35.00
Total	209.00	35.00	244.00	209.00	35.00	244.00
Correct	186.72	12.72	199.45	179.02	5.02	184.04
% Correct	89.34	36.35	81.74	85.66	14.34	75.43
% Incorrect	10.66	63.65	18.26	14.34	85.66	24.57
Total Gain*	3.69	22.01	6.31			
Percent Gain**	25.69	25.69	25.69			

\*Change in "% Correct" from default (constant probability) specification  
\*\*Percent of incorrect (default)

**Таблица 7.** Оценка корректности предсказаний перехода

со стадии медленного роста на  
стадию бурного роста

со стадии бурного роста  
на стадию зрелости

Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification  
Equation: Growth\_BOOST  
Date: 04/14/23 Time: 20:55  
Success cutoff: C = 0.5

Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification  
Equation: BOOST\_MAT\_TEST  
Date: 04/14/23 Time: 22:00  
Success cutoff: C = 0.5

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)<=C	60	16	76	75	60	135
P(Dep=1)>C	15	44	59	0	0	0
Total	75	60	135	75	60	135
Correct	60	44	104	75	0	75
% Correct	80.00	73.33	77.04	100.00	0.00	55.56
% Incorrect	20.00	26.67	22.96	0.00	100.00	44.44
Total Gain*	-20.00	73.33	21.48			
Percent Gain**	NA	73.33	48.33			

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)<=C	48	9	57	0	0	0
P(Dep=1)>C	7	66	73	55	75	130
Total	55	75	130	55	75	130
Correct	48	66	114	0	75	75
% Correct	87.27	88.00	87.69	0.00	100.00	57.69
% Incorrect	12.73	12.00	12.31	100.00	0.00	42.31
Total Gain*	87.27	-12.00	30.00			
Percent Gain**	87.27	NA	70.91			

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
E(# of Dep=0)	57.64	17.36	75.00	41.67	33.33	75.00
E(# of Dep=1)	17.36	42.64	60.00	33.33	26.67	60.00
Total	75.00	60.00	135.00	75.00	60.00	135.00
Correct	57.64	42.64	100.28	41.67	26.67	68.33
% Correct	76.85	71.07	74.28	55.56	44.44	50.61
% Incorrect	23.15	28.93	25.72	44.44	55.56	49.39
Total Gain*	21.30	26.62	23.67			
Percent Gain**	47.92	47.92	47.92			

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
E(# of Dep=0)	41.55	13.45	55.00	23.27	31.73	55.00
E(# of Dep=1)	13.45	61.55	75.00	31.73	43.27	75.00
Total	55.00	75.00	130.00	55.00	75.00	130.00
Correct	41.55	61.55	103.10	23.27	43.27	66.54
% Correct	75.55	82.07	79.31	42.31	57.69	51.18
% Incorrect	24.45	17.93	20.69	57.69	42.31	48.82
Total Gain*	33.24	24.38	28.13			
Percent Gain**	57.61	57.61	57.61			

\*Change in "% Correct" from default (constant probability) specification  
\*\*Percent of incorrect (default) prediction

\*Change in "% Correct" from default (constant probability) specification  
\*\*Percent of incorrect (default) prediction

**Таблица 9.** Оценка корректности предсказаний перехода со стадии зрелости на стадию спада

Expectation-Prediction Evaluation for Binary Specification  
Equation: MAT\_DEC\_TEST  
Date: 04/14/23 Time: 22:01  
Success cutoff: C = 0.5

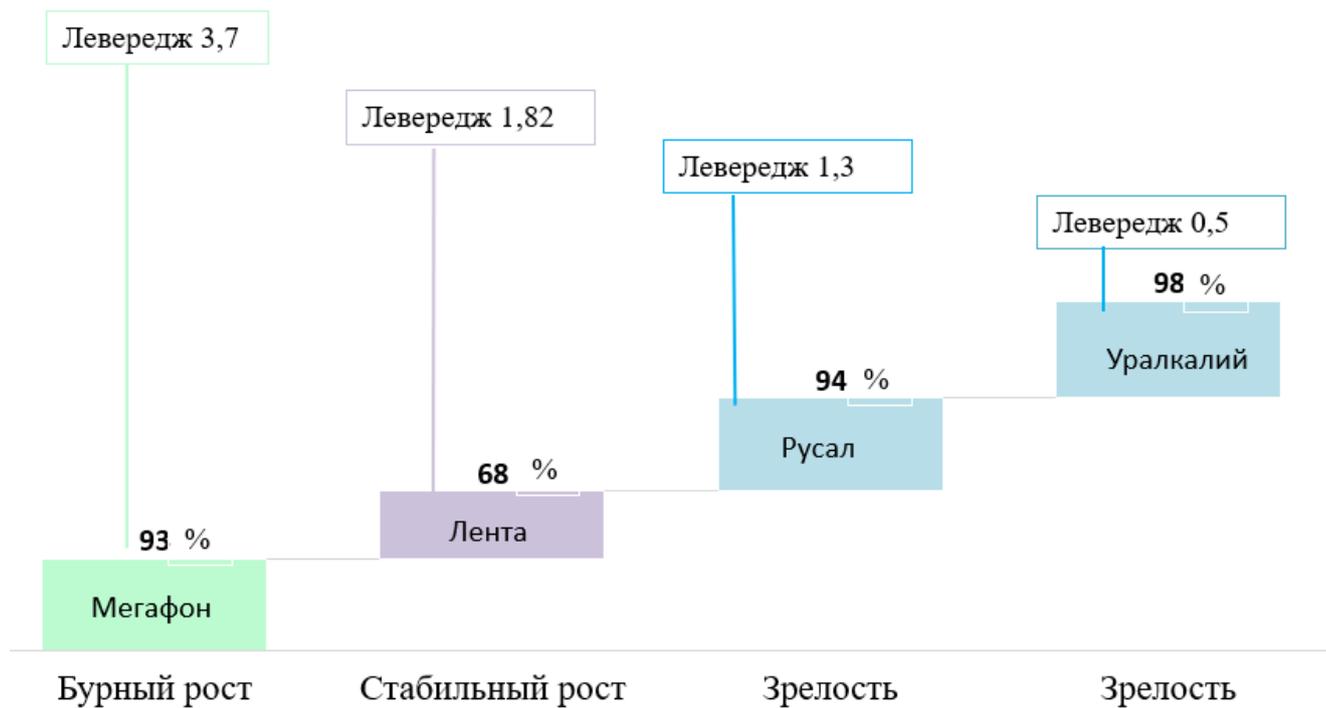
	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
P(Dep=1)<=C	70	15	85	75	35	110
P(Dep=1)>C	5	20	25	0	0	0
Total	75	35	110	75	35	110
Correct	70	20	90	75	0	75
% Correct	93.33	57.14	81.82	100.00	0.00	68.18
% Incorrect	6.67	42.86	18.18	0.00	100.00	31.82
Total Gain*	-6.67	57.14	13.64			
Percent Gain**	NA	57.14	42.86			

	Estimated Equation			Constant Probability		
	Dep=0	Dep=1	Total	Dep=0	Dep=1	Total
E(# of Dep=0)	59.84	15.16	75.00	51.14	23.86	75.00
E(# of Dep=1)	15.16	19.84	35.00	23.86	11.14	35.00
Total	75.00	35.00	110.00	75.00	35.00	110.00
Correct	59.84	19.84	79.67	51.14	11.14	62.27
% Correct	79.78	56.68	72.43	68.18	31.82	56.61
% Incorrect	20.22	43.32	27.57	31.82	68.18	43.39
Total Gain*	11.60	24.86	15.82			
Percent Gain**	36.46	36.46	36.46			

\*Change in "% Correct" from default (constant probability) specification  
\*\*Percent of incorrect (default) prediction

### Приложение 6. Оценка вероятности нахождения компаний по результатам моделирования

Для реальных компаний на основе моделирования уравнение (15-19) по данным ликвидности, маржинальности, левереджа рассчитана вероятность их нахождения на стадиях жизненного цикла.



## Приложение 7. Исследование малого и среднего предпринимательства г. Москвы: факторные связи, моделирование вероятности перехода на новую стадию жизненного цикла

Таблица 1. Критерии малого и среднего предпринимательства определяются Федеральным законом № 209-ФЗ от 24.07.2007 г.

	Размер годовой выручки	Численность сотрудников	Структура собственности
Микропредприятия	120 млн. руб.	1-15 человек	Доля участия гос. собственности, иностранных акционеров, российских юридических лиц <25%; и Суммарная доля юр. лиц, не являющихся субъектами малого и среднего предпринимательства <25%
Малые предприятия	800 млн. руб.	16-100 человек	
Средние предприятия	2 млрд. руб.	100-250 человек	

Источник: построено соискателем

Таблица 2. Статистические значения выборки малых и средних российских нефинансовых компаний

	CASH/A	CR	LOG (FIX_ASS)	FixA	Receive turn Ratio	ROA	ROE	LOG(TR)	SR_Lev
Mean	0,94	7,20	14,78	1,93	13,50	0,11	0,24	17,62	3,96
Median	0,06	1,89	15,21	0,08	6,55	0,07	0,07	17,82	0,36
Minimum	0,00	-2,44	6,91	0,00	-271,98	-5,01	-30,51	13,10	-0,37
Std. Dev.	9,33	18,67	3,13	15,93	48,91	0,58	3,82	1,46	42,02
Skewness	16,12	6,07	-0,31	13,86	9,05	0,38	9,30	-0,55	18,47
Kurtosis	282,70	47,83	2,26	218,79	117,19	43,25	163,26	2,86	356,43
Probability	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sum	377,77	2879,12	5910,66	772,32	5372,26	44,01	95,18	7047,12	1584,63
Sum Sq. Dev	34753	139147	3905	101216	949592	135	5828	851	704598
Observations	400	400	400	400	398	400	400	400	400

Источник: построено соискателем на основе расчетов

Поскольку выявлена закономерная высокая корреляция логарифма основных средства и доли основных средств в активах, логарифма краткосрочного долга и чистого оборотного капитала, логарифма краткосрочного долга и логарифма выручки, то переменные включаются по очереди в модель, а не одновременно в силу проблем мультиколлинеарности.

Таблица 3. Корреляционная матрица значений выборки малых и средних российских компаний

	CASH/A	CR	LOG (FIX_ASS)	FixA	Receive turn ratio	Worc_cap	ROA	ROE	LOG (TR)	SR_Lev	LOG (SR_DEBT)
CASH/A	1	0,33	-0,14	0,18	0,29	-0,14	0,23	0,11	0,02	0,19	-0,26
CR	0,33	1	0,03	0,03	0,12	0,12	0,22	-0,13	-0,11	-0,64	-0,47
LOG(FIX_ASS)	-0,14	0,03	1	0,78	0,08	0,49	0,10	-0,05	0,55	-0,27	0,43
FixA	0,18	0,03	0,78	1	0,26	0,07	0,13	-0,04	0,27	-0,08	0,06
Receive turn ratio	0,29	0,12	0,08	0,26	1	-0,28	0,29	0,12	0,09	-0,14	-0,25
WORC_CAP	-0,14	0,12	0,49	0,07	-0,28	1	0,01	0,04	0,74	0,03	0,77

<b>ROA</b>	0,23	0,22	0,10	0,13	0,29	0,01	1	0,39	0,14	-0,15	-0,10
<b>ROE</b>	0,11	-0,13	-0,05	-0,04	0,12	0,04	0,39	1	0,19	0,19	0,12
<b>LOG(TR)</b>	0,02	-0,11	0,55	0,27	0,09	0,74	0,14	0,19	1	0,16	0,74
<b>SR_Lev</b>	0,19	-0,64	-0,27	-0,08	-0,14	0,03	-0,15	0,19	0,16	1	0,39
<b>LOG (SR_DEBT)</b>	-0,26	-0,47	0,43	0,06	-0,25	0,77	-0,10	0,12	0,74	0,39	1,00

*Источник:* построено соискателем на основе расчетов

## **Приложение 8. Жизненный цикл развития компании МКПАО «Лента»<sup>88</sup>**

Жизненный цикл развития компании МКПАО «Лента», существенные факты.  
**1993-1998 гг.**

### *Начало активного развития отрасли розничной торговли*

Начало развития отрасли отечественного ритейла на фоне отсутствия удобного формата продажи-покупки в связи с переходом к рыночной экономике, развитием предпринимательства, переходом от рынка «продавца» к потребностям покупателя. Именно с 1993 г. начинается открытие первых супермаркетов, основанных отечественными предпринимателями. В 1993 г. компания «Лента» была основана российским предпринимателем О.В. Жеребцовым в Санкт-Петербурге, тогда был открыт в формате cash & carry. Головной компании Lenta Ltd (зарегистрированной на Британских Виргинских островах) принадлежит 100% акций ООО «Лента». Далее в исследовании компания обозначается автором как «Лента». Позднее в 1996-1997 гг. открываются еще два небольших магазина в Санкт-Петербурге.

Ключевыми *ориентирами развития*, по мнению основателя компании, на этом этапе жизненного цикла является:

- Предоставление качественных продуктов по низким ценам;
- Привлечение оптовых покупателей;
- Торговля только продовольственными товарами.

#### *Организационная структура:*

Основатель компании является генеральным директором.

#### *Финансирование:*

Собственные средства основателя, заемный капитал и небольшие кредиты банков.

**1999 г.**

Собственник компании на фоне дефолта, кризиса фокусируется на идею создания гипермаркета с низкими ценами, когда резко снижается импорт продовольственных товаров, что положительно влияет на возможность развития крупной продовольственной сети – принимается решение собственником о закрытии ряда мелких магазинов и открытие крупного гипермаркета в Санкт-Петербурге.

Ключевыми *ориентирами развития*, по мнению основателя компании, на этом этапе является:

Автоматизация и формализация процессов, внедрение программного обеспечения SAP;

- Ориентация на розничную торговлю;
- Расширение ассортимента товаров;
- Реализация продовольственных и непродовольственных товаров;
- Высокое качество реализуемой продукции;
- Низкие цены;
- Ориентация на систему управления взаимоотношениями с клиентами для повышения качества бизнес-процессов: усовершенствование маркетинга, повышение качества и количества продаж, привлечение покупателей.

---

<sup>88</sup> Данный этап исследования представлен в статье соискателя: Красильникова Е.В. Модификация корпоративного управления в контексте перехода к цифровой экономике // Россия: тенденции и перспективы развития. Ежекв. Вып. 13 / РАН. ИНИОН. Отв. ред. В.И. Герасимов. М., 2018. Ч.1. С. 278-282.

**2002-2003 гг.**

Основными препятствиями в развитии розничной торговли являлось ограничение финансирования и существующие коррупционные и бюрократические угрозы. В этот период изменение структуры финансирования, привлечение новых источников капитала было затруднительным при наличии непрозрачности ведения предпринимательской деятельности. То есть, возникала высокая угроза поглощения более успешными компаниями на рынке или же привлечение стороннего инвестора.

*Новые источники финансирования «Ленты»:*

Основатель компании и генеральный директор О. Жеребцов продает 40% компании инвестору из США Августу Мейеру, которого сильно интересовала предпринимательская деятельность розничной торговли в России. Такая сделка способствовала ускорению развитию компании, открытию новых магазинов.

*Организационные изменения:*

Основатель «Ленты» О. Жеребцов сменил пост гендиректора на должность председателя правления.  
**2004 г.**

*Усложнение источников заемного финансирования:*

Привлечение заемного капитала на сумму 30 млн. долл. от Европейского банка реконструкции и развития, миссией которого является «инвестирование в проекты, которые способствуют переходу к открытой и рыночной экономике, а также развитию частной и предпринимательской деятельности.

Именно привлечение иностранного инвестора в капитал компании способствовало привлечению масштабного заемного капитала.

**2005 г.**

*Усовершенствование организационной структуры по мере развития компании:*

Вхождение иностранных представителей в качестве независимых директоров в состав Совета директоров, которые, по мнению основателя компании, «много помогают нам, консультируют, влияют на политику компании». Привлечение иностранных специалистов из аналогичных компаний-ритейлеров, действующих в США, на должности директора по логистике. Все эти факторы свидетельствуют о повышении уровня управления в компании, ориентации на долгосрочное качественное развитие.

*Предпринимательская инициатива создателя*

Основатель компании рассматривает деятельность и развитие «Ленты» как «возможность реализации предпринимательской инициативы», что корреспондируется с выводами зарубежных и отечественных исследователей о драйверах развития организации. Именно предпринимательская инициатива на ранних стадиях жизненного цикла определяет вектор качественного будущего роста фирмы.

Он отмечает, что по мере развития организации нарастает бюрократизация процессов, что ограничивает возможность маневрировать при наличии внешних, влияющих изменений. «А в «Ленте» по-прежнему присутствует дух скорости и инноваций». Отмечается, что собственнику необходимо поддерживать командный дух, быть вовлеченным в оперативное управление компанией, непосредственно сам О. Жеребцов посещает магазины, общается с покупателями для понимания тенденций и склонности покупателя, механизмов торговли.

Стоит заметить, что Август Мейер, владеющий 40% долей в компании не оказывал влияния на принятие решений по оперативному управлению, что, характеризует его, как финансового инвестора, несмотря на высокий интерес и желание быть в отрасли в России.

*Решение собственника о стратегии развития:*

- По мнению основателя компании «Лента» находится на стадии роста.
- Потенциальная продажа доли компании Wal-Mart не имеет основания, поскольку не рассматривается потребность в поглощении и дальнейшим этапом развития компании (но такой механизм вероятен при невозможности роста компании-цели) и акционеры «Ленты» не ориентированы на выход из бизнеса.
- Противопоставление стоимости бизнеса его качеству – как причина нежелания проводить первичное размещение акций, «надо строить качественный бизнес, который ценен сам по себе».

*Ключевые факторы развития, по мнению основателя:*

- Минимизация издержек
- Увеличение оборота
- Повышение качества управления компанией
- Региональное развитие
- «Компания у нас не публичная, поэтому наши акции не могут быть оценены ни фондовой биржей, ни аналитиками».

2006 г.

*Активное наращивание заемного финансирования:*

Привлечение нового источника заемного финансирования в качестве кредита в 90 млн. евро от синдиката банков ABN Амго, Королевского банка Шотландии. Повторный кредит от Европейского банка Реконструкции и Развития на 50 млн. долл.

*Негласное начало агентского конфликта между собственниками О. Жеребцовым и А. Мейером.*

Уход основателя компании с должности генерального директора, отход от оперативного управления. На его позицию назначен лояльный к А. Мейеру Сергей Юценко. По мнению О. Жеребцова, был сговор А. Мейра с миноритариями, цель которого – повысить стоимость компании для последующей продажи. Основатель компании не разделяет тот факт, что компания, показывающая качественный рост может оцениваться выше, чем компания, ориентированная на количественный рост, противопоставляя «качество» выручки и прибыли стоимости организации, оцененной аналитиками. То есть, по мнению автора диссертации вывод о необходимости рассмотрения совокупности показателей, (а не только выручки и затрат) в зависимости от стадии ее развития и целей собственников, является релевантным к данной ситуации.

Таким образом, возникает потенциальная возможность проявления агентского конфликта, влияющего на развитие компании на стадии роста.

Причины этого агентского конфликта связаны с:

1. Нежеланием размывать свою собственность.
2. Разными целями развития компании, все же иностранный инвестор являлся финансовым, цель которого – количественный рост и выход из бизнеса.
3. Отсутствие системной методик в определении возможности развития компании, ориентация основателя и финансового инвестора на ограниченный набор показателей.
4. Желание контролировать основателем деятельность компании.
5. Желание развивать сети гипермаркетов регионально.
6. Высокая зависимость от заемного финансирования, ограниченность собственных средств.
7. Расходование основателем части получаемой прибыли на собственные нужды, по мнению А. Мейра.

Возникает закономерный агентский конфликт на данном этапе развития компании о возможности реализации предпринимательской инициативы и дальнейших путей ее развития. Особенным является тот факт, что основатель ориентирован на значительное привлечение заемного финансирования, хотя, в целом, уровень левереджа в ритейле допустим выше, чем в отраслях промышленности, а также – непроверенная информация о расходовании части прибыли фирмы на собственные нужды, в частности, создание нового проекта в ритейле «Норма» в 2007 г.

2007 г.

*Увеличение заемного финансирования:*

Привлечение синдицированного кредита в 200 млн. евро от банков ABN Амго, Королевского банка Шотландии.

*Изменение структуры собственности и привлечение нового инвестора:*

Несмотря на активное заверение основателя компании, что он против размывания капитала и проведения публичного размещения, отсутствия официальной информации от топ-менеджеров, в информационных изданиях выходят статьи о будущем IPO 30% акций «Ленты» на LSE.

Тем не менее, пока компания продолжает органический рост, проводя дополнительную эмиссию акций, которую выкупил Европейский банк Реконструкции и Развития, его доля составила 11%.

В информационных изданиях появляется информация, что привлечение ЕБРР в акционерный капитал, оставление основателем-предпринимателем О. Жеребцовым поста генерального директора, а также снижение вовлеченности в оперативное управление – скрытые свидетельства желания продать свой пакет акций. Собственнику непубличной компании целесообразно продавать полностью свой пакет или же такую долю, после которой у него останется блокирующий пакет. Однако в условиях назревающего кризиса 2008 г. вполне вероятно, что цена, предлагаемая покупателями, не устроила основателя.

**2008 г.**

*Открытое проявление агентского конфликта:*

Основатель компании О. Жеребцов уволил генерального директора С. Ющенко, мотивируя, что тот плохо справляется с оперативным управлением, поскольку при развитии компании занимал должность финансового директора. Также были уволены директора по международным отношениям и ИТ. При этом, согласно А. Мейеру, большинство членов Совета директоров не поддерживают это решение.

*Причины проявления агентского конфликта со стороны А.Мейера:*

- Нарастание недовольства А. Мейера о развитии параллельно собственной розничной сети О. Жеребцовым.
- Отход от управления, интерес к спорту, занимающего большую часть времени.
- Не подтвержденная информация о желании основателя компании осуществить дополнительную эмиссию акций, чтобы выкупить ее в последующем и размыть долю иностранного собственника, поскольку доля Мейера была выше доли О. Жеребцова.
- Нежелание развивать компанию на рынке Москвы, снижение числа открываемых магазинов.

*Причины проявления агентского конфликта со стороны О. Жеребцова:*

Желание самому развить компанию, осуществлять предпринимательскую инициативу в любом проекте, желание развивать новый проект, не потеряв контроль над старым.

Как отмечают эксперты, основатель компании был ориентирован на долгосрочные стратегии развития «Ленты», а А. Мейер – на получение отдачи от своих вложений. При этом, именно связи последнего помогли привлечь зарубежное банковское финансирование, и он не влиял на принятие решений по оперативному управлению, поскольку «в бизнесе и цифрах мало что понимает» - все это устраивало в качестве партнера основателя компании. «Интерфакс» со ссылкой на неназванный источник сообщает, что «крупнейшие совладельцы <...> конфликтуют между собой из-за различного видения стратегии развития компании и механизмов привлечения финансирования».

Далее проводилось несколько собраний Совета директоров, где были назначены генеральные директора, лояльные к каждой из сторон агентского конфликта.

**Конец 2008 г-начало 2009 г.**

*Решение агентского конфликта:*

Компромиссное назначение генерального директора

Совместный поиск источников финансирования

Принятие решения основателем компании продать свою долю в акционерном капитале, поскольку «капитализация "Ленты" растет быстрее ее прибыли, а значит, продажа акций выгоднее, чем кредитование».

О. Жеребцов забрал иски из суда о неправомерности выборов Совета директоров.

*Агентские издержки:*

Снижение оборота, сокращение вдвое числа открываемых магазинов, просрочка платежей поставщикам, потеря выгодных покупателей акций собственников, снижение оцениваемой аналитиками стоимости компании.

*Новые источники финансирования:*

Совместный поиск стратегического инвестора, отход от желания привлечь финансового инвестора в лице инвестиционных фондов.

**2009. г**

## **Конец 2009 г.**

Выход предпринимателя-основателя компании «Лента» из бизнеса, продажа своего пакета акций в размере 35,4% инвестиционным фондам TPG и VTB Capital. При этом отмечается, что более половины суммы, вырученной за свой пакет акций, требуется выплатить для погашения личных обязательств. Таким образом, опасения А. Мейера о возможном расходовании средств «Ленты» на собственные нужды, не являлись беспочвенными.

Что интересно, представители ВТБ – Капитала отметили необходимость улучшения операционного управления и операционных показателей, совершенствования финансового контроля, рассматривая это как временные средне-срочные инвестиции.

### *Особенности агентского конфликта*

Интересным является конфликт акционеров на стадии медленного роста: с одной стороны, основатель компании был склонен к предпринимательской инициативе, проявлению творческого подхода в развитии компании, что является характерным поведением собственника на ранних этапах развития. Для стимулирования роста, причем качественного роста, о чем часто основатель подчеркивал в своих интервью, был привлечен иностранный инвестор. Основатель компании, тогда еще склонный к проявлению своей предпринимательской инициативы, для развития «Ленты» вводит в акционерный капитал не стратегического инвестора, а финансового (поскольку, видимо, понимает возможные угрозы в возникновении потенциальных противоречий о стратегии развития компании и не склонен делить контроль и оперативное управление). Тем более, такой инвестор не вовлечен в деятельность компании, подчеркивает, что не знает, на какие ключевые факторы ориентироваться при разработке стратегии, но обладает возможностью привлечения иностранного заемного капитала.

Далее основатель компании фокусируется только на региональном развитии. При этом, основными ключевыми показателями на которые он ориентируется, оценивая компанию является оборот, выручка, число новых магазинов, Предприниматель-основатель не обладает системной методикой развития компании, противопоставляет качественный рост наращиванию ее стоимости.

На ранних этапах роста категорически выступает против проведения ПРО, основными причинами является размытие капитала, потеря контроля (такое противоречие является нормой).

При этом, отмечается, что основатель компании склонен к оппортунизму, определяемому для менеджмента, в частности использование ресурсов компании на собственные нужды, активному увеличению долговой нагрузки – все это является уникальными особенностями проявления агентского конфликта на ранних этапах роста.

Завершением агентского конфликта является продажа основателем своего пакета акций, что тоже является особенностью, поскольку собственники компаний, например основатель «Магнит», стремятся сохранить долю в акционерном капитале.

Также особенным является не выход иностранного инвестора А. Мейера из акционерного капитала компании, вероятно, несмотря на то, что тот не настолько был вовлечен в управление, решил продать свой пакет акций дороже.

## **Конец 2009 г.**

Совет директоров возглавляет миноритарий Д. Костыгин.

Генеральный директор – Ян Дюннинг.

## **Май – август 2010 г.**

### *Начало нового агентского конфликта:*

А. Мейер инициировал увольнение генерального директора Я. Дюннинга, вместо него генеральным директором стал С. Ющенко, уже занимающий такую должность в момент агентского конфликта с основателем «Ленты», с 2005 г. входил в состав Совета директоров; обвинил Европейский банк Реконструкции и Развития в нарушении в избрании Совета

в частности, добавление директора, лояльного к банку, которое проходило заочно и требовалось участие большинства.

*Основными причинами агентского конфликта можно выделить:*

- Различие в стратегиях развития компании у портфельных инвесторов, TRG Capital и ВТБ - Капитала и А. Майера. В частности, – на стратегию финансирования: необходимость последних выплат по кредиту банку ABN Amro, Королевского банка Шотландии. По мнению А. Мейера, фонды при вхождении в состав акционеров готовы были рефинансировать оставшуюся часть долга, но в последствие стали сокращать строительство и открытие новых площадей «Ленты» (был открыт только один магазин в Череповце).
- Нежелание А. Майера терять контроль над компанией.
- Нежелание размывать капитал в виде продажи Wal-Mart.
- Что, в целом, характеризует на изменение его предпочтений в сторону стратегических инвестиций в «Ленту».
- Ориентация фондов на активное увеличение стоимости для последующей продажи.

Вариант решения агентского конфликта он видит в выкупе доли ВТБ и TRG.

Тем временем, А. Мейер наращивает свое влияние, выкупая у ВТБ-капитала и американского фонда TRG 4,6% акций, что делает его самым крупным собственником «Ленты».

**Сентябрь 2010 г.**

*Проявление агентского конфликта*

Взятие штурмом частыми охранными предприятиями во главе с Я. Дюннингом офиса «Ленты».

Интересно отметить, что представители ВТБ-капитала рассматривали эскалацию данного агентского конфликта и "восстановление прав Яна Дюннинга — яркий пример того, что в современной России на практике действуют принципы корпоративного управления и законности, принятые в цивилизованном мире, и что методы ведения бизнеса, типичные для 90-х годов прошлого века, сегодня неприемлемы".

**Сентябрь 2011 г.**

*Разрешение агентского конфликта:*

А. Мейер и миноритарии продали около 44% доли акций компании «Лента» прочим акционерам. По мнению миноритария Д. Костыгина, с фондами сложно участвовать в борьбе, они нацелены на повышение количественных показателей роста, чтобы продать подороже и получить большую отдачу своих инвестиций.

*Агентские издержки агентского конфликта, по мнению фондов:*

Снижение оборота компании.

Продолжаются взаимные судебные разбирательства, возбуждается дело против С. Ющенко о мошенничестве. Возможный ущерб от деятельности С. Ющенко как генерального директора в 40 млн.руб.

Оформление миноритарием Д. Костыгиным зарплаты 1 млн.долл. и бонуса в размере 16 млн руб.

*Агентские издержки агентского конфликта, по мнению миноритарных собственников:*

Данный агентский конфликт негативным образом повлиял на инвестиционную привлекательность «Ленты», а также отобразил инвестиционные риски, «создал угрозу инвестиционному климату».

*Особенности агентского конфликта*

Таким образом, данный агентский конфликт являлся примером перераспределения контроля и собственности над успешно-развивающейся компанией. В частности, не было отражено внимание Совета директоров к миноритарным акционерам. Напротив, интересы и предпочтения физических лиц противопоставлялись юридическим, в частности фондам, инвестиционным банкам. Как правило, согласно результатам исследований, привлечение институциональных инвесторов способствует усовершенствованию корпоративного управления, повышению эффективности, мониторингу, на практике же – лоббирование своих интересов и вынуждение прочих физических собственников продать свой пакет акций.

## 2014 г.

Безусловно, участие в капитале институциональных инвесторов способствует привлечению капитала.

Так, ВТБ-капитал выделил кредит на 31,2 млрд. руб. в 2014 г.

Привлечение институциональных инвесторов способствует количественному росту, что косвенно подтверждает переход компании на стадию бурного роста.

«Лента» провела IPO, при этом была оценена с дисконтом только к «Магниту», схожему по истории создания, но основатель продолжает быть крупным акционером.

## 2015 г.

Проведение двух вторичных размещений акций.

Снижение собственности у фондов и ВТБ-капитала.

Превышение долговой нагрузки среднеотраслевого уровня.

## 2016 г.

### *Изменение структуры собственности*

Группа TPG владеет 34,00%, ЕБРР – 7,37%, Директора и менеджмент – 1,09%, акции в свободном обращении – 57,54%.

### *Стратегии компании:*

- Прибыльный рост приоритетнее темпов роста.
- «Нужно заработать деньги, чтобы снова вложить их в развитие»
- Акционеры не ожидают дивидендных выплат, т.к. ориентированы на реинвестирование.
- Среднесрочные и долгосрочные предпочтения инвесторов.
- «Лента» – это история роста».

## 2020 г.-настоящее время

### *Изменение структуры собственности*

ООО «Севергрупп» (контролирует А.А. Мордашов) владеет 80%, Директора и менеджмент – 0,04%, акции в свободном обращении – 21,04%.

### *Стратегии компании:*

- Рост выручки на 20% до 1 трлн.руб.
- Открытие магазинов малых форм – стать ближе к покупателю.
- Сохранять лидерство.
- Снижение долговой нагрузки – Net debt/EBITDA=1,5.