



# JOURNAL OF CORPORATE FINANCE RESEARCH



## Корпоративные финансы

2023. № 4, т. 17

Электронный журнал

[www.cfjournal.hse.ru](http://www.cfjournal.hse.ru)

ISSN 2073-0438

### Адрес редакции:

Национальный  
исследовательский университет  
«Высшая школа экономики»,  
ул. Покровский бульвар, д. 11,  
корп. S  
Тел.: +7 (495) 621 9192 \*27188  
E-mail: [cf@hse.ru](mailto:cf@hse.ru)

Электронный журнал «Корпоративные финансы» издается с 2007 г. Учредителями журнала являются Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» и **Ирина Васильевна Ивашковская** (главный редактор).

**Цель журнала** – создание информационного ресурса, необходимого для развития корпоративных финансов как современной области исследований и преподавания, направленной на разработку и применение принципов финансовой теории для анализа и моделирования комплекса финансовых решений фирмы и их роли в создании ее стоимости, анализа и моделирования поведения агентов (менеджмента) и выявления роли их стимулов в создании стоимости компании, анализа финансовой архитектуры фирм и корпоративного контроля, а также других смежных направлений.

Электронный журнал «Корпоративные финансы» ориентирован на развитие исследований в новой для российской экономической науки области теоретических концепций финансовых решений современных компаний, апробацию и эмпирическое тестирование современных концепций корпоративных финансов на базе данных стран с растущими и развитыми рынками капитала, а также на распространение получаемых результатов.

### Журнал выходит четыре раза в год (поквартально).

Доступ к электронному журналу постоянный, свободный и бесплатный по адресу: <https://cfjournal.hse.ru>.

Журнал «Корпоративные финансы» включен в список ВАК России, индексируется в Российском индексе научного цитирования (РИНЦ). С 2015 г. входит в топ-1000 лучших российских журналов Russian Science Citation Index (RSCI) на базе Web of Science.

Требования к авторам изложены на официальном сайте журнала: [https://cfjournal.hse.ru/auth\\_req.html](https://cfjournal.hse.ru/auth_req.html).

Все статьи, поступающие в редакцию, проходят анонимное рецензирование. Плата за публикацию статьей не взимается. С **публикационной этикой** можно ознакомиться на официальном сайте журнала: <https://cfjournal.hse.ru/etika>.

## Редакция журнала

Главный редактор: **Ирина Васильевна Ивашковская**

Ответственный секретарь редакции:

**Елена Юрьевна Макеева**

Редакторы: **Зифа Аббясовна Басырова,**

**Яна Ильинична Соломинская**

Дизайнер: **Владимир Игоревич Кремлев**

Менеджер: **Екатерина Алексеевна Кузнецова**

## Редколлегия

**Ирина Васильевна Ивашковская,**

д.э.н., профессор, глава Школы финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», руководитель научно-учебной лаборатории корпоративных финансов, Москва, Российская Федерация; [ORCID](#)

**Анхель Барахас,**

PhD, профессор, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» в Санкт-Петербурге, Россия; [ORCID](#)

**Бриджитт Гранвилл,**

PhD, профессор, Лондонский университет королевы Марии, Великобритания; [ORCID](#)

**Джасман Туйон,**

PhD, Технологический университет MARA, Малайзия; [ORCID](#)

**Джозеф Маккери,**

профессор, Тилбургский университет, Нидерланды; [ORCID](#)

**Дранев Юрий Яковлевич,**

доцент, факультет экономических наук, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Россия; [ORCID](#)

**Евгений Ниворожкин,**

PhD, доцент, Университетский колледж Лондона, Великобритания; [ORCID](#)

**Елена Беккалли,**

PhD, профессор, Католический университет Святого Сердца, Италия; [ORCID](#)

**Жуан Вьето,**

PhD, декан Школы бизнеса Политехнического института; [ORCID](#)

**Ирена Йндржиховска,**

доктор экономических наук, кафедра международного бизнеса, Метропольный университет Праги, Чехия; [ORCID](#)

**Никос Куссис,**

PhD, Университет имени Фредерика, Кипр; [ORCID](#)

**Раджеш Чахрабрти,**

PhD, профессор, Джиндальский Глобальный университет, Индия; [ORCID](#)

**Родионов Иван Иванович,**

д.э.н., приглашенный профессор, факультет экономических наук, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», [ORCID](#)

**Ружанская Людмила Станиславовна,**

д.э.н., профессор, кафедра международной экономики и менеджмента, Уральский федеральный университет, Екатеринбург, Россия; [ORCID](#)

**Уильям Спаньерс,**

д.э.н., PhD, Кингстонский университет, Великобритания;

**Флоренсио Лопес де Силанес,**

PhD, профессор, Школа бизнеса EDHEC, Франция; [ORCID](#)

**Хью Гроув,**

PhD, профессор, Университет Денвера, США; [ORCID](#)

**Чжэн Ван,**

PhD, профессор, Китайский нефтяной университет, Китайская Народная Республика; [ORCID](#)

**Чинмой Гош,**

PhD, профессор, Университет Коннектикута, США; [ORCID](#)

**Элеттра Алиарди,**

PhD, профессор, факультет экономических наук, Университет Болоньи; [ORCID](#)

**Эрик Бютнер,**

PhD, доцент, факультет эконометрики, Амстердамский свободный университет, Нидерланды; [ORCID](#)

# Содержание

## Электронный журнал «Корпоративные финансы»

2023 | № 4 | Т. 17

www.cfjournal.hse.ru

### Новые исследования

- 5** Елена Рогова, Марина Кириченко, Дарья Лебедева  
Слияния и поглощения как механизм активизации исследовательской деятельности в высокотехнологичных отраслях европейских стран
- 19** Руфина Евграфова, Ирина Ивашковская, Екатерина Шорохова  
Устойчивость компании в период культуры отмены
- 38** Татьяна Лашук, Марк Василевский, Евгения Филатова  
Эффективность сделок слияний и поглощений на российском рынке в нефтегазовой и энергетической отраслях
- 59** Александр Степанов, Александр Каяткин  
Создание стоимости для стейкхолдеров путем реструктуризации бизнеса: анализ деятельности российских авиакомпаний после введения санкций
- 78** Евгения Наумова, Глеб Силкин  
Оценка влияния результативности практик инклюзивного роста на финансовые показатели и стоимость металлургических компаний
- 93** Анастасия Стрекалина, Рената Закирова, Алена Шинкаренко, Евгений Вацанюк  
Влияние ESG-рейтингов на финансовые результаты компаний стран БРИКС
- 114** Максим Белоус  
Дивидендная политика российских компаний: эффект Cancel Culture

### Обзоры

- 132** Ву Янфей  
Финансирование ESG-трансформации на крупнейшем развивающемся рынке Китая. Обзор литературы

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.5-18>

JEL classification: G34, O32



# Слияния и поглощения как механизм активизации исследовательской деятельности в высокотехнологичных отраслях европейских стран

**Елена Рогова** ✉доктор экономических наук, профессор, Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Россия, [e.rogova@gsom.spbu.ru](mailto:e.rogova@gsom.spbu.ru), [ORCID](#)**Марина Кириченко**экономист, ООО «МКТ», Москва, Россия, [Kirichenko.m.o@gmail.com](mailto:Kirichenko.m.o@gmail.com), [ORCID](#)**Дарья Лебедева**экономист, ООО «Дж.Т.И. Россия», Москва, Россия, [dlebedeva27@gmail.com](mailto:dlebedeva27@gmail.com), [ORCID](#)

## Аннотация

Осуществление инноваций на основе исследований и разработок (НИОКР) является одним из ключевых методов, с помощью которых компании завоевывают и удерживают новые рынки. Особенно важна постоянная исследовательская деятельность для высокотехнологичного сектора экономики, в котором компании постоянно сталкиваются с вызовами, связанными со сложной конфигурацией взаимосвязей, с необходимостью адаптации к постоянным изменениям, обработки большого количества данных и быстрого внедрения новых технологий. Поэтому важной задачей является изучение факторов, способствующих повышению интенсивности исследований и разработок и их трансферу в инновации. В данной работе рассматривается влияние слияний и поглощений на интенсивность исследований и разработок и рост затрат на НИОКР европейских компаний. Выборка исследования включает 85 компаний высокотехнологичного сектора из стран ЕС, осуществивших сделки слияния и поглощения в период 2007–2021 гг. (покупатели или компании-цели). Согласно классификации Европейской комиссии эти компании были разделены на пять категорий (деловые услуги, разработка программного обеспечения, обработка данных, производство и телекоммуникации) для более детального анализа. Для выявления и уточнения взаимосвязи между осуществлением слияний и поглощений и интенсивностью НИОКР также были собраны данные о компаниях высокотехнологичного сектора, не осуществлявших сделок в отмеченный период. Данные были собраны с помощью базы данных Refinitiv Eikon. Исследование проведено с помощью регрессионного анализа. В результате было установлено, что после осуществления сделки падает интенсивность исследований и разработок как у покупателей, так и у компаний-целей. Что касается динамики затрат на НИОКР, то у покупателей происходит рост затрат, а у компаний-целей выявлена отрицательная динамика. Новизна данного исследования заключается в том, что в отличие от других исследований в данной области знаний оно рассматривает влияние сделок слияния и поглощения отдельно для покупателей и отдельно для компаний-целей, выявляя различия между ними. Результаты могут быть использованы для лучшего понимания путей повышения инновационной активности в европейских странах и возможных проблем, связанных со слияниями и поглощениями в этой области.

**Ключевые слова:** инновации и технологии, исследования и разработки, слияния и поглощения, интенсивность исследований и разработок, динамика затрат на НИОКР

**Цитирование:** Rogova E., Kirichenko M., Lebedeva D. (2023) Do Mergers and Acquisitions Promote R&D? The Case of European Innovation and Technology sector. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(4): 5-18. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.5-18>

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

## Введение

В научном сообществе не прекращаются споры о влиянии сделок слияния и поглощения на инновационную активность и НИОКР компаний, участвующих в таких сделках. В 2021 г. слияния и поглощения достигли самых высоких показателей в Европе с 2009 г. (1893.3 млрд долл.), а в 2022 и 2023 гг. сократились из-за неопределенности в экономике на континенте, которая привела к жесткой денежно-кредитной политике, но при этом они остаются на высоком уровне [1]. Дискуссия о влиянии слияний на инновационную активность и конкуренцию на рынке возобновилась в научном сообществе из-за большого количества слияний в высокотехнологичных отраслях в последнее время [2]. Одним из ярких примеров является слияние фармацевтической компании «Пфайзер» и ее конкурента «Хоспира» (Hospira). Комиссар ЕС по вопросам конкуренции Маргрете Вестагер прокомментировала эту сделку так: «Мы одобрили сделку только после согласия “Пфайзер” продать права в Европе на лекарство против артрита, которое разрабатывала эта компания. Проблема заключалась в том, что “Хоспира” уже вывела на рынок конкурентноспособный препарат, и мы посчитали, что “Пфайзер” может прекратить работу над своим препаратом, если сделка состоится по плану. Это бы означало меньше инновационной деятельности, от которой мы зависим как пациенты» [2, с. 284]. Другим примером является слияние телекоммуникационных компаний «Телефоника Дойчланд» (Telefónica Deutschland) и «И-Плюс» (E-Plus) в Германии, в отношении которого Европейская комиссия также провела расследование. Выявили, что стороны сделки являлись ближайшими конкурентами, таким образом, слияние привело бы к исчезновению рыночной конкуренции между ними, и следовательно, к существенному росту цен во всех сегментах, включая сегменты предоплаченных и постоплаченных услуг. Более того, слияние создало бы высокий барьер для выхода на рынок и ограничило бы покупательскую способность [3]. Авторы начали обращать внимание на данную проблему примерно с 2015 г., когда прошла волна слияний и поглощений, связанных с крупнейшими технологическими компаниями США – Google, Amazon, Facebook, Apple и Microsoft (GAFAM) [4]. Позднее выяснилось, что существенная доля таких слияний оказалась «слияниями для уничтожения», т.е. вскоре после приобретения основной продукт поглощенной компании снимали с производства.

Актуальность настоящего исследования определяется двумя основными положениями. Во-первых, компании высокотехнологичного сектора находятся под постоянным давлением, когда от них требуют все больше ценных активов, инновационной продукции и впечатляющих темпов роста [5]. Во-вторых, поскольку для данного сектора характерны постоянные расходы на инновации и НИОКР, глубокое исследование того, каким образом слияния и поглощения влияют на инновационную деятельность, приобретает особую актуальность [6].

Анализ предыдущих исследований по данной теме показывает, что характер взаимосвязи между инновационной активностью и слияниями и поглощениями не установлен окончательно. В научном сообществе существует два противоположных мнения. Одно говорит о том, что сделки слияния и поглощения затрудняют инновационную активность поглощенной компании, а второе предоставляет результаты, которые в ряде случаев свидетельствуют о положительном влиянии таких сделок на НИОКР фирм, участвующих

в слиянии. Исследователи, отстаивающие точку зрения об отрицательном влиянии слияний и поглощений на НИОКР, утверждают, что данные сделки приводят к неприятию риска руководителями, что снижает их ориентированность на проекты НИОКР и общее количество таких проектов [7], при этом из-за расходования ресурсов на сами сделки слияния и поглощения компании не могут инвестировать ожидаемый объем средств в текущие процессы НИОКР. Однако исследователи, обнаружившие положительную связь между сделками слияния и поглощения и инновациями, предполагают, что интенсивность НИОКР снижается лишь на короткий промежуток, а затем снова возрастает. При этом поглощенные компании также могут распределить свои фиксированные затраты на НИОКР на большее количество проектов.

Что касается моделей, построенных при помощи данных по сделкам слияния и поглощения и показателей инновационной активности, Дж. Хокап с соавт. [2] создали комплексную модель для измерения влияния инноваций не только на поглощенные компании и компании-покупатели, но и на игроков рынка, которые не участвовали в сделке слияния и поглощения и на данный момент считаются конкурентами упомянутых компаний. Построена теоретическая модель олигополии с использованием неоднородных фирм, а также модель патентной гонки на основе данных Европейской комиссии по надлежащей выборке из более чем ста компаний-целей, работающих на 38 различных товарных рынках. Данные охватывают почти 20 лет с 1990 по 2009 г. Результаты позволяют установить, что существует тесная связь между слияниями на рынке и результативностью деятельности конкурирующих фирм в области НИОКР. Кроме того, поскольку данная связь считается отрицательной, она влечет проблему для регуляторов, так как замедляет развитие наукоемких отраслей. Важно отметить, что согласно результатам теоретической модели, если уровень инноваций до слияния был низким, то существует вероятность положительного воздействия слияния на инновации в отрасли. С другой стороны, Е. Цефис и О. Марсийи [8] предполагают, что слияния способствуют внедрению инноваций внутри компании и дают начало процессу ее превращения в активного новатора. Затем набор данных переносится в матрицы переходных вероятностей, и оценивается модель дискретного выбора со случайными эффектами, чтобы определить, зависит ли инновационная деятельность от участия в сделках слияния и поглощения. Наконец, в статье Ф. Шюкса [9] впервые изучались и покупатель, и компания-цель как до, так и после слияния, при этом предполагалось, что последствия для обеих компаний будут в высокой степени асимметричными. Автор сочетает метод отбора подобного по коэффициенту склонности, чтобы выявить меру сходства, и алгоритм сопоставления данных с ближайшими соседями, чтобы создать контрольные группы. Затем влияние групп на эффективность НИОКР оценивается при помощи метода «разность разностей» и пробит-модели логистической регрессии. Ф. Шюкс [9] показывает, что поглощенные компании снизили активность в области НИОКР после данной сделки. Интересно отметить, что для покупателей картина похожа, поскольку интенсивность инновационной активности также снижается, хотя это происходит из-за роста продаж и в незначительной мере по сравнению с поглощенными компаниями. Возможно, причина заключается в том, что покупатели выбирают самые инновационные компании, которые не в полной мере извлекли выгоду из основного объекта своего технологического портфеля, в результате происходит рост в области маркетинга и продаж и вместе с этим – временная задержка в НИОКР. Та-

ким образом, мы исходим из базы знаний, собранной в ходе указанных исследований, и предлагаем измененные и улучшенные варианты моделей, изучающих взаимосвязь между сделками слияния и поглощения и инновациями.

Поскольку в большинстве исследований по данной теме рассматривается лишь одна сторона сделки слияния и поглощения либо не разграничиваются эти стороны, мы изучаем разницу между влиянием на инновационную деятельность компаний-целей и влиянием на покупателей. Кроме того, основное внимание в исследовании уделяется высокотехнологичному сектору и его подкатегориям, включая деловые услуги, разработку программного обеспечения, обработку данных, производство и телекоммуникации. Таким образом, результаты можно использовать, чтобы достичь лучшего понимания воздействия слияний и поглощений на НИОКР и инновационную деятельность в секторе и понимания возможных затрат и выгод.

Далее статья структурирована следующим образом. Первый раздел – теоретический, он сосредоточен на определении ключевых терминов и понятий, используемых в работе. Кроме того, в данном разделе анализируются ранее проведенные исследования, посвященные инновационной активности и сделкам слияния и поглощения в сфере высоких технологий, их взаимосвязь и другие факторы, влияющие на интенсивность НИОКР и слияния в данном секторе. Второй раздел – методологический, и в нем подробно описываются используемые данные и эмпирическая стратегия, выбранная для их анализа. В следующем разделе представлены и обсуждаются результаты по гипотезам, выдвинутым в начале исследования. Наконец, в последнем разделе сделаны выводы, а также раскрыта практическая значимость работы и возможности для будущих исследований.

## Обзор литературы

Слияние компаний на рынке высоких технологий обычно вызывает опасения, что произойдет снижение конкуренции и сократится количество инноваций, представляемых на рынке. Проблемы конкуренции и наличия технологий на рынке описаны в работах [4; 10] на примере пяти крупнейших технологических компаний рынка (Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft). Анализ общих стратегий роста данных компаний за последние пять лет выявил их колоссальную активность в области слияний и поглощений в своем секторе, в основном заключающуюся в приобретении перспективных технологических молодых компаний. Однако на настоящий момент не до конца ясно, соблюдалось ли действующее антимонопольное законодательство при всех этих слияниях и, что гораздо важнее, можно ли в принципе в полной мере применять данные правовые нормы к спорным случаям слияния в условиях новой цифровой экономики.

В. Парк и Р. Соненшайан [11] установили, что горизонтальные сделки приводят к снижению инновационной активности после заключения такой сделки по сравнению с уровнем инноваций, который бы имелся, если бы слияние не произошло. Однако этот результат касается выборки слияний, поставленных под вопрос антимонопольными органами. Авторы утверждают, что слияния происходят, потому что компании, к которым возникли вопросы, могут сэкономить на дублирующих НИОКР. В то же время упоминается, что рост и НИОКР, и патентования в компаниях, к которым возникли вопросы, в период, начиная до слияния и заканчивая временем после слияния, был ниже, чем в компаниях, не участвовавших в сделках слияния, за тот же период.

Таким образом, появляются два направления изучения взаимоотношений между сделками слияния и поглощения и инновационными инициативами. Во-первых, это вопрос того, как измерить инновационные инициативы, учитывая большое количество исследований, дающих очень широкое представление об инновациях, их первоисточниках и результатах [12–14]. Во-вторых, важно изучить, какие именно мотивы слияния вызваны намерением компаний повысить свою конкурентоспособность при помощи инноваций.

## Измерение инновационных инициатив

Существующую литературу можно разделить на несколько групп в зависимости от способа измерения инновационной активности. Первая группа состоит из исследований на основе патентов, в них изучается количество патентов (результатов НИОКР), полученных фирмой. Преимущество таких методов заключается в том, что патенты являются непосредственным отражением инноваций и связаны только с нестандартными улучшениями или решениями. Они хорошо соотносятся с другими средствами измерения результатов инновационной деятельности, имеют экономическое значение и позволяют сравнивать отрасли. В работе [2] количество патентов за год служит основным показателем инновационной деятельности. Авторы использовали информацию из базы данных PATSTAT о патентных заявках за 1978–2015 гг. по всем компаниям выборки. Патентные цитаты и информация о технологическом классе, присвоенном каждому патенту, взяты из информации о заявках в базе данных. Выявлено, что в период после слияния рост количества патентных заявок снизился примерно на 46%. В. Рао с соавт. [15] используют набор данных о 4444 компаниях с 1992 по 2008 г. в четырех высокотехнологичных отраслях в 45 странах. Для измерения инновационной активности они использовали количество патентов, созданных объединенной компанией за первые три года после слияния. Согласно результатам наблюдений, обычно количество новых патентов сокращается в первый год после слияния по сравнению с предыдущим годом, но увеличивается в течение следующих двух лет. Авторы полагают, что причина заключается в длительной адаптации к новой структуре компании, а ожидаемый синергетический эффект проявляется только в следующие нескольких лет.

Во второй группе исследований для измерения инновационных инициатив используются расходы компании на НИОКР (затраты на НИОКР). По сравнению с результатами НИОКР затраты на НИОКР связаны с готовностью компании инвестировать в инновации, а не с успешностью инноваций. Дж. Филлипс и А. Жданов [16] использовали годовые расходы на НИОКР, приведенные к сумме продаж, в качестве меры инновационной деятельности компаний. Они отметили, что самая высокая активность по НИОКР, выраженная в процентах от продаж, сконцентрирована среди компаний, размер которых меньше среднего. Ф. Шюкс [9] анализирует влияние слияний на два способа измерения затрат на НИОКР: рост расходов на НИОКР и их интенсивность, определяемую как отношение расходов на НИОКР к продажам. Он утверждает, что сделки слияния и поглощения влекут за собой отрицательные последствия для роста НИОКР. Выявлено, что после слияния расходы компаний-целей на НИОКР сокращались. Другой ключевой показатель – интенсивность НИОКР – демонстрирует похожий эффект. Автор отмечает, что отношение расходов на исследования к продажам постоянно уменьшалось в течение указанного периода как у покупателей, так и у компаний-целей.

Е. Цефис и О. Марсийи [8] делают заметный вклад в существующую литературу, совместив два способа измерения инновационных инициатив: если компания представила технологически новый или усовершенствованный продукт, услугу или процесс либо инвестировала в НИОКР или производила расходы на инновации в любое время в течение трех лет до обзора. Решение использовать такой широкий спектр для инноваций обусловлено основной целью исследования – понять, помогают ли (любим возможным способом) компаниям сделки слияния и поглощения стать новаторскими.

### Причины слияния

Причины слияния инновационных компаний обширны и возникают из-за различных факторов. Однако следует отметить, что они совпадают с причинами неинновационных сделок. Например, компания может быть заинтересована в улучшении своей организационной структуры, диверсификации денежных потоков и т.д. Одним из стимулирующих факторов является ожидание роста спроса, что требует увеличения производственных мощностей, следовательно, слияния могут служить средством такого увеличения [17]. Авторы отмечают, что одной из целей слияния инновационных компаний может быть желание осваивать внутри компании избыточные инновации и получить конкурентное преимущество.

Слияние инновационных компаний может позволить им снизить затраты за счет эффекта масштаба, быстро выйти на новые рынки, перераспределить ресурсы, включая ресурсы, используемые для НИОКР, увеличить базу клиентов и поставщиков или улучшить позицию на рынке. Однако часто основной причиной слияния в высокотехнологичном секторе является попытка поглотить внешние технологические возможности, чтобы обеспечить успешную конкуренцию в современных экономических условиях и расширить существующую базу знаний компании.

Недавние исследования описывают различные теоретические и практические подходы, позволяющие сделать эмпирические прогнозы о связи между поглощениями и инициативами в области НИОКР. Ф. Шюкс [9] дает оценку пробит-модели и проводит анализ методом «разность разностей». Результаты данного исследования подтверждают, что слияния оказывают отрицательное воздействие на расходы на НИОКР в период после сделки. У покупателей также наблюдается снижение расходов на НИОКР. Однако причиной таких изменений может быть перенаправление финансовых и управленческих ресурсов на реструктуризацию после приобретения компании.

Е. Цефис и О. Марсийи [8] оценили динамическую пробит-модель со случайными эффектами и вероятность перехода для двух групп компаний: компании, активно заключающие сделки слияния и поглощения, и неактивные в заключении таких сделок, чтобы понять, есть ли различия в модели инновационной деятельности между двумя группами компаний. Результаты исследования указывают на то, что если компания ранее участвовала в сделках слияния и поглощения, то вероятность перехода от неноваторской к новаторской компании и вероятность того, что она останется новаторской, существенно увеличивается. Что касается влияния на компании различного размера, то в некоторых случаях малые предприятия становятся новаторскими.

С. Чоу и У. Чу [18] определяют деятельность в области слияний и поглощений как один фактор отраслевого уровня, который отвечает за переток знаний, переменную, в свою очередь охватывающую изменения в инновационной деятельности отдельных компаний отрасли. Авторы показывают, что активный рынок слияний и поглощений оказывает положительное влияние на обмен идеями между компаниями и, как следствие, обеспечивает рост их базы знаний.

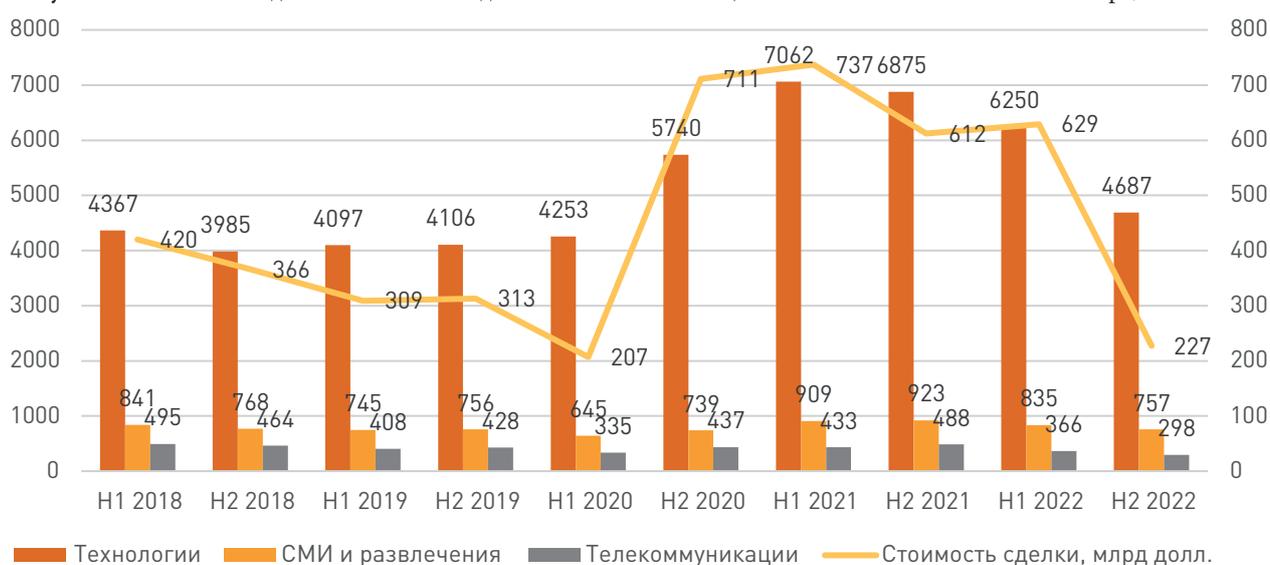
Модель К. Чжоу с соавт. [19] рассматривает компании, находящиеся как в начале, так и в конце производственной цепочки. Модель показывает, что вертикальное слияние снижает рисковую премию инновационного проекта. Интересно отметить, что связь между финансовыми ограничениями и акционерным капиталом прочнее в компаниях, которые осуществили вертикальное слияние.

Дж. Филлипс и А. Жданов [16] изучают влияние сделок слияния и поглощения на готовность компании инвестировать в исследования, разработки и инновации. Согласно выдвинутой теории крупные компании могут передавать инвестиции в НИОКР малым предприятиям. Затем малые предприятия, инновационная деятельность которых стала успешной, становятся привлекательными целями для поглощения, а выход путем продажи компании стратегическому инвестору можно рассматривать как стимул продолжать вкладывать средства в НИОКР. Статья также указывает на то, что слияния могут быть способом использовать инновации в качестве стратегии замещения развития НИОКР.

## Анализ текущего положения и тенденций в высокотехнологичном секторе Европы

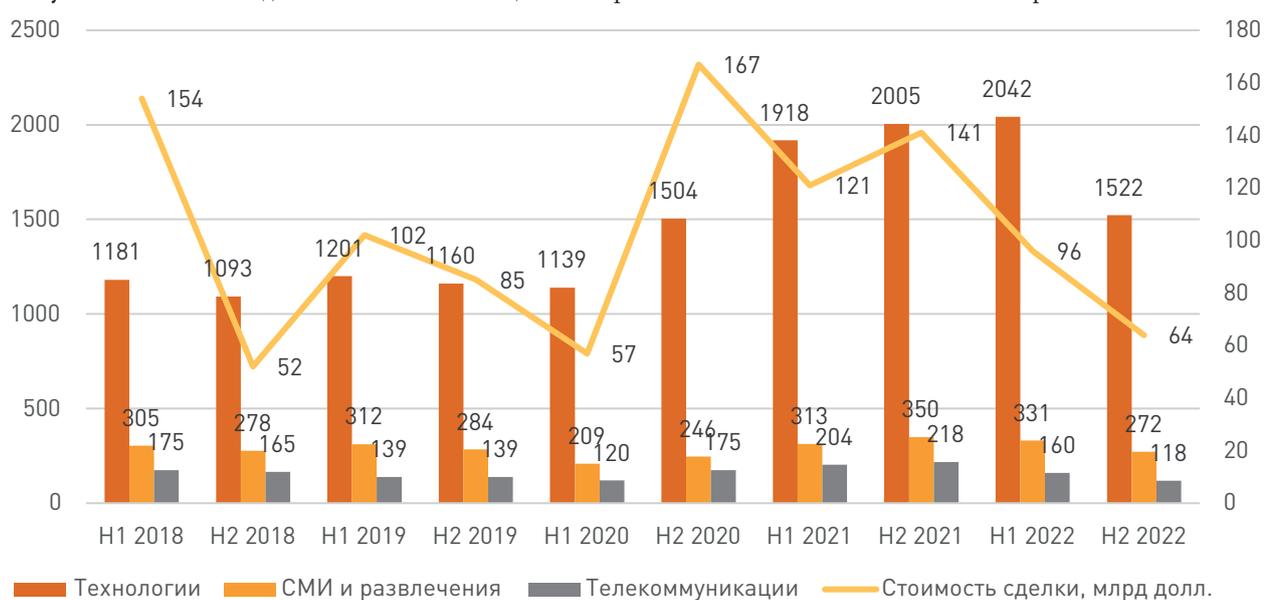
Из последней общей статистики по высокотехнологичному сектору очевидно, что до пандемии активность в сфере слияний и поглощений была очень высокой, и даже некоторые ограничения и провал в экономической деятельности в 2020 г. не повлекли серьезного спада в данной сфере. На Рисунке 1 видно, что в последнем квартале 2020 г. показатели выросли, и, по всей видимости, в целом рынок восстановился. Однако начиная со второй половины 2022 г. активность в сфере слияний и поглощений сократилась как по количеству сделок, так и по их стоимости.

Рассматривая тенденции в секторе, важно определить ключевые вопросы, обсуждаемые в последних публикациях на эту тему. Во-первых, согласно отчету PwC за 2023 г. огромное количество новых возможностей на рынке подтолкнуло компании к поиску эффективных способов масштабирования своей деятельности и расширения бизнеса, чтобы выиграть конкуренцию за значительную часть доли рынка. Затем еще одной характеристикой рынка, способствующей интенсивной деятельности в области слияний и поглощений, является постоянное разрушение других технологий, например, в банковской сфере или медицине, путем предложения принципиально новых способов работы и создания отраслей внутри отраслей, что также повысило интенсивность деятельности в области слияний и поглощений. Наконец, еще одной ключевой тенденцией сектора является то, что новому поколению компаний, предлагающих более низкие расходы и более масштабируемые идеи, привлекать средства все легче, и таким образом, модели применения масштабирования до первичного размещения акций на фондовом рынке приобретают все большую популярность [20].

**Рисунок 1.** Количество сделок и стоимость сделок слияния и поглощения в высокотехнологичном секторе, 2018–2022 гг.

Источник: [20]

Анализируя деятельность в области слияний и поглощений в секторе ИТ Европы (Рисунок 2), можно сделать вывод, что он отражает мировые тенденции. Активность достигла рекордных уровней в 2021 г. и оставалась на них в первой половине 2022 г., после чего последовало замедление во второй половине 2022 г., наблюдавшееся и в начале 2023 г. [21].

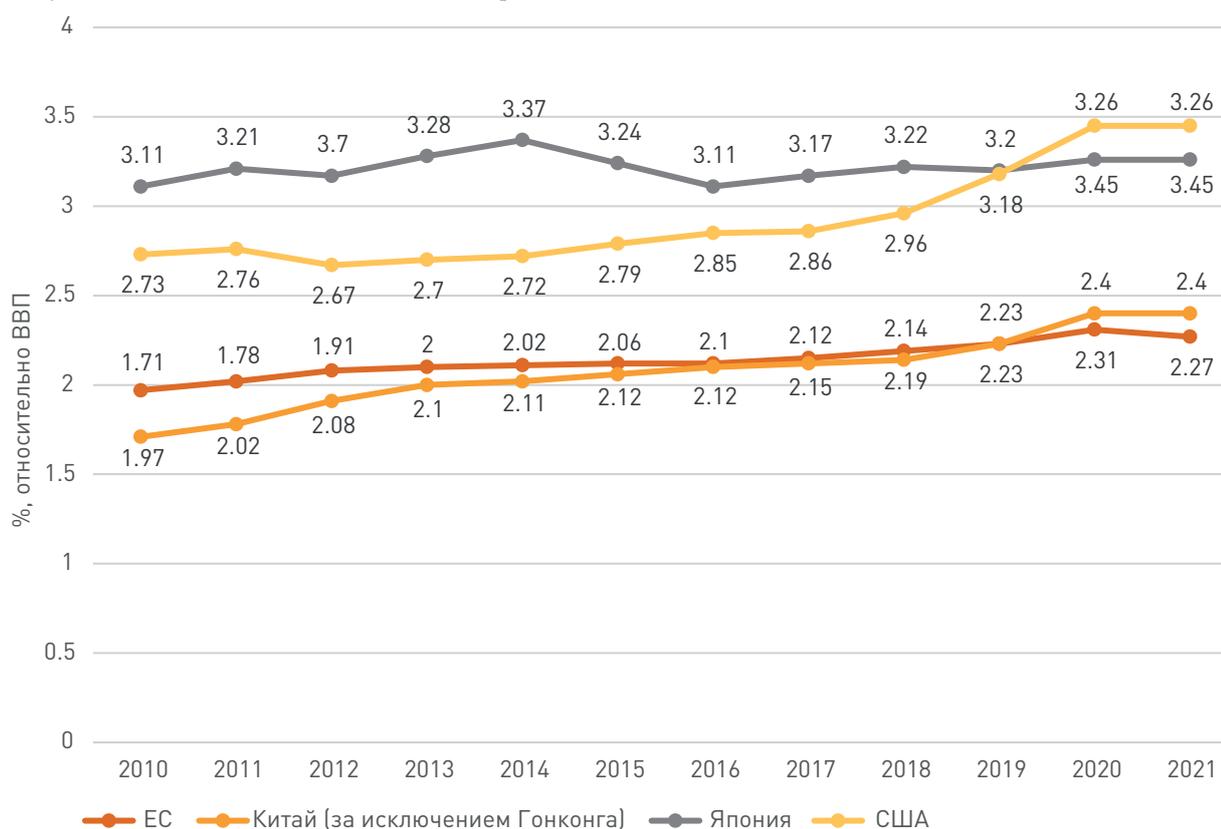
**Рисунок 2.** Стоимость сделок слияния и поглощения в европейском высокотехнологичном секторе

Источник: [20]

При сравнении расходов на НИОКР в Европейском союзе с расходами в других странах с развитой экономикой становится очевидно, что в ближайшие годы сохраняется перспектива роста. Несмотря на очевидность того что доля расходов на НИОКР растет, многое необходимо сделать в

области политики и инструментов, обеспечивающих достаточно внимания к данному вопросу, чтобы ликвидировать разрыв примерно в 2% и вывести страны ЕС на уровень ведущих развитых стран (Рисунок 3).

Рисунок 3. Расходы на НИОКР (в % от ВВП страны)



Источник: Евростат. URL: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=R%26D\\_expenditure](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=R%26D_expenditure)

По данным Организации экономического сотрудничества и развития, на 2021 г. ЕС установил две следующие цели первостепенной важности, которых необходимо достичь для проведения структурной реформы:

- 1) Обеспечение стремительного роста НИОКР и цифровизации путем увеличения инвестиций в НИОКР и способствования быстрому распространению новых технологических разработок.
- 2) Совершенствование конкуренции и ее регулирование в секторе путем учета блокировки потребителей, серьезных сетевых эффектов и обеспечения надлежащего хранения больших данных.

Наконец, рассматривая долю людей, занятых в технологическом и наукоемком секторе, можно сделать вывод, что в последние десять лет она остается на довольно высоком уровне. В течение этого времени также имел место ее небольшой рост, но общее количество в ЕС стабильно оставалось на уровне примерно 45%. Поэтому из данного графика можно сделать вывод, что сектор предлагает большое количество рабочих мест и играет существенную роль в привлечении активной рабочей силы на рынок труда [22]. Приведенная выше статистика указывает на существенное увеличение сделок слияния и поглощения в высокотехнологическом секторе Европы, как по количеству, так и по стоимости сделок. Тем не менее интересно отметить, что доля расходов на НИОКР относительно ВВП уже несколько лет не меняется. Учитывая отрицательный торговый баланс Европейского союза в таких высокоинновационных секторах, как телекоммуникации, электроника и производство других высокотехнологических товаров, а также масштаб активности в области слияний и поглощений в этих сек-

торах, особенно важно понять, обоснованы ли расходы на НИОКР и их распределение, создана ли стоимость в результате сделки и возможен ли рост инновационной активности. В целом необходимо определить, оказывает ли интенсивная деятельность в области слияния и поглощения в данном секторе влияние на интенсивность и закономерности роста НИОКР, чтобы своевременно внедрить необходимые нормы и инициативы для поддержки инновационной деятельности и конкуренции в секторе.

## Общие принципы исследования и гипотезы

Анализ литературы по данной теме выявил пробел, который может восполнить настоящее исследование. Во-первых, обычно предыдущие исследования уделяли внимание только одной стороне сделки слияния и поглощения (лишь покупатель или компания-цель) либо не разграничивали их при анализе. Кроме того, в нескольких статьях используются краткосрочные данные, доступные по этой теме. Поскольку для реструктуризации инновационной активности в слившейся компании может потребоваться более длительный период, объяснительная сила данного подхода ограничена. Наконец, исследования по данной теме охватывают широкий круг отраслей, а наиболее интересные для научного сообщества и упоминаемые чаще остальных работы обычно используют информацию о секторах, где не наблюдаются интенсивные НИОКР. Поэтому необходим более тщательный анализ инновационных отраслей.

Исходя из выявленного пробела мы сформулировали следующие гипотезы.

Первая гипотеза связана с предположением, предложенным Ф. Шюксом [9], а именно: после успешного поглощения продажи компании могут вырасти, но расходы на НИОКР существенно не увеличатся, поскольку в результате слияния двух компаний некоторые расходы будут оптимизированы. Следовательно, данные предположения означают, что при росте продаж интенсивность НИОКР снижается, а расходы на НИОКР остаются неизменными. При этом после слияния двух компаний расходы на НИОКР могут вырасти естественным образом, поскольку связанная с НИОКР работа и финансовые данные теперь объединены в одной слившейся компании. Поэтому данную гипотезу необходимо тщательно проверить.

*Гипотеза 1. После слияния интенсивность НИОКР у покупателя существенно снижается, при этом отрицательное влияние на рост расходов на НИОКР отсутствует.*

Вторая гипотеза рассматривает факт, описанный в работе [2], а именно, что компания-цель находится в менее выгодном положении, чем покупатель, и поэтому после слияния влияние на ее расходы на НИОКР и их интенсивность может оказаться отрицательным. В течение некоторого времени после сделки слияния и поглощения ожидается, что основное внимание будет непосредственно уделяться интеграции процессов компании-цели в компанию-покупателя как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе, а не стимулированию новых инновационных достижений компании-цели. Покупатель может принять решение использовать предусмотренные для НИОКР средства для иных целей или даже прекратить интенсивную инновационную деятельность приобретенной компании. Однако работа [23] выявила, что в некоторых случаях при слиянии компании, особенно близкие с точки зрения сектора и технологических процессов, могут получить преимущества в области НИОКР. Поскольку данные особенности также важны для нашего исследования, вторая гипотеза звучит следующим образом.

*Гипотеза 2. Слияние оказывает отрицательное влияние на расходы на НИОКР и на интенсивность НИОКР компании-цели.*

Третья гипотеза построена на основе работы [6]. Авторы говорят о том, что секторы, сосредоточенные на инновациях, в период после слияния стабильно показывают более высокую интенсивность НИОКР. Кроме того, работа [24] указывает на то, что для развития сектора критически важны обмен знаниями и передача навыков ценных кадров в области кибербезопасности, программирования систем искусственного интеллекта и роботизированной автоматизации процессов. При переносе этой информации на наш набор данных с подкатегориями из Номенклатуры видов экономической деятельности Европейской комиссии (NACE) выдвигается гипотеза, что из всех категорий, рассмотренных в ходе исследования, подгруппа Разработки программного обеспечения подвергнется наименьшему влиянию, потому что по сравнению с другими подкатегориями в ней наблюдаются самые высокие интенсивность исследований и уровень инноваций. Таким образом, можно считать, что в ней более всего необходимы высокая инновационная интенсивность и активность, и что она будет стремиться продолжить и сохранить деятельность в области НИОКР даже после слияния.

*Гипотеза 3. После слияния в подгруппе Разработки программного обеспечения влияние на интенсивность и рост НИОКР самое низкое.*

## Методология

### Сбор и описание данных

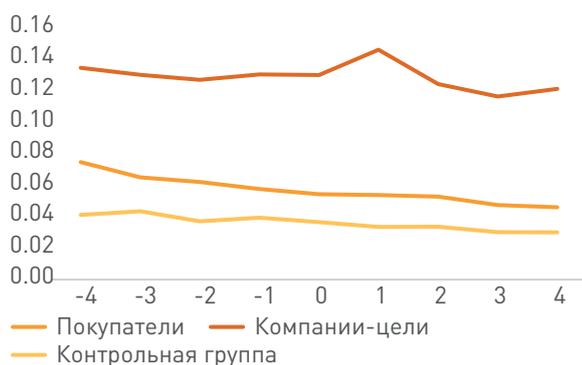
Данные по сделкам, проанализированным в исследовании, взяты из базы данных Европейской комиссии (ЕК). В исследование попали только сделки слияния и поглощения с показателями, достаточно значимыми, чтобы о них сообщили в ЕК и направили уведомление. Вторым критерием являлся сектор компаний на момент сделки. В базе данных компании сгруппированы на основании кода Номенклатуры видов экономической деятельности Европейской комиссии [25]. В выборку данных включены компании, работающие в научно-технической и информационно-телекоммуникационной сферах, и с головной компанией в Европе. Кроме того, чтобы избежать возможного искажения при интерпретации результатов, из выборки исключены компании, которые в течение наблюдаемого периода провели более одного слияния. Мы собрали данные балансовых отчетов этих компаний с 2010 по 2021 г., а также рассчитали возраст компании и добавили два дополнительных показателя

- Интенсивность НИОКР рассчитывалась как отношение расходов на НИОКР к выручке компании от коммерческой деятельности.
- Рост расходов на НИОКР определялся как изменение расходов на НИОКР по сравнению с предыдущим годом. Он необходим, чтобы понять, снизились ли расходы компании на НИОКР за два последовательных периода.

Данные собраны при помощи базы данных Refinitiv Eikon и отчетов по форме К-10. Компании без данных по НИОКР не вошли в набор данных.

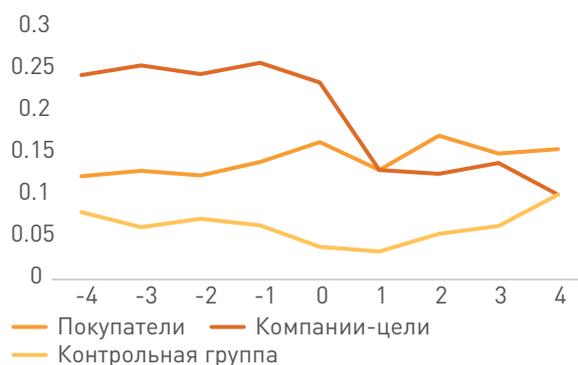
Итоговая выборка состоит из 85 компаний. На основе классификации Европейской комиссии мы разделили эти компании на следующие подгруппы: деловые услуги, разработка программного обеспечения, обработка данных, производство и телекоммуникации (подробное описание подгрупп представлено в Приложении А). Наконец, при помощи этой же базы данных и отчетов по форме К-10 собраны финансовые данные по компаниям, которые не участвовали в слияниях и затем вошли в контрольную группу для анализа. Что касается состава контрольной группы: компании, вошедшие в нее, должны располагаться в Европейском союзе, вести деятельность в высокотехнологичном секторе согласно требованию, указанному в базе данных, а также предоставлять отчеты о своих расходах на НИОКР и другую финансовую информацию в течение указанного периода. Кроме того, среди этих компаний не должно быть фирм, по которым в регулирующие органы ЕС (Европейская комиссия) направляется отчет касательно сделки слияния и поглощения, достаточно значительной, чтобы о ней необходимо было отчитываться в 2007–2021 гг. Наконец, мы проверили оставшиеся компании на выполнение в каждом случае предположения о параллельной тенденции. Данное предположение подразумевает, что в отсутствие воздействия разница между тестовой и контрольной группами с течением времени не меняется.

Рисунки 4 и 5 иллюстрируют изменение средней интенсивности и роста НИОКР для покупателей, компаний-целей и контрольной группы примерно за четыре года до и четыре года после слияния. До слияния как покупатели, так и компании-цели демонстрировали одинаковую тенденцию к незначительному сокращению интенсивности НИОКР с небольшими колебаниями.

**Рисунок 4.** Динамика интенсивности НИОКР за четыре года до сделки и четыре года после нее

После слияния (нулевой год) динамика двух групп компаний не менялась: у покупателей наблюдалось стабильное снижение в течение последующих четырех лет, примерно на 16% за весь период, а у компаний-целей показатели интенсивности НИОКР остались практически такими же. По сравнению с тестовой группой интенсивность НИОКР контрольной группы намного выше; разница составляет около 50%. Однако Рисунок 4 не показывает существенных колебаний, за исключением двух лет, когда значение увеличилось с 0,14 до 0,16.

Что касается тенденции роста НИОКР, то у компаний-целей в первые годы после слияния четко видно резкое паде-

**Рисунок 5.** Рост НИОКР за четыре года до сделки и четыре года после нее

ние роста на 44%, при этом в дальнейшем рост стал более стабильным. У покупателей на протяжении всего периода наблюдаются колебания; однако присутствует и положительная тенденция со средним ростом в 26%. Рост НИОКР у покупателей вызван переносом активов, связанных с НИОКР, с баланса компаний-целей на баланс покупателей после слияния. Что касается контрольной группы, то после непрерывного снижения с самой низкой точкой на показателе в 3,3% начался рост.

Сводная статистика по периоду до и после слияния приведена в Таблице 1.

**Таблица 1.** Средние показатели переменных по компаниям для контрольных и экспериментальных групп до и после сделки слияния и поглощения

Переменная	Покупатели		Компании-цели		Контрольная группа	
	До	После	До	После	До	После
Интенсивность НИОКР	0.07	0.04	0.04	0.03	0.13	0.13
Рост НИОКР	0.13	0.15	0.25	0.12	0.07	0.06
Общие активы	68.31	93.13	26.23	29.28	51.69	72.92
Общая задолженность	18.82	31.48	48.07	68.23	22.19	37.31
Выручка	40.04	49.12	25.45	26.64	26.66	33.91
Чистая прибыль	6.25	7.31	1.61	1.59	1.68	2.91

На основании Таблицы 1 можно сделать вывод, что покупатели – это компании с более высокой чистой прибылью, в собственности которых большее количество активов, а компании-цели имеют отрицательное отношение задолженности к активам и менее прибыльны. Кроме того, очевидно, что показатели интенсивности и роста НИОКР у контрольной группы намного выше, чем у экспериментальной группы. Поэтому можно предположить, что экспериментальная группа может использовать деятельность по слиянию как средство приобретения таких НИОКР и ликвидации инновационного разрыва.

Чтобы достичь еще более глубокого понимания собранных данных и их характеристик, построены пробит-модели. Мы оцениваем модель бинарного выбора, в которой зависимая переменная равна 1, если компания была покупателем, и равна 0, если она являлась компанией-целью. Интенсивность НИОКР, рост НИОКР, общая задолженность, чистая прибыль, общие активы и возраст добавлены в качестве объясняющих переменных. По данным переменным мы взяли информацию до слияния, поскольку она потенциально могла повлиять как на решение о слиянии, так и на активность компаний в области НИОКР в будущем. Мы ожидали, что модель может включать U-образную или перевернутую U-образную взаимосвязь с ролью компании в слиянии. Чтобы учесть воз-

можную нелинейность активов и возраста, мы также добавили квадрат общих активов и возраста. Модель оценивалась со случайными эффектами, поскольку для компаний результат во времени не меняется. Пробит-модель выбрана на основе информационных критериев Акаике и Байеса.

В Таблице 2 представлены результаты расчета предельных значений для оцениваемой модели. В среднем покупатели отличаются большей интенсивностью в НИОКР по сравнению с компаниями, не являющимися покупателями. Как показано ранее, до слияния для компаний-целей характерен впечатляющий средний показатель роста НИОКР более чем на 20%. Это может указывать на то, что компании-цели обычно стремятся достичь высоких уровней инновационной интенсивности, а покупатели, понимая, что обладают меньшим уровнем интенсивности в НИОКР, могут рассматривать сделки слияния и поглощения как новый способ получения новых технологий или ноу-хау, а также потенциального конкурентного преимущества. Отрицательный коэффициент квадрата возраста показывает, что для очень молодых или очень зрелых компаний вероятность стать покупателем намного ниже, чем для компаний среднего возраста. Положительный коэффициент квадратов общих активов показывает, что покупателями обычно являются компании с очень высокой или очень низкой стоимостью общих активов.

Таблица 2. Результаты оценки пробит-модели

Переменная	Коэффициент
Интенсивность НИОКР	.566* (.809)
Рост НИОКР	-.130* (.003)
Общая задолженность	-.022* (.019)
Чистая прибыль	.002 (.046)
Общие активы	1.292*** (.342)
Общие активы 2	.044*** (.023)
Возраст	.008*** (.010)
Возраст 2	-.00004*** (.000)
chi2 Вальда	64.75

\*\*\*, \*\*, \* обозначают уровни значимости в 1%, 5% и 10%, соответственно.

### Исследовательский подход

На основании работы [9] для изучения влияния слияний на инициативность компаний в области инноваций выбран подход «разность разностей». Основная идея заключается в сравнении изменения результатов по двум группам во времени: первая группа подвергается воздействию определенным образом, а вторая группа не подвергается никакому воздействию. Основное уравнение для оценки примененного воздействия выглядит следующим образом:

$$y_{it} = \gamma + \gamma_i TREAT_i + \gamma_i POST_i + \beta TREAT_i \times POST_i + u_{it}, \quad (1)$$

где  $TREAT_i$  – дамми переменная в случае применения воздействия;  $POST_i$  – дамми переменная результата после воздействия;  $TREAT_i \times POST_i$  – результат воздействия.

Поэтому оценку по методу «разность разностей» можно определить следующим образом:

$$\hat{\beta} = (\bar{Y}_2^T - \bar{Y}_2^C) - (\bar{Y}_1^T - \bar{Y}_1^C), \quad (2)$$

где  $(\bar{Y}_2^T - \bar{Y}_2^C)$  – разность средних результатов в группе,

подвергшейся и не подвергшейся воздействию, после воздействия, а  $(\bar{Y}_1^T - \bar{Y}_1^C)$  – разность средних результатов в группе, подвергшейся и не подвергшейся воздействию, до воздействия.

Базовая модель предполагает, что существует лишь два периода. Первый – до воздействия, а второй – после. Поскольку основная цель исследования – выявление, происходит ли изменение в расходах на НИОКР между двумя периодами, зависимая переменная строится как разница между периодом после воздействия и периодом до него [26]:

$$X_{post} - X_{pre} = \alpha + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 X + \varepsilon. \quad (3)$$

Чтобы получить показатель  $X_{pre}$ , рассчитывается среднее значение роста НИОКР или интенсивности НИОКР за

четыре года непосредственно до года регистрации сделки слияния и поглощения. Таким образом,  $X_{post}$  – это среднее значение за четыре года после сделки слияния и поглощения. Здесь  $D_1$  – категориальная переменная, равная 1, если в течение наблюдаемого периода компания не участвовала в сделках слияния и поглощения; равная 2, если компания являлась покупателем в сделке слияния и поглощения, и равная 3, если компания была целью.  $D_2$  – это категориальная переменная, указывающая на подкатегорию компании согласно классификации ЕК.  $X$  – это набор контрольных переменных, включая такие финансовые показатели, как общие активы, задолженность и чистую прибыль. Тем не менее необходимо устранить некоторое смещение, а именно регрессию к среднему значению. Таким образом, в модель добавлена дополнительная переменная  $X_{pre}$ , чтобы учесть разницу между компаниями, которая уже существовала на начало наблюдаемого периода. Это сделано из-за предположения, что изначальное значение интенсивности НИОКР в компаниях, не участвовавших в сделках слияния и поглощения, по сравнению с компаниями, участвовавшими в таких сделках, уже с самого начала существенно отличалось. Корреляция между  $X_{pre}$  и переменной  $D_1$  указывает на то, что если компания участвовала в сделке слияния и поглощения, первая построенная регрессия даст смещенный результат. Регрессия с добавленной переменной представлена ниже:

$$X_{post} - X_{pre} = \alpha + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 X_{pre} + \beta_4 X + \varepsilon. \quad (4)$$

Переменная  $D_1$  указывает, действительно ли участие компании в качестве любой из сторон сделки слияния и поглощения влияет на эффективность работы компании по сравнению с изначальным показателем эффективности в период до сделки. Следовательно, реальный эффект сделки слияния и поглощения на интенсивность и рост НИОКР очевиден.

В то время как базовая модель «разность разностей» предполагает, что существует только два временных периода, на практике может возникнуть ситуация, когда группы, подвергшиеся и не подвергшиеся воздействию, показывают разные тенденции в среднем значении переменной результата. В случае длительных временных периодов возникают дополнительные трудности, когда воздействие осуществляется в разное время. В этом случае невозможно оценить основное уравнение (1), потому что для контрольных наблюдений не определена дамми периода после сделки. Чтобы решить проблему изменяющихся во времени эффектов воздействия, исследователи обычно применяют модель с временными и индивидуальными фиксированными эффектами [27] следующим образом:

$$\gamma_{it} = \alpha_i + \alpha_t + \beta D_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (5)$$

где  $\alpha_i$  – это дамми переменная для единиц, охватывающих разные группы;  $\alpha_t$  – временные периоды, а  $D_{it}$  – переменная воздействия.

Примерная модель представлена ниже:

$$\gamma_{it} = \alpha_i + \alpha_t + \beta_1 D_{it} A_i + \beta_2 Ind_i + \beta_3 X_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (6)$$

Модели построены на основании зависимых переменных ( $\gamma_{it}$ ), описанных ранее: интенсивность НИОКР и рост расходов на НИОКР. Контрольные переменные ( $X_{it}$ ) охватывают различные финансовые показатели, такие как общая задолженность, общие активы, чистая прибыль, прибыль до уплаты процентов и налогов, а также возраст компании и ее подкатегория по классификации ЕК (Ind.).

Дамми переменная  $D_{it}$  указывает на эффект воздействия, но поскольку воздействие происходит в разное время, переменная равна 1 в период после слияния и 0 – до слияния.  $A_i$  представляет дамми переменную, которая равна 1, если компания является покупателем, и 0 – если это компания-цель. Взаимодействие двух данных переменных помогает проверить нашу гипотезу о влиянии как на покупателей, так и на компании-цели в период до слияния и после него. В отличие от базовой модели контрольная группа не включена в модель, потому что группы (периоды до и после слияния) служат для контроля друг друга в периоды, когда их статус воздействия не меняется.

Временная шкала в наборе данных предназначена для отслеживания процесса развития инновационной активности во времени, до и после слияния. Для этого создан набор дамми переменных, отражающий, насколько далеко отстоит от сделки слияния и поглощения исследуемый в настоящее время год.

## Результаты и обсуждение

В первых оцениваемых моделях использовались эконометрические спецификации (3) и (4), описанные выше. В Таблица 3 представлены результаты моделей с данными по разным отраслям.

Таблица 3. Результаты оценки модели с данными по разным отраслям

Переменная	Модель 1		Модель 2	
	Интенсивность НИОКР	Рост НИОКР	Интенсивность НИОКР	Рост НИОКР
Воздействие имело место (покупатель)	-0.375*** (0.011)	1.485** (0.069)	-0.437*** (0.009)	0.568*** (0.061)
Воздействие имело место (компания-цель)	-0.340*** (0.011)	-1.223** (0.069)	-0.437*** (0.011)	-1.382*** (0.059)
Изначальное значение			-2.274*** (0.065)	-0.808*** (0.129)
Деловые услуги	-0.145** (0.013)	-0.465 (0.087)	0.012*** (0.013)	-0.358 (0.074)
Разработка программного обеспечения	-0.012* (0.012)	-0.493* (0.080)	0.021** (0.011)	0.118** (0.069)
Обработка данных	-0.040 (0.013)	0.461* (0.091)	-0.024 (0.013)	0.844** (0.078)
Производство	0.109 (0.013)	-0.997** (0.084)	0.012** (0.012)	0.149 (0.074)
Выручка	0.081 (0.027)	-0.094 (0.018)	0.049* (0.025)	-0.049 (0.015)
Общая задолженность	0.535** (0.062)	0.025** (0.004)	0.265* (0.058)	0.049* (0.003)
Общие активы	-0.015 (0.027)	-0.022* (0.017)	-0.394 (0.025)	0.015** (0.015)
Скорректированный R-квадрат	0.271	0.212	0.543	0.496

\*\*\*, \*\*, \* обозначают уровни значимости в 1%, 5% и 10% соответственно.

Изучая коэффициенты для первой и второй моделей с точки зрения интенсивности НИОКР, мы наблюдаем, что показатель для покупателя и компании-цели вырос с -0.375 до -0.437 и с -0.340 до -0.437 соответственно, а это говорит о том, что контроль изначального значения помог определить, что влияние на участников сделки слияния и поглощения становится более заметным. Что касается роста НИОКР покупателя, присутствует заметное снижение с 1.485 до 0.568, однако эффект для компании-цели становится еще более выраженным при изменении коэффициента с -1.223 до -1.382. Это может означать, что сделки слияния и поглощения не оказывают значительного влияния на рост НИОКР покупателя, но это происходит по причине снижения активности НИОКР компании-цели.

Исходя из полученных результатов, лишь некоторые из сформированных в начале работы гипотез подтвердились. Первая гипотеза утверждала, что интенсивность НИОКР покупателя после слияния существенно снижается, но рост расходов на НИОКР не подвергся отрицательному воздействию. Подтверждено, что действительно слияние оказывает отрицательное влияние на интенсивность НИОКР. С другой стороны, рост расходов на НИОКР демонстрирует положительную динамику во времени. Вторая гипотеза об отрицательном воздействии слияния в компании-цели на рост расходов на НИОКР и интенсивность НИОКР подтверждена частично. Действительно, расходы на НИОКР снизились после сделки слияния и поглощения, однако интенсивность НИОКР выросла. Последняя гипотеза, кото-

рая утверждала, что наименьшему влиянию после слияния подвергается интенсивность НИОКР и рост НИОКР компаний из группы Разработки программного обеспечения, отвергнута. Это утверждение подтверждено для модели роста НИОКР, но наименьшему воздействию с точки зрения интенсивности НИОКР подверглась группа производства.

Далее оценивалась модель регрессии с временными и индивидуальными фиксированными эффектами (Таблица 4). Зависимая переменная – это взаимодействие между двумя дамми переменными. Она показывает, что слияние оказывает отрицательное воздействие на интенсивность НИОКР и рост НИОКР компании-цели. Коэффициенты отрицательные и статистически значимые, а результаты исследования соответствуют моделям, оцененным при помощи данных по различным отраслям. Влияние на расходы на НИОКР намного более заметно у компаний-целей со средним снижением в 0.336 по сравнению со средним ростом в 0.168 у покупателей. В то же время положительный коэффициент роста НИОКР у покупателей свидетельствует о том, что стимул сохранить исследовательскую деятельность продолжает расти, в то время как в компаниях-целях, по всей видимости, после слияния инновационные программы сокращаются. Выявлено, что наибольшему воздействию интенсивность НИОКР подверглась в категории деловых услуг, а наименьшее влияние сделки слияния и поглощения оказали на категорию обработки данных. С точки зрения роста НИОКР на категорию разработки программного обеспечения оказано наименьшее влияние, что соответствует предыдущей модели. Изменения в росте НИОКР больше всего повлияли на группу производства.

**Таблица 4.** Результаты оценки модели панельных данных

Переменная	Интенсивность НИОКР	Рост НИОКР
Воздействие имело место (покупатель)	-0.016** (0.016)	0.168** (0.073)
Воздействие имело место (компания-цель)	-0.005*** (0.003)	-0.336* (0.054)
Деловые услуги	0.118** (0.049)	-0.077 (0.188)
<b>Разработка программного обеспечения</b>	0.068* (0.021)	0.045 (0.085)
Обработка данных	0.048** (0.023)	0.074 (0.089)
Производство	0.051* (0.019)	0.101** (0.080)
Чистая прибыль	-0.003* (0.001)	0.005 (0.024)
Общая задолженность	0.001 (0.001)	0.005** (0.014)
Общие активы	0.005** (0.003)	-0.016 (0.035)

Переменная	Интенсивность НИОКР	Рост НИОКР
Прибыль до уплаты процентов и налогов	0.002** (0.001)	0.076** (0.033)
Возраст	0.004 (0.001)	-0.001* (0.000)
<i>F-статистика</i>	40.35	33.01

\*\*\*, \*\*, \* обозначают уровни значимости в 1%, 5% и 10% соответственно.

Если оценивать данные результаты по сравнению с предыдущими исследованиями по этой теме, можно обнаружить несколько заметных различий. П. Десильяс и А. Хьюз [23] считают, что интенсивность НИОКР высокотехнологичных компаний снижается только в первый год после слияния, но затем стабилизируется и начинает непрерывно увеличиваться в течение трех лет после слияния, одновременно растет производительность НИОКР. Несмотря на то, что наши результаты противоречат результатам вышеупомянутых авторов, они согласуются с исследованиями других авторов по данной теме, а именно с работой [2], выявившей отрицательное влияние на интенсивность НИОКР в период после слияния не только у компаний, участвовавших в сделках слияния и поглощения, но и у их конкурентов, владеющих частично сходными технологиями. Ф. Шюкс [9] также подтверждает, что интенсивность НИОКР после слияния снижается как у покупателя, так и у компании-цели. Наконец, работа [4] выявила, что деятельность крупных игроков по слиянию и поглощению в высокотехнологичном секторе разрушительна для инновационной деятельности и роста НИОКР компаний-целей, а в некоторых случаях приводит к прекращению производства их основного продукта. Таким образом, полученные результаты, в основном согласуются с более ранними исследованиями по данной теме, однако существует несколько противоречий, возможно, из-за разницы в методах измерения и оцениваемых метрик НИОКР, выбранных для каждого исследования.

Среди возможных ограничений исследования – его географический охват, поскольку использовались только данные по компаниям из Европейского союза, а закономерности интенсивности и роста НИОКР в различных регионах могут существенно отличаться. Не рассматривались также трансграничные сделки, т.е. сделки между компаниями из ЕС и компаниями из других регионов.

Другим ограничением является относительно небольшое количество компаний, которые указывают в своей финансовой отчетности расходы на НИОКР. Из-за всех наблюдений, по которым отсутствует или исключается информация о расходах на НИОКР, размер выборки существенно уменьшился. Это особенно касается компаний-целей, поскольку некоторые из них все еще считались малыми или средними предприятиями, не публикующими свои финансовые данные с такой же частотой, как крупные компании. Мы также исключили данные компаний, которые провели несколько поглощений в течение наблюдаемого периода; однако было бы интересно изучить, каким образом серийное поглощение влияет на активность покупателя в области НИОКР.

Наконец, в ходе исследования измеряли только расходы на НИОКР, отражавшие затраты на НИОКР. Все еще не понят-

но, каким образом они коррелируют с результатами компаний по НИОКР. Если такая корреляция подтвердится, возможно, характер изменения результатов будет отличен от изменения затрат.

## Вывод

В работе изучалось влияние деятельности в сфере слияний и поглощений на интенсивность и рост НИОКР компаний-покупателей и компаний-целей. Выявлено, что после слияния на интенсивность НИОКР как компании-цели, так и покупателя оказывается отрицательное влияние. У компаний-целей в отличие от покупателей после сделки слияния и поглощения наблюдается снижение роста НИОКР. Исходя из анализа других исследований по данной теме, закономерность здесь в некоторой мере совпадает с поглощениями, связанными с инновациями, когда поглощающая компания стремится приобрести уже разработанную технологию вместо создания своей внутри компании. Поскольку компании-цели показывают намного более высокий процент роста НИОКР до слияния, который после сделки сокращается наполовину, это можно толковать как угрозу их перспективе сохранить свой статус инновационных компаний.

Учитывая возможные последствия, поскольку большинство целей слияния являются компаниями с высокой интенсивностью НИОКР, важно установить контроль, чтобы предотвратить прекращение данной инновационной активности в результате участия этих компаний в сделках слияния и поглощения. Анализируя финансовые данные, важно отметить, что у компаний-целей в период до слияния имелась существенная задолженность, и после слияния задолженность выросла примерно на треть, при этом объем активов увеличился незначительно, примерно на 15%. Вместе с тем, у покупателей наблюдался значительный рост активов, чистой прибыли и выручки, последняя увеличилась более чем на 20%. Наше предположение заключается в следующем: поскольку интенсивность НИОКР – это отношение расходов на НИОКР к выручке от коммерческой деятельности, и это отношение, по всей видимости, снижается у обеих сторон сделок слияния и поглощения, а закономерности роста НИОКР у покупателей и компаний-целей отличаются, то это объясняется значительным ростом выручки у покупателей и снижением расходов на НИОКР у компаний-целей. Отрицательное влияние на рост НИОКР является тревожным знаком, который наблюдался у компаний-целей, и, учитывая, что данные компании-цели ведут деятельность в высокоинновационной сфере, антимонопольные органы должны изучить этот факт при создании методов поддержания конкурентной значимости компаний-целей. Растущая задолженность и остановленная либо существенно снижающаяся активность в области НИОКР могут повлечь за собой прекращение производства основного продукта или оказания основной услуги компании-цели либо их присоединение к активам покупателя. Это, в свою очередь, может привести к уничтожению высокоинновационных игроков рынка, что устраняет конкуренцию в секторе, а поскольку конкуренция является одной из движущих сил обеспечения стабильного роста в секторе и благосостояния потребителя, антимонопольным органам следует организовать тщательный надзор.

Рассматривая возможности для будущих исследований, можем отметить, что в ходе исследования измерялись только затраты на НИОКР. Следовательно, для продолжения

исследования можно обратить внимание на результаты компаний по НИОКР (патенты, инновационные продукты, приемы ноу-хау и т.д.), чтобы определить, существует ли корреляция между затратами и результатами, а также интенсивностью и ростом НИОКР. Другим возможным направлением исследования является определение, насколько близка связь между компанией-целью и покупателем. Их связь можно измерить либо по технологии, производимой обеими компаниями, либо по рынку, на котором они ведут деятельность. Таким образом, существует потенциальная возможность выяснить, представляет ли связь между компаниями вероятную угрозу для инноваций или, наоборот, способствует передаче знаний.

## Список литературы

1. Pitchbook Global M&A Report Q3 2023. 2023. URL: <https://pitchbook.com/news/reports/q32-2023-global-ma-report> (accessed on 03.07.2023)
2. Haucap J., Rasch A., Stiebale J. How mergers affect innovation: Theory and evidence. *International Journal of Industrial Organization*. 2019;63:283-325. <https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2018.10.003>
3. Tyagi K. *Promoting Competition in Innovation Through Merger Control in the ICT Sector: A Comparative and Interdisciplinary Study*. Springer; 2019. 360 p.
4. Gautier A., Lamesch J. Mergers in the digital economy. *Information Economics and Policy*, 2021;54:100890. <https://doi.org/10.1016/j.infoecopol.2020.100890>
5. Argentesi E., Buccirosi P., Calvano E., et al. Merger policy in digital markets: An ex-post assessment. *Journal of Competition Law and Economics*. 2021;17(1):95-140. <https://doi.org/10.1093/joclec/nhaa020>
6. Christofi M., Vrontis D., Thrassou A., et al. Triggering technological innovation through cross-border mergers and acquisitions: A micro-foundational perspective. *Technological Forecasting and Social Change*. 2019;146:148-166. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2019.05.026>
7. Kern B. R., Dewenter R., Kerber, W. Empirical Analysis of the Assessment of Innovation Effects in U.S. Merger Cases. *Journal of Industry, Competition and Trade*. 2016;16:373-402. <https://doi.org/10.1007/s10842-016-0225-0>
8. Cefis E., Marsili O. Crossing the innovation threshold through mergers and acquisitions. *Research Policy*. 2015;44(3):698-710. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.10.010>
9. Szücs F. M&A and R&D: Asymmetric Effects on acquirers and targets. *Research Policy*. 2014;43(7):1264-1273. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.03.007>
10. Motta M., Peitz M. Big tech mergers. *Information Economics and Policy*. 2021;54:100868. <https://doi.org/10.1016/j.infoecopol.2020.100868>
11. Park W.G., Sonenshine R. Impact of Horizontal Mergers on Research & Development and Patenting: Evidence from Merger Challenges in the U.S. *Journal of Industry, Competition and Trade*. 2012;12(1):143-167. <https://doi.org/10.1007/s10842-011-0119-0>

12. Gopalakrishnan S., Damanpour F. Patterns of generation and adoption of innovation in organizations: Contingency models of innovation attributes. *Journal of Engineering and technology management*. 1994;11:95-116. [https://doi.org/10.1016/0923-4748\(94\)90001-9](https://doi.org/10.1016/0923-4748(94)90001-9)
13. Subramanian A., Nilakanta S. Organizational Innovativeness: Exploring the Relationship Between Organizational Determinants of Innovation, Types of Innovations, and Measures of Organizational Performance. *Omega*. 1996;24(6):631-647. [https://doi.org/10.1016/S0305-0483\(96\)00031-X](https://doi.org/10.1016/S0305-0483(96)00031-X)
14. Tushman M.L., Anderson P. Technological discontinuities and organizational environments. *Administrative Science Quarterly*. 1986;31(3):439-465. <https://doi.org/10.2307/2392832>
15. Rao V.R., Yu Y., Umashankar N. Anticipated vs. Actual Synergy in Merger Partner Selection and Post-Merger Innovation. *Marketing Science*. 2016;35(6):934-952. <https://doi.org/10.1287/mksc.2016.0978>
16. Phillips G.M., Zhdanov A. R&D and the Incentives from Merger and Acquisition Activity. *The Review of Financial Studies*. 2013;26(1):34-78. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs109>
17. Entezarkheir M., Moshiri S. Innovation spillover and merger decisions. *Empirical Economics*. 2021;61(5):2419-2448. <https://doi.org/10.1007/s00181-020-01973-6>
18. Chou S.C., Chu Y.F. Innovations and earnings non-synchronicity: evidence from industry M&A activities. *Accounting & Finance*. 2022;62(1):337-367. <https://doi.org/10.1111/acfi.12792>
19. Zhou K., Yan R., Liu Y. Vertical merger, R&D collaboration and innovation. *The European Journal of Finance*. 2019;25(14):1289-1308. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2019.1589551>
20. *Global M&A Trends in Technology, Media & Telecommunications: 2023 Outlook*. PWC, 2023. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends/2023/telecommunications-media-technology.html>
21. The regional perspective. 2023 M&A report. BCG. October 26, 2023. URL: <https://www.bcg.com/publications/2023/regional-perspective-on-m-and-a-market-trends>
22. Science, technology and innovation – Overview. Eurostat Statistical, European Commission, Luxembourg. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/science-technology-innovation>
23. Desyllas P., Hughes A. Do high technology acquirers become more innovative? *Research Policy*. 2010; 39(8): 1105-1121. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2010.05.005>
24. 2022 Technology Industry Outlook. Deloitte, 2022. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/technology-media-and-telecommunications/articles/technology-industry-outlook.html> (accessed on 03.07.2023)
25. *NACE Rev. 2. Statistical classification of economic activities in the European Community*. Luxembourg: Office for Official Publications of the European Communities, 2013. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5902521/KS-RA-07-015-EN.PDF> (accessed on 03.07.2023)
26. Ball L., Sheridan N. Does inflation targeting matter? In: The Inflation-Targeting Debate. In: Bernanke B.S., Woodford M., eds. *The Inflation-Targeting Debate*. University of Chicago Press; 2005:249-276. URL: <http://www.nber.org/chapters/c9561>
27. Goodman-Bacon A. Difference-in-differences with variation in treatment timing. *Journal of Econometrics*. 2021; 225(2): 254-277. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2021.03.014>

## Приложение А

### Определение подгрупп в высокотехнологичном секторе

Подкатегория	Определение
Разработка программного обеспечения	Управление локальными системами и эксплуатация компьютерных сетей и/или ведение деятельности компаний по обработке данных клиентов; предоставление экспертных услуг в области информационных технологий: написание, доработка, тестирование и обеспечение поддержки программного обеспечения; планирование и проектирование компьютерных систем, различные услуги по поддержке компьютерной техники, программное обеспечение и коммуникационные технологии; и прочая профессиональная и техническая деятельность в области компьютеризации
Деловые услуги	Техническая поддержка аппаратного и программного обеспечения по требованию; предоставление услуг в области компьютеризации и программного обеспечения для работников, занимающихся ИТ, и офисного персонала, конфигурация специальных индивидуальных решений, адаптированных для конкретного бизнеса; услуги по восстановлению после аварий и контроль; установка персональных компьютеров; услуги по установке программного обеспечения
Обработка данных	Обеспечение необходимой инфраструктуры для хостинга, услуги обработки данных, базы данных и сопутствующие услуги, а также обеспечение поисковых систем и прочих средств хранения данных в интернете
Производство	Производство оборудования, необходимого для стабильного оказания услуг в области информационно-коммуникационных технологий (ИКТ), т.е. компьютеров, телекоммуникационного оборудования, бытовой электронной аппаратуры, неиндивидуального программного обеспечения
Телекоммуникации	Оказание услуг, связанных с телекоммуникациями и сопутствующих услуг (передача данных, голоса, записей, текстов, звука и видео)

Источник: [25].

**Вклад авторов:** в настоящую статью авторы внесли равный вклад.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 06.10.2023; одобрена после рецензирования 08.11.2023; принята для публикации 30.11.2023.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.19-37>

JEL classification: G30, G32



# Устойчивость компании в период культуры отмены

## Руфина Евграфова

младший менеджер коммерческого финансирования, Отдел планирования, ITMS, Москва, Россия,  
[rufina.evgrafova@gmail.com](mailto:rufina.evgrafova@gmail.com), [ORCID](#)

## Ирина Ивашковская ✉

доктор экономических наук, профессор,  
заведующий Научно-учебной лабораторией корпоративных финансов, руководитель школы финансов,  
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Россия,  
[iivashkovskaya@hse.ru](mailto:iivashkovskaya@hse.ru), [ORCID](#)

## Екатерина Шорохова

младший менеджер коммерческого финансирования, ITMS (ex BAT Russia), Москва, Россия,  
[ekaterina.shorokhova@gmail.com](mailto:ekaterina.shorokhova@gmail.com), [ORCID](#)

## Аннотация

В международных исследованиях особо пристальное внимание устойчивости компаний стали уделять именно в контексте пандемии COVID-19, распространившейся в 2019 г. Интерес к данной теме еще более усилился из-за структурных изменений в бизнес-моделях российских компаний, вызванных санкциями, тем самым подчеркнув необходимость всестороннего изучения устойчивости, ее движущих факторов и адаптивных стратегий поворота, особенно в эпоху культуры отмены. Несмотря на выросшую значимость устойчивости стимулирующие факторы, составляющие ее основу в ходе структурных кризисов, все еще недостаточно изучены. В настоящей статье мы пытаемся закрыть этот пробел, сочетая количественный подход, который применяется к выборке котируемых на бирже российских компаний с 2012 по 2020 г., с кейсовыми методами. Наш вклад в литературу многоаспектен. Во-первых, применение Z-модели Альтмана к котируемым на бирже компаниям раскрывает отрасли с самой высокой и самой низкой устойчивостью на российском рынке с исторической точки зрения. Во-вторых, мы утверждаем, что колебания в степени устойчивости в турбулентные времена, отраженные в Z-оценке, дают более подробную оценку по сравнению с такими популярными рыночными метриками, как совокупный доход акционеров (TSR). В-третьих, наши результаты показывают, что более высокие кредитные рейтинги и государственная собственность не оказывают заметного влияния на уровень устойчивости. Наоборот, профессиональный опыт CEO связан с эффективностью работы компании и играет существенную роль в определении устойчивости компании, когда она сталкивается со сложностями в условиях культуры отмены.

**Ключевые слова:** Z-модель Альтмана, CEO, культура отмены, устойчивость компании, человеческий капитал, государственная собственность, совокупный доход акционеров, стратегии поворота

**Цитирование:** Evgrafova R., Ivashkovskaya I., Shorokhova E. (2023) Corporate Resilience in Cancel Culture Times. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(4): 19-37. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.19-37>

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

## Введение

Внешние экономические факторы оказывают существенное влияние на финансовое благополучие компаний различных размеров: малых, средних и крупных. Главным отличительным признаком между компаниями, находящимися в критическом финансовом положении или переживающими процедуру банкротства, и компаниями, эффективно использующими турбулентные времена для реструктуризации, является эффективность стратегий поворота, реализуемых стратегически мыслящими руководителями. В данные стратегии входят реструктуризация организации, сокращение расходов, перегруппировка активов и изменение позиции на рынке. Крах мирового рынка, вызванный пандемией COVID-19, которая повлияла на компании по всему миру, служит хорошим примером. В этот период под угрозой внешних потрясений особо отчетливо проявилась измененная динамика стимулирующих факторов устойчивости компании и адаптивные стратегии поворота. В то время как одни компании успешно справлялись с трудностями, другие оказались в крайне тяжелом положении. В России внешние потрясения проявились в виде санкций, наложенных на многие отрасли и компании в начале 2022 г., усугубленных культурой отмены. Чтобы сохранить устойчивость, компаниям пришлось провести ширококомасштабную реструктуризацию бизнес-процессов на различных этапах цепочки создания ценности.

Предыдущие исследования П. Кинана с соавт., Д. Ангина с соавт., Б. Лина с соавт., Д. Дениза и Т. Круза, А. Кама с соавт. и Дж. Ашаери с соавт. [1–6] затрагивали стратегии поворота, в то время как исследования А. Чима-Фокса с соавт., Дж. Милано с соавт., М. Хидаята с соавт., Е. Бранда с соавт., К. Линса с соавт., Р. Левина с соавт., Дж. Маркмана с соавт., А. Саджада, Р. Саркара с соавт., З. Таригана с соавт. и Р. Раджеша [7–17] изучали факторы, влияющие на устойчивость. М. Ю, М. Паргендлер, Л. Тиханьи с соавт. и А. Абрамов с соавт. [18–21] главным образом изучали государственную собственность и ее связь с эффективностью работы компании. Однако существует большой пробел в научном исследовании устойчивости в контексте внешних санкций.

Наша статья восполняет этот пробел, изучая факторы, которые влияют на устойчивость компании во времена культуры отмены в России, с особой концентрацией на сырьевом и потребительском секторах. Объединив количественный подход к выборке компаний в период 2021–2020 гг. и кейсовый метод с 2022 г., мы внесли вклад в литературу в отношении нескольких аспектов. Во-первых, применив Z-модель Альтмана [22] к котируемым на бирже компаниям, мы выявили на российском рынке отрасли с самой высокой и самой низкой устойчивостью с исторической точки зрения на основе выборки 2021–2020 гг. Во-вторых, мы утверждаем, что колебания в степени устойчивости в турбулентные времена, отраженные в Z-оценке, дают более глубокую оценку по сравнению с такими популярными рыночными метриками, как совокупный доход акционеров (TSR). В-третьих, при помощи кейсовых методов изучения компаний потребительского и сырьевого секторов («Норникель», ТМК, «Русолово», «М.Видео», «Магнит» и «Фармсинтез») мы выделили успешные практики сохранения устойчивости в условиях экономической турбулентности, вызванной внешними факторами. Наш кейсовый анализ свидетельствует о том, что ни тесная связь компании с банками, ни государственная собственность или поддержка не оказывают непосредственного влияния на степень устойчивости. При этом выявлено, что профессиональный опыт CEO имеет связь с эффективностью компании во времена культуры отмены.

Статья построена следующим образом. Первый раздел включает обзор литературы, посвященной стратегиям поворота, факторам, влияющим на устойчивость, и выдвижение гипотез. Во второй раздел вошли формирование выборки и анализ данных, включая метрики Z-оценки и описательную статистику переменных. В третьем разделе приведены краткое описание кейсов стратегий поворота во времена культуры отмены и интерпретация результатов подвыборки. В завершение в четвертом разделе представлены выводы с их обсуждением.

## Теоретические основы стратегий поворота и устойчивости

Экономические потрясения влияют на финансовую эффективность компаний независимо от их размера, и эффективное управление во времена турбулентности критически важно, чтобы избежать финансового краха. Стратегически мыслящие руководители могут обратить такие трудности в свою пользу, чтобы улучшить позиции на рынке и обойти конкурентов [1]. Целью стратегии поворота является переориентация вектора эффективности компании, а это означает, что к разработке продукции и развитию на рынке необходимы инновационные подходы. Обычно данный процесс подразумевает реструктуризацию руководства и культуры организации, за которой следуют сокращение расходов, перегруппировка активов и реализация селективных стратегий в отношении продукции/рынков. На последнем этапе происходит изменение позиции на рынке, для чего проводятся диверсификация портфеля продукции и корректировка цен.

Д. Ангин с соавт. [2] приводят другую классификацию этапов стратегии поворота: традиционное снижение стоимости активов, сокращение ассортимента продукции и количества рынков и фрагментарные стратегии. Правильное управление играет ключевую роль в устойчивом восстановлении.

Успешная переориентация подразумевает сложные процессы, на которые влияют факторы окружающей среды, внутренние ресурсы и корпоративная стратегия. Операционная реструктуризация, особенно изменения в производственных процессах, считается ключевым шагом к восстановлению [3]. Контроль затрат, включая сокращение расходов на заработную плату, НИОКР и административных расходов, является широко распространенным первым этапом реструктуризации [4]. А. Кам с соавт. [5] изучили рыночную реакцию на стратегию поворота как государственных, так и частных фирм, находящихся в критическом финансовом положении, подчеркивая влияние сделок слияния и поглощения, продажи активов, реорганизации руководства и реструктуризации задолженности. Их результаты говорят о том, что сделки слияния и поглощения, затрагивающие операционную реструктуризацию, вызывают наибольшую рыночную реакцию.

При обсуждении факторов успешной переориентации ученые доказали, что уменьшение размеров может помочь компании, которой угрожает банкротство, преодолеть кризис ликвидности и восстановить уверенность в том, что она сможет выплатить свою задолженность [6]. Однако уменьшение размеров в качестве инструмента преодоления критического положения также представляет собой риск, особенно когда речь идет о массовом сокращении работников. Эти риски растут, когда фирмы проводят многоэтапную периодическую реструктуризацию [3]. Соблюдение баланса между долгосрочной реструктуризацией и мгновенной ликвидностью критично для выживания [6]. Фирмы, которые выходят из критического положения, имеют тенденцию к реализации стратегий, ориентированных на рост и внешние рынки, в то время как компании,

которым не удалось выйти из такого положения, зачастую применяют подходы, заключающиеся в решении сиюминутных проблем [23]. Установлено, что компании, поставившие перед собой цели, более устойчивы, а это подчеркивает важность четко определенной корпоративной миссии [8].

### Факторы, влияющие на устойчивость

Пандемия COVID-19 служит примером крупномасштабного краха рынка, в результате которого компаниям пришлось провести переоценку своих процедур обеспечения устойчивости. По мнению А. Чима-Фокса с соавт., в период пандемии гибкость и прочные связи со стейкхолдерами возникли как ключевые факторы устойчивости [7]. Предпринимательские способности управленческой команды также сыграли существенную роль в смягчении последствий кризиса и преодолении неопределенности [9].

Ориентированность на стейкхолдеров играет решающую роль в управлении в условиях кризиса. Компании, имеющие четкую цель, показывают более устойчивые финансовые результаты [8]. К. Линс с соавт. продемонстрировали, что существует связь социального капитала с устойчивостью, при этом во время кризиса фирмы с крупным социальным капиталом имеют более высокую рентабельность и рост [11]. В исследовании немецких и швейцарских компаний Е. Бранда с соавт. [10] корпоративная ответственность определяется как ключевой фактор преодоления критического финансового положения. Анализируя устойчивость компании во время банковских кризисов, Р. Левин с соавт. [12] обратили особое внимание на роль социального доверия в оценке финансов. Дж. Маркман и М. Вензин [13] оценили влияние размера компании, стабильности отечественного рынка, а также разнообразия продукции и рынков на устойчивость компании. А. Саджад [14] и П. Саркар с соавт. [15] исследовали сбои в цепочке поставок и соответствующие меры реагирования компаний во время пандемии COVID-19. Было показано, что устойчивость можно усилить, добившись гибкости в цепочке поставок, диверсификации и заключив партнерские сделки в отношении цепочки поставок [16]. Стратегии, сориентированные на устойчивое развитие, необходимо внедрять на начальных звеньях цепочки поставок, в то время как стратегии, сосредоточенные на устойчивости, необходимо внедрять на конечных звеньях [17]. А. Саджад [14], П. Саркар с соавт. [15] и З. Тариган с соавт. [16] показали важность цепочки поставок в восстановлении после критического финансового положения.

Оценка роли правительства и банков в усилении или снижении устойчивости варьируется в зависимости от исследования. М. Ю [18] выявил, что государственная собственность повышает устойчивость благодаря поддержке государства. А. Кам с соавт. [5] продемонстрировали, что ценность, добавленная в результате сделок слияния и поглощения, увеличивается, когда право собственности передается от государства, в то же время А. Абрамов с соавт. [21] пришли к выводу, что если государство владеет большей долей, то устойчивость компании ниже из-за повышенной долговой нагрузки. Результаты по роли связи с банками и ее влиянию на устойчивость компании неоднозначны. Р. Левин с соавт. [12] показали, что фирмы в странах с высоким уровнем доверия к деловым связям имеют больше возможностей доступа к кредитам и поэтому в кризисные периоды меньше сталкиваются с ситуацией упущенной выгоды.

Столкнувшись с беспрецедентными ограничениями, российским компаниям пришлось перестроить бизнес-процессы, включая цепочки поставок и каналы распространения. Анализ Керт (2023) по ключевым трендам и направлениям развития отраслей российской промышленности в ходе гео-

политического кризиса [24] указывает на то, что российские фирмы успешно диверсифицировали каналы поставок готовой продукции, сырья и компонентов и перенаправили свою продукцию на альтернативные рынки.

В различных работах изучается роль государственной собственности [18–21]. Исследователи утверждают, что она отрицательно влияет на финансовую эффективность компании [20], при этом доминирующая доля государственной собственности негативно сказывается на результатах фирмы, увеличивая ее долговую нагрузку [21].

Среди факторов, способствующих достижению успеха в переориентации и обеспечении устойчивости, присутствует компетентность управленческой команды. А. Чима-Фокс с соавт. [7] указывают на то, что компании с прочными связями со стейкхолдерами и более высокой гибкостью более устойчивы в кризисные времена. М. Хидаят с соавт. [9] дополнительно подтверждают, что предпринимательские качества руководства являются ключом к выживанию в критическом положении, а П. Кианан с соавт. [1] считают, что дальновидные руководители могут использовать турбулентные времена, чтобы превзойти конкурентов.

Таким образом, в литературе исследуются различные аспекты стратегии поворота и ее успешности в повышении устойчивости компании. На восстановление фирмы могут повлиять многочисленные внешние факторы, и выводы исследователей расходятся в зависимости от периода выборки и страны. При этом материала по устойчивости к внешним потрясениям, особенно в период культуры отмены, очень мало. Понятие культуры отмены относительно новое, и последствия санкций 2022 г. для России еще предстоит полностью изучить. Однако предыдущие работы, посвященные потрясениям мировой экономики и недавней пандемии COVID-19, позволяют нам сформулировать следующие гипотезы.

*H1: Человеческий капитал оказывает положительное влияние на устойчивость компании в период культуры отмены.*

Как показали А. Чима-Фокс с соавт. [7], а также Дж. Милано с соавт. [8], на устойчивость фирмы могут воздействовать различные факторы, к которым обычно относят человеческий капитал, цепочки поставок, операционные процессы и цель компании. Следует отметить, что человеческий капитал как нефинансовое и нефизическое сочетание навыков, знаний, образования и иных личностных качеств работников [25] оказывает положительное воздействие на эффективность работы организации при надлежащем управлении ею [26], особенно в условиях неопределенности.

*H2: Компании с долей государственной собственности проявляют большую устойчивость в текущий период культуры отмены.*

*Ученые доказали, что компании в государственной собственности имеют тенденцию расти медленнее и показывают более скромные финансовые результаты, чем частные компании [18–21], поскольку вмешательство государства может нарушить рыночные условия и привести к более низкой эффективности предприятия. Тем не менее в стратегически важных отраслях, таких как нефтегазовая или горнодобывающая, государственная поддержка повышает устойчивость компании и финансовую эффективность [18]. Нынешний структурный кризис, возникший в результате внешних потрясений, вызванных санкциями, а не состоянием рынка, происходит из разных источников. В таких условиях маловероятно, что фирмы в государственной собственности смогут преодолеть все трудности самостоятельно. Следовательно, мы утверждаем, что финансовые, юридические и иные меры государственной поддержки усиливают устойчивость фирмы.*

*НЗ:* Чем теснее взаимосвязи с банками, тем выше устойчивость в период культуры отмены.

Поскольку реструктуризация задолженности является проверенной стратегией поворота, высокий кредитный рейтинг должен улучшить прозрачность, оценку рисков и дать преимущества при переговорах о более выгодных условиях займов, повышая эффективность реструктуризации и устойчивость компании в целом [5].

## Модель исследования и переменные

Для оценки устойчивости компании мы применили Z-модель Альтмана – модель множественного дискриминантного анализа, которая содержит пять основных коэффициентов, широко применяемых в корпоративных финансах, банковском деле и прогнозировании кредитного риска. Проблемные компании часто используют данную модель в качестве руководства для реализации стратегий поворота. Существуют три варианта классической Z-модели: изначальная пятифакторная Z-модель для публичных компаний, пятифакторная Z'-модель для частных компаний [27] и четырехфакторная Z''-модель для частных компаний [22], предназначенных для минимизации потенциального влияния отрасли.

Во втором варианте для частных фирм изменена одна переменная – вместо рыночной капитализации используется балансовая стоимость собственного капитала. В третьем варианте для производственных и непроизводственных компаний исключается переменная отношения рыночной цены к балансовой стоимости, чтобы свести к минимуму потенциальное воздействие отрасли. Оценка предсказательной силы различных вариантов, включая бухгалтерские, рыночные модели и модель риска, выявила минимальные различия в точности прогнозирования [28; 29]. Более того, К. Леви с соавт. [30] провели исследование примерно 1500 европейских и североамериканских компаний и пришли к выводу, что Z-модель Альтмана обеспечивает более качественную оценку критического состояния по сравнению с показателями биржи.

Z-модель успешно применяли для анализа компаний на различных развивающихся рынках, включая Пакистан [31], Китай [32] и Индонезию [33]. Однако Z-модель Альтмана следует применять с осторожностью в силу особенностей отрасли и различий в экономике разных стран. С. Бхатт [34] изучал способность трех вариантов Z-модели Альтмана прогнозировать критическое состояние компании в Индии и показал, что данные модели обладают высокой точностью в прогнозировании критического состояния, используя финансовые коэффициенты, рассчитанные на основе финансовой отчетности за предыдущий год. Таким образом, по-видимому, Z-модели также имеют отличный потенциал оценки риска критического состояния компании на развивающихся рынках.

## Переменные

В нашей исследовательской модели Гипотеза 1 сконцентрирована на влиянии человеческого капитала на устойчивость. Чтобы ее измерить, мы проанализировали методы, широко используемые для оценки человеческого капитала [35–37]. Многие показатели человеческого капитала, такие как коэффициент текучести кадров, расходы на образование и вовлеченность сотрудников, невозможно было использовать для российских компаний в период культуры отмены. Вместо этого мы применили показатели человеческого капитала CEO, что считается приемлемым, учитывая существенную роль CEO в результативности деятельности фирмы, особенно в кризисные времена.

Что касается Гипотезы 2, изучающей воздействие государственной собственности на устойчивость компании, мы проанализировали реестр акционеров, чтобы определить степень вовлеченности государства и долю его собственности. В Гипотезе 3, исследующей роль взаимосвязи между банком и компанией, кредитные рейтинги используются в качестве прокси для измерения влияния этой взаимосвязи на устойчивость.

## Описание выбранной модели

Для анализа мы взяли следующую модель:

$$Z = 0,012 \cdot X_1 + 0,014^* + 0,033^* + 0,006^* X_4 + 0,999^* X_5, \quad (1)$$

где  $X_1$  – отношение оборотного капитала к общим активам;

$X_2$  – отношение нераспределенной прибыли к общим активам;

$X_3$  – отношение прибыли до выплаты процентов и налогообложения к общим активам;

$X_4$  – отношение рыночной стоимости собственного капитала к балансовой стоимости общих обязательств;

$X_5$  – отношение выручки к общим активам;

Z – общий индекс.

## Анализ выборки

Для анализа мы использовали финансовые данные российских котируемых на бирже компаний за 2012–2020 гг., взятые у Bloomberg. Отраслевой обзор кратко представлен в Таблице 1.

Таблица 1. Отраслевой обзор компаний из выборки

Отрасль	Количество компаний
Коммунальные услуги	21
Сырье	19
Потребительские товары, основные	13
Промышленность	13
Энергетика	12
Коммуникации	11
Потребительские товары, сбыт которых зависит от фазы экономического цикла	9
Финансы	6
Итого	104

Источник: составлено авторами.

Финансовые показатели, включая эффективность, рентабельность и рыночную стоимость, взяты у Bloomberg с определенными корректировками, которые пришлось внести из-за отсутствия непосредственной информации об оборотном капитале и нераспределенной прибыли. Для оборотного капитала мы использовали альтернативный показатель, основанный на разнице между используемым капиталом (общие активы минус текущие обязательства) и раскрытыми нематериальными активами. Оборотный капитал важен для анализа операционной ликвидности, чтобы показать, может ли компания оставаться платежеспособной. Теоретически компания может обанкротиться, даже если на данный момент она приносит прибыль, поскольку ей необходимы оборотные активы (запасы, дебиторская задолженность, денежные средства и их эквиваленты) для погашения текущих обязательств. Мы применили данную корректировку на основе исполь-

зуюемого капитала за вычетом раскрытых нематериальных активов, чтобы не пропустить переменную, отражающую ликвидность компании. Остаточная стоимость после вычета нематериальных активов (которые следует рассматривать как неликвидные) из показателя используемого капитала и последующего деления на показатель общих активов может служить прокси способности платить по обязательствам. Мы считаем, что применение такого альтернативного показателя лучше полного исключения переменной.

Что касается нераспределенной прибыли, в нашей модели ее заменили на чистую прибыль. Обоснованием данного решения для расчета  $X_2$  является то, что нераспределенная прибыль изначально возникает из чистой прибыли (или убытка). В Z-модели в нераспределенной прибыли учитывается совокупная доходность, поэтому в нее в неявной форме заложен возраст компании. Сам Эдвард Альтман предупреждал, что использование нераспределенной прибыли может ущемлять интересы молодых компаний, для которых вероятность отнесения к категории банкротов выше [38, с. 186]. Отношение *EBIT к общим активам* показывает реальную рентабельность активов компании: широко распространено мнение, что неплатежеспособность наступает, когда общие обязательства превышают справедливую оценку активов компании, рассчитанную на основе доходности активов [38, с. 186]. Отношение *рыночной стоимости собственного капитала к общим обязательствам* можно использовать для

измерения снижения стоимости активов, определяемой общей суммой рыночной стоимости собственного капитала и заемных средств, до того, как показатель общих обязательств превысит показатель общих активов. Последнее приводит к неплатежеспособности. Наконец, *отношение выручки к активам* показывает способность активов создавать доход и демонстрирует способность руководства вести успешную конкурентную борьбу.

Полученная скорректированная модель выглядит следующим образом:

$$Z' = 0,012 \cdot X_1 + 0,014 + 0,033 \cdot X_2 + 0,006 \cdot X_3 + 0,999 \cdot X_4, \quad (2)$$

где  $X_1$  – (Используемый капитал – Раскрытые нематериальные активы) / Общие активы;

$X_2$  – Чистая прибыль / Общие активы;

$X_3$  – Прибыль до выплаты процентов и налогообложения / Общие активы;

$X_4$  – Рыночная стоимость собственного капитала / Балансовая стоимость общих обязательств;

$X_5$  – Выручка / Общие активы;

$Z'$  – общий скорректированный индекс.

### Описательная статистика

Описательная статистика по каждой переменной приведена в Таблице 2.

Таблица 2. Описательная статистика переменных, 2012–2020 гг.

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
$X_1$ – (Используемый капитал – Раскрытые нематериальные активы) / Общие активы	Максимум	0.93	0.93	0.91	0.91	0.90	0.94	0.93	0.92	0.92
	Минимум	-1.51	-1.03	-0.70	-1.06	-0.98	-0.85	-0.83	-1.79	-1.51
	Диапазон	2.44	1.96	1.61	1.97	1.87	1.79	1.76	2.70	2.43
	Среднее значение	0.54	0.49	0.45	0.43	0.44	0.46	0.44	0.44	0.46
$X_2$ – Чистая прибыль / Общие активы	Максимум	0.20	0.18	0.27	0.32	0.65	0.27	0.32	0.70	0.22
	Минимум	-0.19	-2.47	-1.76	-3.48	-0.26	-1.62	-0.85	-20.48	-2.13
	Диапазон	0.39	2.65	2.03	3.80	0.91	1.89	1.17	21.19	2.35
	Среднее значение	0.04	-0.01	-0.03	-0.04	0.07	0.02	0.02	-0.23	0.00
$X_3$ – Прибыль до выплаты процентов и налогообложения / Общие активы	Максимум	0.25	0.24	0.24	0.41	0.44	0.33	0.42	0.43	0.42
	Минимум	-0.13	-0.71	-0.33	-2.97	-0.24	-1.56	-0.85	-18.90	-0.97
	Диапазон	0.37	0.95	0.57	3.37	0.68	1.89	1.27	19.33	1.39
	Среднее значение	0.08	0.06	0.06	0.04	0.10	0.05	0.07	-0.19	0.05
$X_4$ – Рыночная стоимость собственного капитала / Балансовая стоимость общих обязательств	Максимум	15.38	13.08	10.49	12.03	12.41	13.01	21.87	25.36	15.19
	Минимум	0.09	0.06	0.02	0.04	0.06	0.06	0.05	0.05	0.07
	Диапазон	15.29	13.02	10.47	11.99	12.35	12.95	21.81	25.32	15.13
	Среднее значение	1.36	1.23	1.01	1.03	1.43	1.53	1.41	1.56	1.48
$X_5$ – Выручка / Общие активы	Максимум	2.79	4.39	2.15	3.36	3.21	3.42	3.51	3.47	5.14
	Минимум	0.08	0.06	0.02	0.08	0.00	0.00	0.04	0.09	0.11
	Диапазон	2.71	4.33	2.13	3.29	3.21	3.42	3.47	3.39	5.03
	Среднее значение	0.82	0.85	0.72	0.78	0.81	0.84	0.82	0.79	0.79

Источник: расчеты авторов.

За период 2012–2020 гг. не наблюдается четкой тенденции по среднему значению  $X_1$ , представляющему используемый капитал за вычетом нематериальных активов, поделенных на общие активы. Данная переменная отображает долю ликвидных активов, которые можно использовать для погашения задолженности. Диапазон (разница между максимумом и минимумом) увеличился в 2019 г., что совпало с ростом количества компаний с более низким  $X_1$ . У реальной рентабельности активов ( $X_2$ ) также отсутствовала выраженная тенденция в период с 2012 по 2020 г. В целом средние значения всех переменных уменьшались с 2012 по 2015 г., затем наблюдался небольшой рост до 2018–2019 гг. и последующее падение в 2020 г., что отражает экономическую турбулентность.

Рассчитанные Z-оценки по 65–75 компаниям (в зависимости от наличия данных за год) за период 2012–2020 гг. приведены

в Приложении 1. Сводные результаты по каждому году представлены в Таблице 3, и они не выявляют четкой тенденции Z-оценок в рамках рассматриваемого периода. Среднее значение выросло в 2012–2014 гг., затем произошло падение в 2015 г. и новый рост в 2016–2018 гг. Первое снижение Z-оценки в 2015 г. связано с санкциями, введенными в 2014 г. Второе падение 2019 г. можно частично объяснить тем, что две дополнительные компании, которые можно проанализировать за 2019 г., имели оценку 0,5, таким образом, снизив среднегодовой показатель. Диапазон, показывающий разницу между максимальными и минимальными годовыми оценками, для 2020 г. шире, чем для других периодов. Такая динамика свидетельствует о воздействии пандемии COVID-19. Медиана, которая соответствует точке с равным количеством наблюдений над ней и под ней, не показала четкой тенденции в 2012–2020 гг.

**Таблица 3.** Сводные результаты Z-оценки

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Количество проанализированных компаний	65	66	66	68	69	72	72	74	75
Максимум	2.79	4.40	2.19	3.36	3.20	3.42	3.51	3.47	5.14
Минимум	0.10	0.06	0.02	-0.07	-0.01	-0.07	0.03	-0.22	0.09
Диапазон	2.69	4.35	2.17	3.43	3.21	3.49	3.48	3.68	5.05
Среднее значение	0.84	0.87	0.87	0.80	0.84	0.86	0.84	0.80	0.82
Медиана	0.71	0.68	0.64	0.69	0.78	0.72	0.73	0.72	0.64

Источник: расчеты авторов.

**Таблица 4.** Анализ Z'-оценки по отраслям, 2012–2020 гг.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Коммунальные услуги	0.69	0.72	0.70	0.86	0.91	0.91	0.92	0.90	0.82
Сырье	0.73	0.70	0.66	0.71	0.78	0.78	0.87	0.75	0.73
Потребительские товары, основные	1.08	1.28	0.71	0.79	0.85	0.93	0.77	0.76	0.73
Промышленность	0.63	0.67	0.51	0.49	0.65	0.67	0.67	0.63	1.21
Коммуникации	0.66	0.60	0.62	0.61	0.69	0.68	0.60	0.51	0.71
Энергетика	0.89	0.79	0.70	0.69	0.66	0.69	0.79	0.74	0.57
Потребительские товары, сбыт которых зависит от фазы экономического цикла	1.88	2.18	1.46	1.43	1.48	1.36	1.10	1.18	1.29
Финансы	0.52	0.47	0.55	0.47	0.30	0.52	0.63	0.50	0.52

Источник: расчеты авторов.

Средние оценки по отраслям приведены в Таблице 4. Финансовый сектор показывает худшие результаты с точки зрения измененной Z-оценки, в то время как потребительский сектор, зависящий от фазы экономического цикла, является лидером. Потребительский сектор основных товаров также можно считать одним из лидеров, поскольку он продемонстрировал очевидный рост в 2012–2013 гг., за которым позднее последовало снижение. И наоборот, промышленный

сектор в 2014 г. имеет наихудшие результаты, а в 2020 г. его оценка сравнима со значением потребительского сектора, зависящего от фазы экономического цикла.

В рамках нашего всестороннего анализа мы добавили в модель «Совокупный доход акционеров» (TSR), чтобы оценить тренды в отрасли наряду с Z-моделью Альтмана за 2020 г. TSR, который считается высокорепрезентативным показателем финансовых результатов компании с точки зрения инве-

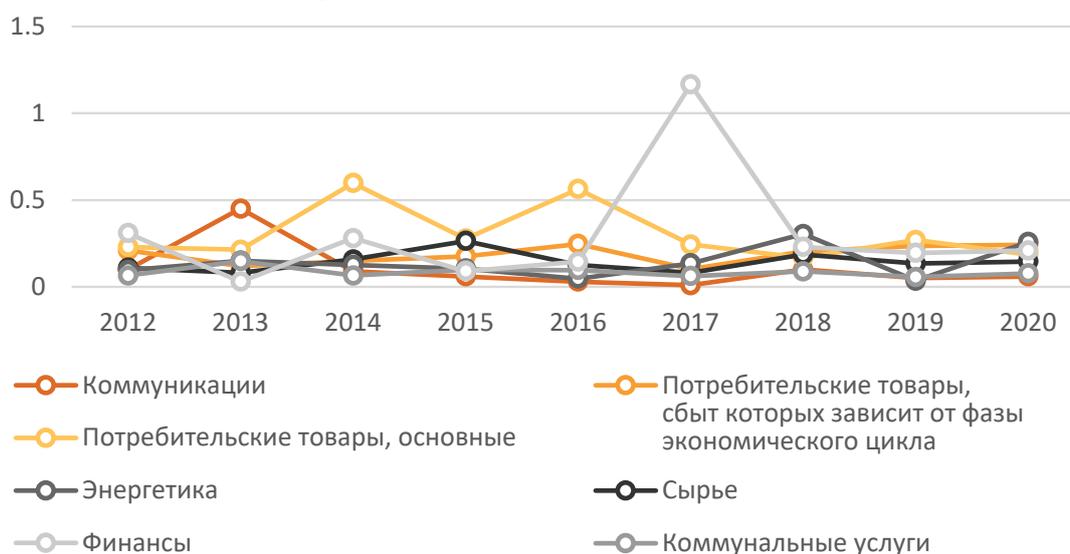
стора, был предназначен для возможного измерения устойчивости, если бы ранжирование совпало с показателями Z-оценки. Исследование проведено на 69 компаниях из нашей выборки Z-оценки, подтвердив несоответствие данных по некоторым компаниям.

Полные результаты по TSR за период 2012–2020 гг. приведены в Приложении 2. В сжатом виде средние результаты по отрасли за каждый год представлены в виде графика на Рисунке 1. Следует отметить, что значения TSR показали

существенную нестабильность в течение периода наблюдения со значительными колебаниями между годами. В 2020 г., в котором распространился COVID, наблюдалось дугообразное снижение, послужившее исходным показателем для сравнения.

Согласно TSR, финансы и основные потребительские товары являются секторами с самыми высокими результатами, в то время как коммунальные услуги и энергетика показали самые низкие результаты.

**Рисунок 1.** Анализ TSR по отраслям, 2012–2020 гг.



Источник: составлено авторами.

**Рисунок 2.** Анализ TSR и Z-оценка по отраслям, 2012–2020 гг.



Источник: составлено авторами.

Ранжирование компаний из нашей выборки на основании Z-оценки и TSR выявило заметное несоответствие в позициях по отраслям, как показано на Рисунке 2. Финансовый сектор, занимающий первую строчку по TSR, оказывается на последнем месте согласно Z-оценке. И наоборот, коммунальные услуги демонстрируют противоположную тенденцию. Интересно отметить, что только энергетическая и коммуникационная отрасли имеют одинаковые, хотя и низкие пока-

затели. Это указывает на то, что TSR не является надежной метрикой для измерения уровня устойчивости, особенно в кризисные времена. Это наблюдение согласуется с результатами К. Леви с соавт. [30], которые на основании данных по развитым рынкам продемонстрировали, что Z-оценка является более эффективным показателем устойчивости компании, чем рыночные показатели.

## Тестирование гипотез при помощи кейсового метода

### Определение выборки для кейсового метода

Чтобы подробно исследовать влияние ключевых факторов на устойчивость и оценить результаты деятельности под влиянием санкций, применен кейсовый метод. Он заключается в отборе нескольких компаний из секторов сырья и потребительских товаров для сравнения стратегий поворота, реализуемых под давлением введенных санкций. Сначала мы изучили кейсы из сырьевого сектора. У данного сектора широкое определение, обычно его описывают как категорию промышленности, состоящую из предприятий, которые занимаются разведкой, освоением и переработкой сырья, например, компании, работающие с химической продукцией, металлами, занимающиеся горнодобывающей деятельностью и лесной промышленностью. Вследствие действия санкций, направленных на импорт и экспорт в 2022 г., подсекторы сырьевого сектора показали различные результаты деятельности. Металлургия и химическая промышленность сохранили объемы производства, в то время как в лесной промышленности они существенно упали.

Затем мы исследовали сектор потребительских товаров. По сравнению с сырьевым и энергетическим секторами против сектора потребительских товаров ввели меньше наносящих ущерб ограничений, поэтому он продемонстрировал небольшой спад в первой половине 2022 г. из-за нарушения цепочек поставок и финансовых ограничений. Однако стабилизации результатов деятельности добились во второй половине года, поскольку компании приспособились к новым условиям, создав новые рыночные возможности для отечественных производителей после ухода иностранных компаний.

Для анализа устойчивости в 2022 г. на основе результатов Z'-оценки за наиболее сопоставимый период 2020 г. мы провели кейсовые исследования, сконцентрированные на лучших и худших результатах в данных отраслях. Из-за государственных ограничений по раскрытию финансовой информации в 2022 г. анализ сосредоточен на компаниях, опубликовавших результаты как минимум за первые шесть месяцев предыдущего года. Наше решение рассчитать Z'-оценку за шесть месяцев основано на предположении, что наибольший ущерб от санкций повлиял на результаты деятельности компаний в первые шесть месяцев, после чего компании в данных отраслях приступили к реализации политики приспособления и начали восстанавливаться после кризиса [24]. Новые ограничения вводились в основном в конце года, а в полном объеме они подействовали только в 2023 г., таким образом, мы полагаем, что вторая часть 2022 г. являлась периодом стабилизации бизнеса. Кроме того, анализ устойчивости на пике структурного кризиса более репрезентативен для целей нашего исследования.

### Компании, задействованные в кейсовом исследовании

Для кейсового исследования отобрано шесть компаний с российского рынка с самыми высокими и самыми низкими показателями:

- 1) «Магнит»: одна из крупнейших компаний розничной торговли пищевыми продуктами, владелец 26 731 магазина в 67 российских регионах<sup>1</sup>.
- 2) «М.Видео-Эльдорадо» («М-Видео»): компания в сфере электронной коммерции и розничной торговли электроникой и бытовой техникой, владеющая более 1200 магазинов в 370 российских городах (в настоящее время ее деловая стратегия сконцентрирована на развитии продаж через интернет)<sup>2</sup>.
- 3) «Фармсинтез»: фармацевтическая компания, занимающаяся НИОКР и производством медицинской продукции.
- 4) «Норникель»: мировой лидер в области производства металлов и добычи полезных ископаемых, специализирующийся на производстве никеля и палладия, а также на добыче серебра, золота, платины и других металлов и минералов<sup>3</sup>.
- 5) ТМК: ведет деятельность в сфере производства стальных труб, технологий по производству труб и вспомогательных услуг в энергетической, химической и строительной отраслях и других секторах. Имеет в собственности 11 заводов на территории России.
- 6) «Русолово»: производит концентраты олова, вольфрама и медь<sup>4</sup>. С 2013 г. входит в холдинг «Селигдар».

### Результаты Z'-оценки

Результаты расчета Z'-оценки по 2020 финансовому году (FY'2020) и первому полугодью 2022 г. (H1'2022) представлены в Таблице 5 с указанием наблюдаемых в выборке тенденций. Среди важных наблюдений следующие:

- в первом полугодии 2022 г. (H1'2022) в потребительском секторе наилучшие результаты показали «Магнит» и «М.Видео», в то время как у «Фармсинтеза» самая низкая Z'-оценка, повторяющая такие же результаты за 2020 финансовый год (FY'2020);
- в сырьевом секторе в 2020 г. «Норникель» занимал лидирующую позицию, тем не менее его результат Z'-оценки был таким же, как у ТМК в первой половине 2022 г. (H1'2022), что говорит о потенциальных изменениях в устойчивости (уровень устойчивости «Норникеля» мог снизиться либо результаты деятельности ТМК могли улучшиться). Z'-оценка «Русолова» за полугодие лучше, чем результат за весь 2020 г., что может свидетельствовать о росте устойчивости. Средняя оценка в 2020 г. составила 0,82 (см. Таблицу 4), таким образом, «Магнит» и «М.Видео» можно с уверенностью отнести к устойчивым компаниям, «Норникель» и ТМК – к частично устойчивым, а «Русолово» и «Фармсинтез» – к компаниям с низкой устойчивостью. В первой половине 2022 г. тенденция устойчивости остается прежней.

Таблица 5. Z'-оценка компаний, используемых в кейсовом исследовании, 2020 и 2022 гг.

Отрасль / Наименование компании	Z'-оценка за FY'20	Z'-оценка за H1'22
Сырье/«Норникель»	0.77	0.48
Сырье/ТМК	0.54	0.48

<sup>1</sup> Кратко о «Магните» – ПАО «Магнит».

<sup>2</sup> Обзор Группы М.Видео-Эльдорадо (mvideeldorado.ru).

<sup>3</sup> Ключевые факты – «Норникель».

<sup>4</sup> АО «Оловянная рудная компания» (rus-olovo.ru).

Отрасль / Наименование компании	Z'-оценка за FY'20	Z'-оценка за HY1'22
Сырье/«Русолово»	0.22	0.25
Потребительские товары / «М.Видео»	1.06	0.68
Потребительские товары / «Магнит»	1.66	0.95
Потребительские товары / «Фармсинтез»	0.09	0.16

Источник: расчеты авторов.

## Проверка гипотез

Чтобы изучить влияние человеческого капитала на устойчивость и проверить Гипотезу 1, мы сосредоточились на данных о CEO, распределенных на три группы:

- личная информация: возраст, пол, образование (включая специальность и уровень образования) и гражданство;
- опыт работы в других организациях: в сфере финансов, CEO в других компаниях, на государственной службе и в той же отрасли;
- положение в компании: собственность, срок пребывания в должности и участие в совете директоров. Опыт работы в данной компании и мотивация, связанные с

владением долей в компании, также должны показать роль CEO в управлении финансовыми результатами.

Исследование проведено на пяти из шести компаний. «Русолово» исключили из-за отсутствия соответствующих данных. Несмотря на то, что «Русолово» считается компанией с низкой устойчивостью, отсутствие анализа данной компании не мешает проверить влияние человеческого капитала на рост устойчивости.

Что касается личных характеристик, заметны возрастные колебания при среднем возрасте CEO 49 лет, начиная с 34 лет и заканчивая 63 годами. CEO «М.Видео», самый молодой в выборке, занимает свою должность менее года и сравнительно менее опытен, что не характерно для CEO такой крупной компании. Все CEO в выборке – мужчины, и только CEO «Магнита» является иностранным гражданином. Уровень образования у всех разный: два CEO специализировались в области экономики, остальные – в юриспруденции, менеджменте и биологии.

Что касается профессионального опыта, то только один CEO имеет опыт работы в сфере финансов, в то время как четыре CEO ранее работали в своей же отрасли. Три CEO имеют предыдущий опыт работы в качестве CEO, а один – на государственной службе.

Лишь один CEO является членом совета директоров и ни один из выборки не выступает совладельцем своей компании. По «Норникелю» за 2022 г. данные о собственности отсутствуют, но историческая информация свидетельствует о том, что CEO не являются собственниками.

Таблица 6. Человеческий капитал CEO

	«Норникель»	ТМК	«Русолово»	«М.Видео»	«Магнит»	«Фармсинтез»
Возраст, лет	61	48	Данные отсутствуют	34	63	41
Пол	Мужской	Мужской	Данные отсутствуют	Мужской	Мужской	Мужской
Уровень образования	2	2	Данные отсутствуют	2	3	1
Специализация	Экономика	Экономика	Данные отсутствуют	Юриспруденция	Менеджмент	Биология
Гражданство	Россия	Россия	Данные отсутствуют	Россия	Иностранное	Россия
Опыт работы в сфере финансов	Да	Нет	Данные отсутствуют	Нет	Нет	Нет
Предыдущий опыт работы в отрасли	Нет	Да	Данные отсутствуют	Да	Да	Да
Предыдущий опыт в должности CEO	Нет	Да	Данные отсутствуют	Нет	Да	Да
Опыт работы на государственной службе	Да	Нет	Данные отсутствуют	Нет	Нет	Нет
Срок пребывания в должности, лет	10	3	Данные отсутствуют	Менее одного года	3	2
Участие в совете директоров	Нет	Нет	Данные отсутствуют	Нет	Нет	Да
Владение долей компании	Данные отсутствуют	Нет	Данные отсутствуют	Нет	Нет	Нет

Источник: взято из Bloomberg.

В Таблице 6 показано, что существует разница в возрасте между CEO устойчивых и частично устойчивых компаний. Однако возраст и личностная зрелость не являются надлежащими факторами устойчивости в выборке кейсов.

Если сравнить специализацию образования с отраслью деятельности компании, то среди прочих выделяется CEO «Фармсинтеза» – единственный с опытом именно в отрасли своей компании. Интересно отметить, что несмотря на данное совпадение опыта и отрасли «Фармсинтез» характеризуется низкой устойчивостью. Это свидетельствует о том, что наличие взаимосвязи между опытом работы и отраслью не гарантирует успех стратегий поворота во время структурных кризисов. Похожие наблюдения зафиксированы и по компании «М.Видео», которая входит в наиболее устойчивую подгруппу, и по частично устойчивой подгруппе, в которой CEO сырьевого сектора имеют специализацию по экономике.

Что касается профессионального опыта, CEO из самой устойчивой группы («М.Видео», «Магнит») и ТМК обладают опытом в своей отрасли, а это говорит о том, что знание отрасли может оказывать положительное влияние на результаты стратегии поворота и устойчивость.

Анализ срока пребывания CEO в его должности показывает, что CEO устойчивых и частично устойчивых компаний занимают свои посты более трех лет. Это указывает на то, что богатый опыт становится положительным фактором для компаний в турбулентные времена, что подтверждает пандемия COVID. Трехлетний срок пребывания в должности означает, что данные CEO прошли через турбулентные времена пандемии COVID со своими компаниями. Таким образом, CEO с соответствующим профессиональным опытом и специализированными знаниями повышают способность своих компаний успешно бороться с культурой отмены.

Для проверки Гипотезы 2 о роли государственной собственности и видов поддержки во времена культуры отмены мы изучили реестр акционеров в нашей выборке кейсов наряду с раскрытой информацией о государственных субсидиях и взаимодействии с органами государственной власти (т. е. политические пожертвования, общие проекты и т. д.).

В реестре акционеров «Норникеля» государство не фигурирует. Его основным акционером является частная инвестиционная компания «Интеррос» (37%)<sup>5</sup>. В 2021 г. компания не получила значительного государственного субсидирования, а за 2022 г. информация о субсидиях и законодательной поддержке не раскрыта. «Норникель» принимал участие в различных поддерживаемых государством проектах и на 12 декабря 2021 г. входил в 25 государственных комитетов и экспертных групп. Компания не осуществляла политические пожертвования.

В реестре акционеров ТМК государство отсутствует, а основным акционером является материнская компания МК ООО «ТМК Стил Холдинг» (ТМК Steel Holding Limited) (91%)<sup>6</sup>. Несмотря на отсутствие раскрытой информации о непосредственной финансовой помощи в пресс-релизе за первое полугодие 2021 г. государственная поддержка отрасли упоминает-

ся как стимулирующий фактор. ТМК участвует в нескольких проектах с государством и государственными компаниями, включая 15 проектов с «Росатомом» согласно соглашению 2019 г.<sup>7</sup> В 2020 г. ТМК совместно с некоммерческой организацией «Синара» организовала проект по привлечению 100 млн руб., целью которого была поддержка больниц во время пандемии.

В реестре акционеров «Русолово» нет акций, принадлежащих государству. В годовом отчете за 2021 г. отсутствует информация о финансовой поддержке государства. По-видимому, компания «Русолово» не занята в государственных проектах на уровне ТМК или «Норникеля», при этом она активно участвует в деятельности по поддержке сообщества посредством пожертвований и программ, включая пакеты релокации сотрудников и пожертвования в пользу местных культурных учреждений.

Таким образом, в нашей подвыборке по сырьевой отрасли отсутствуют компании с государственным участием. Одной из причин является то, что такие компании, как «Алроса» (государственная компания) и «Мечел» (один из ее акционеров – «Газпром», долей в котором владеет государство), не публикуют годовые отчеты с 2021 г., таким образом, невозможно рассчитать их Z-оценку за 2022 г. для выявления тренда, чтобы проверить гипотезу. Как отмечалось выше, ТМК и «Норникель» относятся к частично устойчивым компаниям на основании измененной модели Z'-оценки (Таблица 8), в то время как «Русолово» считается компанией с низкой устойчивостью, причем ее оценка с 2020 по 2022 г. растет. У «Норникеля» и ТМК оценка может стабилизироваться во второй половине 2022 г., поэтому для полного понимания устойчивости данных компаний к санкциям 2022 г. необходим дальнейший анализ. Важно отметить, что «Норникель» не внесен в санкционный список, даже несмотря на то, что против его CEO Владимира Потанина санкции введены. Компания «Русолово» также не входит в санкционный список, в то время как директор «Селигдара» (владелец компании «Русолово») в этом списке присутствует. Что касается ТМК, то компания не включена в санкционный список, притом что ее бывший владелец Дмитрий Пумпянский в нем находится.

Что касается подвыборки по отрасли потребительских товаров, в реестре акционеров «М.Видео» государство или государственные компании отсутствуют. Основной акционер компании, г-н Гуцериев, планирует продать свою долю группе российских бизнесменов<sup>8</sup>. В 2022 г. компания «М.Видео» получила доход благодаря списанию субсидированного кредита от ВТБ<sup>9</sup>. Таким образом, «М.Видео» – компания, в которой государство не владеет долей напрямую или через третьих лиц, при этом она получает государственную поддержку в виде субсидий.

Государство также не входит в реестр акционеров «Магнита». Однако крупные доли принадлежат Marathon Group, которой владеет Александр Винокуров, в 2022 г. добавленный в список лиц, находящихся под индивидуальными санкциями как лицо, связанное с правительством<sup>10</sup>.

<sup>5</sup> Акции и АДР – «Норникель» (nornickel.ru).

<sup>6</sup> Структура акционерного капитала: ТМК (tmk-group.ru).

<sup>7</sup> Годовой отчет ТМК за 2020 г. URL: [https://report2020.tmk-group.ru/download/full-reports/ar\\_en\\_annual-report\\_pages\\_tmk-group\\_2020.pdf](https://report2020.tmk-group.ru/download/full-reports/ar_en_annual-report_pages_tmk-group_2020.pdf)

<sup>8</sup> «М.Видео-Эльдорадо» об изменениях в составе Совета директоров Группы компаний (mvideoeldorado.ru).

<sup>9</sup> Годовой отчет «М.Видео-Эльдорадо» за 2021 г. GQ2021 M.Video-EHldorado.pdf (mvideoeldorado.ru).

<sup>10</sup> Крупнейший акционер «Магнита» попал под санкции Евросоюза. Коммерсантъ Краснодар (<https://www.kommersant.ru/doc/5250512>).

Таблица 7. Взаимосвязь между участием государства в компании и уровнем устойчивости

	«Норникель»	ТМК	«Русолово»	«М.Видео»	«Магнит»	«Фармсинтез»
Промышленный сектор	Сырье		Потребительские товары			
Классификация устойчивости	Частично устойчивая	Низкоустойчивая	Устойчивая	Низкоустойчивая		
Z'-оценка, FY'20	0.77	0.54	0.22	1.06	1.66	0.09
Z'-оценка, HY'22	0.48	0.48	0.25	0.68	0.95	0.16
Среди акционеров государство или государственные компании	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Да
Государственные субсидии	Нет	Нет	Нет	Да	Да	Нет
Участие в государственных проектах	Да	Да	Да	Н*	Н*	Нет*

\* Информация, не раскрытая в годовых отчетах.

Источник: составлено авторами.

Согласно годовым отчетам, компания получала субсидии от государства в виде субсидированного кредита (по более низкой процентной ставке)<sup>11</sup> при заявленном доходе за первое полугодие 2022 г. 123 млн руб.<sup>12</sup> Таким образом, «Магнит» является компанией с косвенной связью с государством, получающей поддержку в виде субсидий.

«Роснано», являясь государственной компанией, владеет частью «Фармсинтеза» (более 25%)<sup>13</sup>. Его годовой отчет за 2021 г. указывает на то, что государственные закупки способствовали росту выручки, обеспечив дополнительное финансирование национальных проектов и выделяя средства на закупку лекарств против коронавирусной инфекции<sup>14</sup>. Таким образом, «Фармсинтез» является компанией, долей в которой владеет государство.

Результаты кратко представлены в Таблице 7.

Из Таблицы 7 видно, что единственная компания в нашей выборке, среди акционеров которой присутствует государственная компания, относится к подгруппе наименее устойчивых фирм. Непосредственные или косвенные владельцы нескольких компаний выборки добавлены в санкционные списки как лица, связанные с правительством. Другие компании получали от государства различную финансовую, законодательную и иную поддержку. Наши результаты свидетельствуют о том, что государственная собственность не оказывает существенного влияния на устойчивость компании во времена культуры отмены. В дальнейших исследованиях может быть полезно расширить выборку, включив в нее больше государственных компаний; однако в настоящее время доступные данные ограничены, поскольку большинство таких компаний не раскрывали информацию за 2022 г.

Как утверждает Гипотеза 3, улучшение взаимосвязей с банками является ключевым фактором повышения устойчивости. Предыдущие исследования указывают на то, что в странах с

высоким доверием компании имеют больше возможностей доступа к кредитам, в результате чего в кризисные времена их прибыль падает в меньшей степени [12]. Чтобы измерить данный стимулирующий фактор, мы использовали кредитные рейтинги, поскольку считаем их критически важными, когда необходимо добиться выгодных условий на переговорах о займах. Поскольку для российских компаний международные рейтинги отсутствуют, мы использовали рейтинги агентства «Эксперт РА».

Несмотря на то что кредитный рейтинг «Норникеля» за 2023 г. не раскрыт на сайте агентства, с 2018 по 2022 г. он сохранял рейтинг ruAAA со стабильным прогнозом. Отнесение к данной высшей категории свидетельствует об очень высокой способности компании выполнять свои финансовые обязательства. ТМК с рейтингом ruA в 2021 г. показала положительную тенденцию (ruA+), однако в 2022 и 2023 гг. вернулась к уровню ruA. Данный рейтинг говорит об умеренно высокой способности выполнять обязательства, при этом проявляя повышенную чувствительность к внешним экономическим факторам.

Кредитный рейтинг «М.Видео», ежегодно пересматриваемый в марте, в 2018 г. составил ruA-, он оставался на уровне ruA- в 2019–2020 гг. с положительным прогнозом, поднялся до ruA+ в 2021–2022 гг., а затем вернулся к ruA в 2023 г. Данная рейтинговая группа также свидетельствует об умеренно высокой способности выполнять обязательства. Рейтинг «Магнита», раскрытый в сентябре-октябре, в 2018 г. оценивался на уровне ruAA- с положительным прогнозом, затем был изменен на стабильный, после чего был полностью отозван в октябре 2018 г. Агентство «Эксперт РА» не присвоило кредитные рейтинги компаниям «Русолово» и «Фармсинтез». В Таблице 8 приведены итоговые данные, сравнивающие рейтинги и устойчивость по различным группам.

<sup>11</sup> Годовой отчет «Магнита». URL: <https://www.magnit.com/ru/disclosure/annual-reports/>

<sup>12</sup> Финансовая отчетность ПАО «Магнит» ([magnit.com](http://magnit.com)).

<sup>13</sup> ПАО «ФАРМСИНТЕЗ», Всевожский район (ИНН 7801075160), реквизиты, выписка из ЕГРЮЛ, адрес, почта, сайт, телефон, финансовые показатели ([spark-interfax.ru](http://spark-interfax.ru)).

<sup>14</sup> Годовые отчеты «Фармсинтеза» за 2015 и 2021 гг. ([pharmsynthez.com](http://pharmsynthez.com)).

Таблица 8. Кредитные рейтинги и группы устойчивости

	«Норникель»	ТМК	«Русолово»	«М.Видео»	«Магнит»	«Фармсинтез»
Промышленный сектор	Сырье		Потребительские товары			
Классификация устойчивости	Частично устойчивая	Низкоустойчивая	Устойчивая	Низкоустойчивая		
Z'-оценка, FY'20	0.77	0.54	0.22	1.06	1.66	0.09
Z'-оценка, HY'22	0.48	0.48	0.25	0.68	0.95	0,16
2023	–	ruA	–	ruA	–	–
2022	ruAAA	ruA	–	ruA+	–	–
2021	ruAAA	ruA+	–	ruA+	–	–
2020	ruAAA	ruA	–	ruA–	–	–
2019	ruAAA	ruA	–	ruA–	–	–

Источник: кредитные рейтинги «Эксперт РА».

Таким образом, более высокий кредитный рейтинг не всегда означает высокую устойчивость. Интересно отметить, что отозванный в 2018 г. кредитный рейтинг «Магнита» не помешал отнести компанию к устойчивым согласно измененной модели Z'-оценки. Таким же образом компания «М.Видео», обладающая умеренно высокой способностью выполнять свои обязательства, отнесена к устойчивым компаниям. С другой стороны, ТМК несмотря на такой же кредитный рейтинг признана лишь частично устойчивой компанией. Весьма любопытно, что «Норникель», обладающий самым высоким кредитным рейтингом, отнесен к частично устойчивым компаниям. Поэтому гипотеза, утверждающая, что чем теснее взаимосвязи с банками, тем выше устойчивость, не подтверждена.

## Выводы

В нашем исследовании проведена эмпирическая оценка уровня устойчивости в различных секторах промышленности как в досанкционный период, так и в период культуры отмены. При помощи скорректированной пятифакторной Z-модели Альтмана мы распределили компании на отдельные категории на основании критериев устойчивости. Интересно отметить, что при сопоставлении данных метрик устойчивости с рыночными доходами, особенно с совокупным доходом акционеров (TSR), мы обнаружили несоответствие в ранжировании во времена культуры отмены. TSR неточно отражает уровень устойчивости и не согласуется с установленными категориями компаний.

Для более глубокого изучения стимулирующих факторов, влияющих на устойчивость компании, мы исследовали подвыборку из шести компаний, показавших наилучшие и наихудшие результаты по уровню устойчивости. Изначально мы выдвинули соответствующую предыдущим исследованиям [7; 8; 25; 26] гипотезу, что человеческий капитал, особенно сочетание навыков, знаний и образования, оказывает положительное влияние на устойчивость в период структурного кризиса, но наш анализ характеристик CEO, таких как возраст, образование, опыт и срок пребывания в должности, не предоставил серьезных доказательств данного предположения. При этом мы выяснили, что CEO с соответствующим профессиональным опытом повышают способность своих компаний преодолеть кризис.

Гипотеза 2 утверждает так же, как и предыдущие исследования [18], что наличие финансовой, законодательной и иной государственной поддержки влияет на устойчивость, наши результаты опровергают идею, что компании с государственной собственностью или финансовой помощью от государ-

ства изначально более устойчивы. Кроме того, мы изучили банки как потенциальный стимулирующий фактор, предполагая, что более тесные взаимосвязи с ними обеспечивают финансовую гибкость и увеличивают устойчивость. Однако наше исследование свидетельствует о том, что более высокий кредитный рейтинг не обеспечивает более высокую устойчивость. Ограничением данного вывода является неполная доступность данных по кредитным рейтингам, составленным одним агентством, из-за отзыва и нераскрытия рейтингов российских компаний международными агентствами.

Наши выводы могут быть полезны для финансового менеджмента и корпоративного управления, особенно в турбулентные времена и периоды структурного кризиса. Статья закладывает основу для будущих исследований трендов среди категорий устойчивости компаний и их связи с видом отрасли.

## Список литературы

1. Keenan P., Bixner R., Powell K., et al. Leading change in turbulent times. Boston Consulting Group; 2008. URL: <https://www.bcg.com/publications/2008/leading-change-in-turbulent-times> (accessed on 17.04.2023)
2. Angwin D., McGee J., Sammut-Bonnici T. Turnaround strategy. In: Wiley Encyclopedia of Management; 2015. <https://doi.org/10.1002/9781118785317.weom120049>
3. Lin B., Lee Z., Gibbs L.G. Operational restructuring: reviving an ailing business. *Management Decision*. 2008;46(4):539-552. <https://doi.org/10.1108/00251740810865049>
4. Denis D.J., Kruse T.A. Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines. *Journal of financial economics*. 2000;55(3):391-424. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00055-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00055-0)
5. Kam A., Citron D., Muradoglu G. Financial distress resolution in China-Two case studies. *Qualitative Research in Financial Markets*. 2010;2(2):46-79. <https://doi.org/10.1108/17554171011053667>
6. Ashayeri J., Ma N., Sotirov R. Supply chain downsizing under bankruptcy: A robust optimization approach. *International Journal of Production Economics*. 2014;154:1-15. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2014.04.004>
7. Cheema-Fox A., LaPerla B.R., Wang H., et al. Corporate Resilience and Response to COVID-19. *Journal of*

- Applied Corporate Finance*. 2021;33(2):24-41. <https://doi.org/10.1111/jacf.12457>
8. Milano G., Whately R., Tomlinson B., et al. A Deeper Look at the Return on Purpose: Before and During a Crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2021;33(2):41-50. <https://doi.org/10.1111/jacf.12460>
  9. Hidayat M., Latief F., Widiawati A. et al. Factors Supporting Business and its Distribution to Business Resilience In New Normal Era. *Journal of Distribution Science*. 2021;19(II):5-15. <https://doi.org/10.15722/JDS.19.11.202111.5>
  10. Brand F.S., Blaese R., Weber G., et al. Changes in Corporate Responsibility Management during COVID-19 Crisis and Their Effects on Business Resilience: An Empirical Study of Swiss and German Companies. *Sustainability*. 2022;14(7):4144. <https://doi.org/10.3390/su14074144>
  11. Lins K.V., Servaes H., Tamayo A. Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*. 2017;72(4):1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
  12. Levine R., Lin C., Xie W. Corporate resilience to banking crises: The roles of trust and trade credit. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2018;53(4):1441-1477. <https://doi.org/10.1017/S0022109018000224>
  13. Markman G. M., Venzin M. Resilience: Lessons from banks that have braved the economic crisis — And from those that have not. *International Business Review*. 2014;23(6):1096-1107. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.06.013>
  14. Sajjad A. The COVID-19 pandemic, social sustainability and global supply chain resilience: A review. *Corporate Governance*. 2021;21(6):1142-1154. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2020-0554>
  15. Sarkar P., Ismail M.W.M., Tkachev T. Bridging the supply chain resilience research and practice gaps: pre and post COVID-19 perspectives. *Journal of Global Operations and Strategic Sourcing*. 2022;15(4):599-627. <https://doi.org/10.1108/JGOSS-09-2021-0082>
  16. Tarigan Z.J.H., Siagian H., Jie F. Impact of internal integration, supply chain partnership, supply chain agility, and supply chain resilience on sustainable advantage. *Sustainability*. 2021;13(10):5460. <https://doi.org/10.3390/su13105460>
  17. Rajesh R. On sustainability, resilience, and the sustainable-resilient supply networks. *Sustainable Production and Consumption*. 2018;15:74-88. <https://doi.org/10.1016/j.spc.2018.05.005>
  18. Yu M. State ownership and firm performance: Empirical evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research*. 2013;6(2):75-87. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2013.03.003>
  19. Pargendler M. The unintended consequences of state ownership: the Brazilian experience. *Theoretical Inquiries in Law*. 2012;13(2):503-524. <https://doi.org/10.1515/1565-3404.1303>
  20. Tihanyi L., Aguilera R.V., Heugens P., et al. State ownership and political connections. *Journal of Management*. 2019;45(6):2293-2321. <https://doi.org/10.1177/0149206318822113>
  21. Abramov A., Radygin A., Entov R. et al. State ownership and efficiency characteristics. *Russian Journal of Economics*. 2017;3(2):129-157. <https://doi.org/10.1016/j.ruje.2017.06.002>
  22. Altman E.I., Iwanicz-Drozowska M., Laitinen E.K., et al. Distressed firm and bankruptcy prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*. 2014;28(2):131-171. <https://doi.org/10.1111/jifm.12053>
  23. Sudarsanam S., Lai J. Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis. *British Journal of Management*. 2001;12(3):183-199. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00193>
  24. Klyuchevye trendy i perspektivy razvitiya otraslei rossiiskoi promyshlennosti v usloviyakh geopoliticheskoi turbulentnosti. 2023. (In Russ.) URL: <https://assets.kept.ru/upload/pdf/2023/01/ru-trendi-perspektivi-razvitiya-otraslej-promyshlennosti-rossii-analiz-kept.pdf> (accessed on 17.04.2023)
  25. Pasban M., Nojehdeh S.H. A Review of the Role of Human Capital in the Organization. *Procedia-social and behavioral sciences*. 2016;230:249-253. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.09.032>
  26. Wilson R.A., Briscoe G. The impact of human capital on economic growth: a review. Luxembourg: EUR-OP; 2004. URL: [https://www.cedefop.europa.eu/files/BgR3\\_Wilson.pdf](https://www.cedefop.europa.eu/files/BgR3_Wilson.pdf) (accessed on 17.04.2023)
  27. Altman E.I., Hotchkiss E. *Corporate financial Distress: o complete guide to predicting, avoiding, and dealing with bankruptcy*. New York: Wiley, 1983. <https://doi.org/10.1002/9781118267806>
  28. Agarwal V., Taffler R. Does Financial Distress Rbsk Drive the Momentum Anomale. *Economics. Financial Management*. 2008;September 1. DOI: 10.1111/J.1755-053X.2008.00021X
  29. Bauer J., Agarwal V. Are hazard models superior to traditional bankruptcy prediction approaches? A comprehensive test. *Journal of Banking and Finance*. 2014;40:432-442. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.013>
  30. Levy C., Mysore M., Sneader K., et al. The Emerging Resilients: Achieving Escape Velocity. McKinsey & Company; 2020. URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/our-insights/the-emerging-resilients-achieving-escape-velocity> (accessed on 17.04.2023)
  31. Abbas Q., Rashid A. Modeling Bankruptcy Prediction for Non-Financial Firms: The Case of Pakistan. *MPRA Paper*. 2011:28161. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1917458>
  32. Wang Y., Campbell M. Business Failure Prediction for Publicly Listed Companies in China. *Journal of Business &*

- Management*. 2010;16(1):75-88. [https://doi.org/10.6347/JBM.201001\\_16\(1\).0004](https://doi.org/10.6347/JBM.201001_16(1).0004)
33. Prabowo S.C.B. Analysis on the prediction of bankruptcy of cigarette companies listed in the Indonesia Stock Exchange using altman (z-score) model and zmijewski (x-score) model. *Jurnal Aplikasi Manajemen*. 2019;17(2):254260. <https://doi.org/10.21776/ub.jam.2019.017.02.08>
  34. Bhatt S.N. Capital structure and turnaround strategies using altman's Z-score models. *Asian Journal of Research in Business Economics and Management*. 2012;2(7):102-113.
  35. Lim L.L.K., Chan C.C.A., Dallimore P. Perceptions of human capital measures: from corporate executives and investors. *Journal of Business and Psychology*. 2010;25:673-688. <https://doi.org/10.1007/s10869-009-9150-0>
  36. De Albuquerque N.R., Vellasco Marley M.M.R., Mun J., et al. Human capital valuation and return of investment on corporate education. *Expert Systems with Applications*. 2012;39(15):11934-11943. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2012.03.002>
  37. Bukowitz W.R., Williams R.L., Mactas E.S. Human capital measurement. *Research-Technology Management*. 2004;47(3):43-49. <https://doi.org/10.1080/08956308.2004.11671629>
  38. Altman E. *Corporate financial distress and bankruptcy*. 3<sup>rd</sup> ed. New York: Wiley; 1993.

## Приложение 1

## Расчет результатов Z'-оценки за 2012–2020 гг.

Компания	Отрасль	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
АФК Система (AFKS RM) Собственный капитал	Коммуникации	0.695	0.787	0.422	0.535	0.53	0.637	0.612	0.431	0.523	0.493
AFLT RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла	0.931	1.332	1.396	1.154	1.323	1.672	0.665	0.64	0.736	0.3
AKRN gm RM Собственный капитал	Сырье	0.58	0.472	0.48	0.394	0.427	0.481	0.527			
ALRS RM RM Собственный капитал	Сырье	0.599	0.519	0.497	0.559	0.542	0.715	0.683	0.776	0.591	0.458
APTK RM RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	0.987	0.669	1.409	0.58	1.163	1.011	1.189	1.329	1.115	0.735
AQUA RM RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	2.787	2.794	3.415	0.23	0.096	0.456	0.983	0.514	0.721	0.475
BANERM RM Собственный капитал	Энергетика	1.139	1.172	1.284	1.235	1.197	1.041	0.94	1.166	1.074	0.604
BELU RM RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	0.91	0.878	0.781	0.822	0.87	0.954	0.919	0.906	0.898	1.004
CHMF RM RM Собственный капитал	Сырье	0.827	0.931	0.646	0.748	0.943	1.038	1.142	1.37	1.071	0.942
DIOD RM RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	0.438	0.374	0.417	0.512	0.481	0.612	0.572	0.559	0.474	0.398
DSKY RM RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла							2.234	1.287	1.402	1.488
ENRU RM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.526	0.539	0.543	0.541	0.803	0.952	0.94	0.893	0.955	0.591
FEES RM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.141	0.127	0.171	0.195	0.202	0.25	0.231	0.227	0.211	0.193
FLOT RM RM Собственный капитал	Промышленность										0.188
GAZA RM RM Собственный капитал	Энергетика	2.303		1.577	1.185	1.268	1.391	1.478	1.478	1.478	1.478
	(пропуск)		1.766								
GAZP RM RM Собственный капитал	Энергетика	0.447	0.418	0.41	0.384	0.371	0.376	0.372	0.411	0.366	0.284
GEMA RM RM Собственный капитал	Финансы									0.452	0.395
GMKN RM RM Собственный капитал	Сырье	0.726	0.627	0.624	0.633	0.564	0.576	0.589	0.73	0.77	0.77
HYDR RM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.463	0.362	0.382	0.388	0.389	0.473	0.416	0.401	0.41	0.424
IRAO RM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	1.028	1.064	1.3	1.275	1.473	1.508	1.38	1.34	1.399	1.161
irgz gx RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.956	0.978	0.997	0.939	1.016	0.893	0.893	0.647	0.6	0.37

Компания	Отрасль	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
IRKT RM RM Собственный капитал	Промышленность	0.581	0.59	0.795	0.428	0.442	0.467	0.467	0.249	0.445	
ISKJ RM RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	0.295	0.451	0.6	0.457	0.378	0.381	0.474	0.579	0.607	0.736
KMAZ RM RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла	1.389	1.55	1.419	1.154	0.887	1.008	0.981	0.961	0.93	0.939
KUBE RM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги		0.718	0.575	0.548	0.712	0.712	0.67	0.688	0.741	0.665
KZOS RX RM Собственный капитал	Сырье	0.844	1.094	1.195	1.16	1.226	1.253	1.195	1.199	1.17	0.945
LIFE RM RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	0.274	0.345	0.142	0.201	0.124	0.119	0.187	0.085	0.062	0.091
LKOH RM RM Собственный капитал	Энергетика	1.142	1.222	1.076	1.009	1.048	0.965	1.068	1.331	1.273	0.888
LNTA RM RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла				1.392	1.439	1.373	1.495	1.499	1.292	1.614
LSRG RM RM Собственный капитал	Финансы	0.424	0.454	0.407	0.461	0.447	0.434	0.564	0.577	0.429	0.431
MAGN RM RM Собственный капитал	Сырье	0.535	0.594	0.662	0.685	0.816	0.987	1.002	1.07	0.984	0.863
MFON RM RM Собственный капитал	Коммуникации		0.797	0.71	0.707	0.686	0.698	0.58	0.668	0.514	0.44
MGNTRM RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	1.947	2.055	2.202	2.189	2.402	2.399	2.197	1.413	1.453	1.657
MRKCRM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.917	0.797	0.983	0.939	0.817	0.828	0.889	0.88	0.815	0.811
MRKK RM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.703	0.627	0.53	0.559	0.661	0.691	0.727	0.707	0.95	0.962
MRKPRM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.951	0.834	1.021	0.903	0.892	0.997	1.034	0.927	0.897	0.832
MRKSRM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	1.08	0.984	1.166	1.24	0.863	0.844	0.888	0.874	0.826	0.789
MRKU RM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.982	0.904	0.939	0.91	0.912	1.002	1.077	1.24	1.178	0.955
MRKV RM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	1.214	1.04	0.991	0.895	0.952	1.061	1.154	1.212	1.09	0.994
MRKZ RM RM Собственный капитал	Utilities	0.9	0.806	0.877	0.862	0.795	0.872	0.994	1.277	1.006	0.997
MSNGRM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.632	0.609	0.474	0.475	0.529		0.608	0.629	0.477	0.462
MSRS RM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.534	0.482	0.467	0.425	0.42	0.427	0.465	0.484	0.478	0.472
MSTT RM RM Собственный капитал	Промышленность						1.204	1.312	1.3	0.847	5.142
MTLR RM RM Собственный капитал	Сырье	0.6	0.612	0.594	0.647	0.724	0.842	0.933	0.952	0.913	1.356

Компания	Отрасль	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MTSS RX RM Собственный капитал	Коммуникации	0.723	0.852	0.847	0.701	0.667	0.816	0.82	0.497	0.582	0.549
MVID RM RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла	2.107	2.313	2.301	1.892	1.851	1.833	1.637	1.129	1.047	1.056
NFAZ RM RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла	2.01	2.753	4.403	1.985	1.981	2.133	2.458	1.966	2.672	3.552
NKNC RM RM Собственный капитал	Сырье		1.712	1.525	1.539	1.441	1.236	1.157	0.95	0.861	0.593
NLMK RM RM Собственный капитал	Сырье	0.644	0.69	0.669	0.685	0.776	0.847	0.964	1.136	1.084	0.949
NVTK RM RM Собственный капитал	Энергетика			0.546	0.549	0.574	0.62	0.616	0.76	0.52	0.407
ODVA RM RM Собственный капитал	Коммуникации	0.369	0.101	0.056	0.02	0.067	-0.01	0.067	0.033	0.216	1.131
OGKB RM RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.81	0.712	0.684	0.595	0.532	0.634	0.67	0.686	0.612	0.557
ORUP RM RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла							0.576	0.522	0.504	0.356
RHOR RM RM Собственный капитал	Сырье	0.95	0.945	0.852	0.705	0.911	0.854	0.747	0.842	0.846	0.818

Источник: составлено авторами.

## Приложение 2

### Подробный расчет Z'-оценки за первую половину 2022 г. и прогноз на полный 2022 г.

Компания	Используемый капитал / Общие активы	Чистая прибыль / Общие активы	ЕВИТ / Общие активы	Рыночная стоимость собственного капитала / Общие обязательства	Выручка / Общие активы	Z'- оценка	Z'- score FY'22
НУ1'22	Z'- оценка	0.06	0.07	2.24	0.23	0.25	0.48
FY'22	0.46	0.03	0.07	0.18	0.47	0.48	0.96
«Норникель»	0.70	0.24	0.33	2.34	0.44	0.48	0.93
«Магнит»	0.58	0.02	0.06	0.43	0.94	0.95	1.89
«Фармсинтез»	0.01	-0.05	-0.02	1.29	0.15	0.16	0.31
«М.Видео»	0.21	-0.01	0.2	0.11	0.68	0.68	1.35

Источник: составлено авторами.

## Приложение 3

## TSR 2012–2020 гг.

Компания	Отрасль	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AFKSRM Собственный капитал	Коммуникации	0.10	0.45	0.09	0.06	0.03	0.01	0.10	0.05	0.06
AFLT RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла	0.60	0.15	0.10	0.30	0.19	0.07	0.15	0.11	0.55
AKRN gm Собственный капитал	Сырье	0.09	0.05	0.10	0.23	0.03	0.06	0.15	0.06	0.04
ALRS RM Собственный капитал	Сырье	0.10	0.12	0.23	0.08	0.41	0.13	0.09	0.21	0.07
APTK RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	0.31	0.58	2.06	0.67	0.44	0.05	0.07	0.18	0.08
AQUA RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	0.14	0.13	0.92	0.43	1.86	1.11	0.01	0.80	0.07
BANERM Собственный капитал	Энергетика	0.09	0.06	0.13	0.04	0.03	0.13	0.28	0.01	0.46
BELU RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	0.06	0.01	0.07	0.09	0.17	0.04	0.16	0.18	0.23
CHMF RM Собственный капитал	Сырье	0.06	0.31	0.07	0.22	0.01	0.16	0.18	0.02	0.06
DIOD RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	0.26	0.01	0.13	0.25	0.08	0.09	0.03	0.15	0.21
DSKY RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла	0.20	0.30	0.26	0.33	0.31	0.22	0.14	0.16	0.11
ENRU RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.11	0.05	0.07	0.05	0.02	0.03	0.02	0.10	0.33
FEES RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.01	0.13	0.10	0.08	0.37	0.05	0.05	0.02	0.05
FLOT RM Собственный капитал	Промышленность	0.02	0.04	0.45	0.88	0.01	0.19	0.09	0.21	0.19
GAZPRM Собственный капитал	Энергетика	0.03	0.10	0.06	0.09	0.01	0.07	0.26	0.07	0.17
GMKN RM Собственный капитал	Сырье	0.10	0.02	0.25	0.14	0.06	0.04	0.37	0.20	0.28
HYDR RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.18	0.05	0.05	0.05	0.08	0.07	0.03	0.02	0.04
IRAO RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.04	0.19	0.12	0.12	0.04	0.00	0.11	0.07	0.04
irgz rx Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.19	0.13	0.07	0.17	0.07	-	0.10	0.03	0.02
IRKT RM Собственный капитал	Промышленность	0.01	0.28	0.09	0.29	0.28	0.24	0.29	0.10	0.81
	Потребительские товары, основные	0.14	0.40	0.14	0.14	0.26	0.27	0.30	0.30	0.30
ISKJ RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	0.14	0.40	0.14	0.14	0.26	0.27	0.30	0.30	0.30
KMAZ RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла	0.11	0.04	0.03	0.12	0.37	0.17	0.19	0.02	0.12
KUBE RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	-	0.22	0.13	0.33	0.06	0.01	0.10	0.10	0.03
KZOS RX Собственный капитал	Сырье	0.24	0.02	0.18	0.26	0.10	0.05	0.10	0.08	0.13
LIFE RM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	0.36	0.08	0.54	0.12	1.00	0.09	0.52	0.17	0.28
LKOH RM Собственный капитал	Энергетика	0.10	0.05	0.24	0.10	0.08	0.15	0.37	0.01	0.30
LSRG RM Собственный капитал	Финансы	0.18	0.01	0.54	0.01	0.16	0.30	0.06	0.25	0.07
MAGNRM Собственный капитал	Сырье	0.06	0.10	0.18	0.16	0.05	0.17	0.17	0.05	0.06
MFON RM Собственный капитал	Коммуникации	-	-	-	-	-	-	-	-	-
MGNTRM Собственный капитал	Потребительские товары, основные	0.33	0.29	0.32	0.24	0.13	0.06	0.08	0.11	0.14
MRKC RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.01	0.33	0.07	0.07	0.07	0.06	0.03	0.01	0.03
MRKK RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.12	0.00	0.01	0.09	0.11	0.03	0.07	0.08	0.30
MRKPRM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.07	0.29	0.10	0.01	0.13	0.16	0.04	0.02	0.00
MRKS RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.05	0.29	0.05	0.26	0.08	0.11	0.06	0.04	0.02
MRKU RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.04	0.10	0.05	0.01	0.07	0.09	0.24	0.06	0.17
MRKV RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.04	0.07	0.06	0.04	0.11	0.11	0.07	0.01	0.04
MRKZ RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.00	0.34	0.05	0.10	0.07	0.05	0.35	0.24	0.02
MSNG RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.02	0.01	0.04	0.06	0.11	0.03	0.01	0.05	0.05
MSRS RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.03	0.03	0.01	0.03	0.06	0.07	0.06	0.01	0.02
MSTT RM Собственный капитал	Промышленность	0.25	0.06	0.29	0.05	0.22	0.19	0.01	0.31	0.31

Компания	Отрасль	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
MTLR RM Собственный капитал	Сырье	0.10	0.18	0.10	0.04	0.09	0.08	0.02	0.05	0.08
	Коммуникации	–	–	–	–	–	–	–	–	–
MTSS RX Собственный капитал	Коммуникации	–	–	–	–	–	–	–	–	–
MVID RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла	0.19	0.11	0.17	0.06	0.13	0.08	0.62	0.14	0.14
NFAZ RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла	0.11	0.06	0.12	0.05	0.41	0.07	0.02	0.51	0.40
NKNC RM Собственный капитал	Сырье	0.04	0.03	0.09	0.14	0.02	0.06	0.16	0.08	0.14
NLMK RM Собственный капитал	Сырье	0.10	0.08	0.16	0.22	0.04	0.15	0.29	0.10	0.02
NVTK RM Собственный капитал	Энергетика	0.20	0.41	0.20	0.33	0.13	0.09	0.43	0.04	0.18
ODVA RM Собственный капитал	Коммуникации	–	–	–	–	–	–	–	–	–
OGKB RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.01	0.07	0.04	0.03	0.20	0.05	0.01	0.06	0.10
PHOR RM Собственный капитал	Сырье	0.05	0.01	0.18	0.54	0.01	0.03	0.29	0.06	0.02
PIKK RM Собственный капитал	Финансы	0.44	0.05	0.02	0.17	0.13	2.03	0.40	0.14	0.35
PLZL RM Собственный капитал	Сырье	0.22	0.11	0.16	0.55	0.22	0.03	0.16	0.40	0.41
RBCM RM Собственный капитал	Коммуникации	–	–	–	–	–	–	–	–	–
ROSN RM Собственный капитал	Энергетика	0.13	0.52	0.18	0.06	0.02	0.20	0.37	0.05	0.33
RSTI RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.03	0.16	0.01	0.01	0.18	0.05	0.08	0.01	0.03
RTKM RM Собственный капитал	Коммуникации	–	–	–	–	–	–	–	–	–
SELG RM Собственный капитал	Сырье	0.08	0.15	0.05	0.47	0.39	0.03	0.37	0.39	0.51
SIBN RM Собственный капитал	Энергетика	0.05	0.03	0.11	0.04	0.05	0.25	0.29	0.00	0.20
SNGS RM Собственный капитал	Энергетика	0.08	0.01	0.06	0.13	0.02	0.15	0.32	0.01	0.32
SVAV RM Собственный капитал	Потребительские товары, зависящие от фазы экономического цикла	0.06	0.06	0.22	0.20	0.07	0.00	0.10	0.47	0.14
TGKA RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.04	0.12	0.01	0.01	0.14	0.11	0.05	0.05	0.09
TGKN RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	–	0.25	0.06	0.03	0.06	0.02	0.04	0.02	0.00
	Энергетика	0.09	0.02	0.03	0.05	0.04	0.04	0.11	0.09	0.10
TRMK RM Собственный капитал	Промышленность	0.05	0.01	0.13	0.09	0.12	0.15	0.08	0.07	0.11
TRNFP RX Собственный капитал	Энергетика	0.09	0.02	0.03	0.05	0.04	0.04	0.11	0.09	0.10
UNACRM Собственный капитал	Промышленность	0.06	0.29	0.34	0.18	0.20	0.08	0.09	0.15	0.23
UPRO RM Собственный капитал	Коммунальные услуги	0.14	0.05	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	0.06
URKA RM Собственный капитал	Сырье	0.19	0.14	0.30	0.39	0.20	0.06	0.07	0.04	0.08
UTAR RM Собственный капитал	Промышленность	0.44	0.04	0.08	0.08	0.07	0.01	0.10	0.03	0.33
VSMO RM Собственный капитал	Промышленность	–	0.17	0.23	0.26	0.13	0.02	0.15	0.04	0.14

Источник: Refinitiv, составлено авторами.

**Вклад авторов:** в настоящую статью авторы внесли равный вклад.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья представлена 09.10.2023 г.; согласована после редакции 12.11.2023 г.; принята к публикации 10.12.2023 г.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.38-58>

JEL classification: C61, G30, G34



# Эффективность сделок слияний и поглощений на российском рынке в нефтегазовой и энергетической отраслях

**Татьяна Лашук** ✉специалист финансового отдела в ООО «СиАрСиСи Рус», Москва, Россия, [lashuktatsian@gmail.com](mailto:lashuktatsian@gmail.com), [ORCID](#)**Марк Василевский**руководитель группы внешних решений доставки Lamoda, Москва, Россия, [mivasilevskiy@gmail.com](mailto:mivasilevskiy@gmail.com), [ORCID](#)**Евгения Филатова**финансовый аналитик в Allianz Partners, Мюнхен, Германия, [eugfilatova@gmail.com](mailto:eugfilatova@gmail.com), [ORCID](#)

## Аннотация

Работа представляет собой всестороннее исследование сделок слияний и поглощений на российском рынке, особенно в нефтегазовой и энергетической отраслях. Данная статья восполняет существующий пробел в литературе, в ней раскрываются ключевые тренды в области слияний и поглощений, содержится обзор деятельности в этой сфере и оценивается их эффективность путем совместного применения анализа среды функционирования (АСФ) и кейсового анализа, а также исследуется влияние геополитических факторов на данные сделки. Научная новизна заключается в ценных наблюдениях в сфере слияний и поглощений в двух мало изученных, при этом важных секторах российской экономики. Кроме того, инновационное применение АСФ и кейсового анализа углубляет наше понимание тенденций в указанных отраслях в течение 22 лет, включая сделки слияний и поглощений 2022 г. Наша выборка состоит из 23 сделок по 17 российским компаниям в энергетической и нефтегазовой отраслях. Мы отобрали сделки, в результате которых компании-покупатели приобрели больше 50% поглощаемой компании, таким образом, компания-покупатель получила возможность контролировать операционную деятельность и эффективность приобретенной компании. Прослеживается влияние геополитического воздействия на результаты сделок слияний и поглощений, что исключительно важно, учитывая уникальную геополитическую ситуацию в России. Данное исследование может иметь практическое значение для отечественных и международных компаний, рассматривающих возможность заключения сделок слияния и поглощения в нефтегазовой или энергетической отрасли России, его выводы можно применить при реализации стратегий в будущем. Выявлены перспективные положительные тенденции в этом направлении, для полной оценки влияния таких сделок слияний и поглощений на эффективность деятельности компании необходимы дальнейшие исследования и данные за длительный период времени.

**Ключевые слова:** слияния и поглощения, анализ среды функционирования, кейсовый анализ, российский рынок, нефтегазовая отрасль, энергетическая отрасль

**Цитирование:** Lashuk T., Vasilevskiy M., Filatova E. (2023) Performance of M&A Deals in The Russian Market: Evidence from Oil & Gas and Power Industries. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(4): 38-58. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.38-58>

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

## Введение

В последние десятилетия вопрос слияний и поглощений привлекает повышенное внимание как руководителей бизнеса, так и исследователей. Данные сделки представляют собой одну из наиболее значительных возможностей для роста предприятия, диверсификации и пересмотра стратегии развития. Настоящее исследование подробно освещает сделки слияний и поглощений на примере российского рынка, в среде с уникальными социально-экономическими, политическими и нормативно-правовыми условиями. Главным образом оно сводит исследования слияний и поглощений к изучению двух ведущих секторов российской экономики: нефтегазовой и энергетической отраслей, которые являются весьма динамичными секторами, имеющими глобальное стратегическое значение.

Существующая литература, которую мы тщательно анализируем в разделе «Обзор литературы», предлагает значительный объем знаний по сделкам слияний и поглощений, включая их стимулирующие факторы, процесс сделки и влияние на стейкхолдеров. Однако не хватает узконаправленных исследований, сосредоточенных на российском рынке, и, в частности, на нефтегазовой и энергетической отраслях. Целью данной работы является заполнение этого пробела. Тем самым мы внесем свой новаторский вклад в научный дискурс.

Научная новизна статьи заключается в следующем:

- 1) Узконаправленное исследование сделок слияний и поглощений в двух малоизученных отраслях российского рынка: нефтегазовом и энергетическом. Данные отрасли важны для России, поскольку влияют на ВВП страны.
- 2) Инновационное применение как АСФ, так и кейсового анализа для оценки эффективности слияний и поглощений в данных отраслях поможет достичь глубокого понимания тенденций в них за период, превышающий 20 лет, вплоть до 2022 г. включительно.
- 3) Общий подход, объединяющий анализ динамики в геополитической сфере и ее влияния на стратегии слияний и поглощений и их результатов. Россия испытывает на себе последствия не только мировых кризисов, но и политических санкций, что представляет научный интерес.

Практическая значимость статьи заключается в том, что она может стать руководством при разработке будущих стратегий в области слияний и поглощений в российских нефтегазовой и энергетической отраслях. Благодаря ее результатам отечественные и международные компании смогут принимать более обоснованные решения по сделкам слияний и поглощений. Такое исследование принципиально важно для понимания динамики функционирования данных отраслей и имеет определяющее значение для принятия стратегических решений в будущем.

## Сделки слияний и поглощений на российском рынке за последние годы.

### Обзор динамики развития рынка

Наше исследование посвящено изучению функционирования рынка слияний и поглощений в условиях российской экономики. В данном разделе мы отслеживаем историческое развитие рынка слияний и поглощений в России. Мы решили четко разделить данное развитие на периоды, отражающие различные экономические колебания в стране. Важно отметить, что в нашем исследовании уделяется особое вни-

мание нефтегазовой и энергетической отраслям, подчеркивается роль слияний и поглощений в целом.

Историческое развитие российского рынка слияний и поглощений можно разделить на несколько принципиально значимых этапов [1]. Первый этап (1993–1998 гг.) в начале ознаменовался массовой приватизацией государственной собственности, для него характерны «поглощения путем приватизации». В этот период образовались первые финансово-промышленные группы (ФПГ), многие из которых произошли от неофициальных банков. Приватизация привела к созданию крупнейших российских ФПГ. Различные финансовые группы и фонды портфельного инвестирования проводили поглощения в разных отраслях, часто с целью последующей перепродажи нерезидентам или стратегическим инвесторам.

Второй этап – «послекризисный бум» в период восстановительного роста с 1999 по 2002 г. Для него характерны всплеск недружественных поглощений и высокий уровень спекулятивных слияний и поглощений. Основным стимулом этой волны слияний и поглощений было последующее объединение акционерного капитала.

Третий этап (2003–2008 гг.) совпадает с возникновением феномена слияний и поглощений в период активного развития российской экономики. В течение этой фазы сделки слияний и поглощений осуществлялись не только государственными предприятиями, они также получили широкое распространение среди частных компаний. На рынке возникла уникальная ситуация, когда преобладающая часть акций была сосредоточена в единоличном владении, довольно большое количество сделок слияний и поглощений проводилось через офшорные компании, появилась тенденция к тому, что основной держатель акций руководил компанией в качестве топ-менеджера. На этом этапе примерно 6,3% всех сделок превышали порог в 500 млн долл., а предпочтение в основном отдавали стратегиям полного приобретения.

Период с 2008 по 2014 г. ознаменовался двумя серьезными экономическими кризисами, существенно повлиявшими на российскую экономику и соответствующие сделки слияний и поглощений. Кризисы проходили на фоне слабой законодательной базы, ограниченного влияния миноритарных акционеров и отсутствия прозрачности структур собственности. Последствия этих кризисов сказались и на сфере слияний и поглощений, где в значительном количестве сделок участвовали иностранные лица.

Следующий этап с 2015 по 2018 г. стал периодом экономического восстановления в России. Несмотря на такое оживление экономики на рынке слияний и поглощений существенная доля сделок проводилась через офшорные предприятия, сохранилось стремление к полному приобретению поглощаемых компаний. Что касается недавнего периода с 2019 по 2021 г., год перед пандемией COVID-19 был относительно стабильным, за ним прошел тревожный год глобального кризиса здравоохранения и его экономических последствий и, в конечном итоге, год экономического восстановления. В этот период нестабильность отразилась и на сделках слияний и поглощений, когда выросло число сделок с привлечением заемных средств и случаев выкупа предприятия руководством.

Наконец, рассмотрим 2022 г., отличившийся политической нестабильностью в России и разрывом отношений со странами Запада. Основное внимание настоящего исследования сосредоточено на влиянии данных событий на сделки слияний и поглощений в России. Наша задача заключается в том,

чтобы понять воздействие такого внешнего разрыва связей на конфигурацию сделок, оценку и ответные действия регулирующих органов.

## Обзор литературы и выдвижение гипотез

### Создание стоимости сделок слияний и поглощений в развивающихся странах: обзор результатов эмпирического исследования

Существуют многочисленные эмпирические исследования эффективности сделок слияний и поглощений на развитых рынках, но меньше работ посвящено развивающимся рынкам. На основании результатов этих исследований мы решили распределить по группам предыдущие научные публикации, посвященные оценке эффективности сделок слияний и поглощений в России, в странах БРИКС и на других развивающихся рынках. Некоторые исследователи доказывают, что сделки слияний и поглощений оказывают отрицательное влияние на создание стоимости компании-покупателя, в то время как другие исследователи обнаружили положительное воздействие сделок слияний и поглощений на компанию-покупателя.

#### *Научные публикации, демонстрирующие отрицательное влияние на компанию-покупателя после сделки слияний и поглощений*

Г. Кинатедер, М. Фабич и Н. Вагнер [2] задались целью заполнить серьезный пробел в существующей литературе по слияниям и поглощениям в БРИКС, в которую входят Бразилия, Россия, Индия, Китай и Южно-Африканская Республика. Чтобы найти ответ на свой исследовательский вопрос, авторы применили методологию кейсового анализа для оценки собранного вручную набора данных 50 внутренних сделок слияний и поглощений, о которых заявили зарегистрированные на бирже компании, принадлежащие странам БРИКС, с июня 2006 г. по декабрь 2015 г. Результаты указывают на то, что у поглощаемых компаний наблюдается статистически существенная положительная дебиторская задолженность (ДЗ) в районе даты объявления. С другой стороны, ДЗ компании-покупателя незначительно отрицательная, что говорит о том, что после объявления о слиянии и поглощении рынок не переоценивает эти компании в значительной мере. Этот результат совпадает с данными предыдущих исследований развитых рынков (например, Р. Ягуби с соавт. [3]), но противоречит работе, изучавшей трансграничные сделки с покупателями с развивающихся рынков (например, С. Бхагат с соавт. [4]; Б. Айбар и Т. Танакиджсombat [5]).

О. Бертран и М.-Э. Бетшингер [6] изучали эффективность более 600 внутренних и трансграничных приобретений, осуществленных российскими покупателями в 1999–2008 гг., в первую очередь в отраслях товаров широкого потребления, обрабатывающей и сфере услуг. Они доказали наличие значительного отрицательного воздействия сделок слияний и поглощений на эффективность деятельности компании-покупателя. Они утверждают, что компании на развивающихся рынках страдают от неспособности добиться прибавления стоимости от сделок слияний и поглощений из-за нехватки опыта, особенно в случае с международными сделками.

Эффективность сделок слияний и поглощений российских металлургических компаний исследовали Е. Чиркова и Е. Чувствина [7]. Они изучили 56 сделок слияний и поглощений за 2005–2012 гг., заключенных российскими метал-

лургическими компаниями, включая 33 трансграничные и 23 внутренние сделки. Данное исследование выявило, что трансграничные сделки российских металлургических компаний показывают отрицательную избыточную доходность. Кроме того, они продемонстрировали, что рынок отрицательно оценивает приобретение финансово неблагополучных компаний, а также поглощаемых компаний из неевропейских стран.

С. Григорьева и Т. Калмыкова [8] рассматривали влияние выбора акций как средства платежа на эффективность сделок слияний и поглощений компаний из США и стран БРИК в 2002–2017 гг. В их выборку вошло 713 сделок, заключенных компаниями из США, и 468 сделок, проведенных компаниями из стран БРИК. Исследование показало отрицательные результаты: в среднем оплата акциями оказывает отрицательное влияние на эффективность сделок слияний и поглощений. Однако этот эффект сглаживается, если компания-цель принадлежит к высокотехнологичной отрасли, и зависит от степени культурных различий между странами компаний, участвующих в сделке. Кроме того, в случае стран БРИК политическая стабильность тоже оказывает положительное влияние на эффективность сделок слияний и поглощений.

#### *Научные публикации, подтверждающие положительное влияние на компанию-покупателя после сделки слияний и поглощений*

А. дель Аква, Л. Этро, М. Пива и Э. Тети [9] изучали создание стоимости в трансграничных сделках слияний и поглощений в странах БРИК в 1997–2012 гг. Они доказали, что компании, зарегистрированные в странах группы БРИК, получили аномально среднюю кумулятивную доходность от трансграничных сделок слияний и поглощений, когда поглощаемые компании были зарегистрированы в развитых странах.

С. Бхагата, Ш. Малхотраб и П.Ч. Жук [4] определили эффективность 698 трансграничных сделок слияний и поглощений в развивающихся странах за 1991–2008 гг. Они выяснили, что фондовый рынок положительно реагирует на покупателей из развивающихся стран, доходность покупателей положительно коррелирует с более эффективными мерами корпоративного управления в стране компании-цели.

И. Родионов и В. Михальчук [10] исследовали сделки слияний и поглощений на российском рынке за 2006–2015 гг. Они применили эконометрические модели, чтобы доказать положительное воздействие сделок слияний и поглощений на компанию-покупателя при следующих условиях: положительные макроэкономические факторы (рост ВВП), эффективные капитальные затраты компании-покупателя до сделки слияний и поглощений, форма собственности (широкая известность компании-цели оказывает положительное влияние, а компании-покупателя – отрицательное). Помимо этого, крупные в финансовом отношении сделки оказывают существенное воздействие на отчетность компании-покупателя в целом и на налоговый щит в частности.

Е. Лузина и Д. Рогова [11] в своей работе изучали эффективность более 360 сделок слияний и поглощений компаний из стран БРИКС и их влияние на фундаментальную стоимость компании-покупателя. Они доказали, что сделки слияний и поглощений ведут к росту фундаментальной стоимости на акцию компаний из стран БРИКС. Авторы также перечислили факторы, влияющие на создание или разрушение фундаментальной стоимости компаний-покупателей: размер компании, способ финансирования сделки, отраслевая принадлежность компании и способ оплаты сделки.

П.-Х. Хсу, П. Хуан, М. Хамфри-Дженнер и Р. Пауэлл [12] в своей публикации исследовали на предмет инноваций трансграничные сделки слияний и поглощений по всему миру в 1990–2010 гг. На выборке из 85 591 сделок слияний и поглощений они показали, что трансграничные сделки слияний и поглощений с целью инновационного развития укрепляют позиции компании-покупателя с технологической точки зрения, что влечет положительное воздействие сделок слияний и поглощений. Компании, которые совершали такие сделки с целью инновационного развития и которые зарегистрированы в странах с низким уровнем инноваций, получают значительно более высокую доходность от акций в результате трансграничных сделок, чем в результате внутренних сделок. Этот результат показывает, что трансграничные сделки с целью инновационного развития могут создавать возможность роста с созданием стоимости для компании-покупателя.

Согласно нашему обзору литературы, результаты научных публикаций противоречат друг другу: некоторые исследователи говорят о положительном синергическом эффекте от сделки слияний и поглощений, другие указывают на отрицательный эффект. В своей работе мы также хотим провести исследование сделок слияний и поглощений и выяснить, положительное или отрицательное влияние они оказывают на компанию-покупателя.

#### **Научные публикации согласно методологии исследования**

В большинстве работ, которые мы нашли по теме эффективности сделок слияний и поглощений на российском рынке, рынках стран БРИКС и других развивающихся стран, для оценки эффективности применяется классическая методология событийного анализа, чтобы рассчитать кумулятивную аномальную доходность цены акций компании-покупателя. Данный метод очень популярен среди исследователей, потому что теоретически цена акций включает всю доступную информацию и ожидания касательно будущего развития компании, а объявление о сделке слияний и поглощений должно влиять на цену акций участников такой сделки. Однако цена акций является не единственным способом оценки эффективности сделок слияний и поглощений.

В последние годы в сфере слияний и поглощений набирает популярность анализ среды функционирования, где его используют для оценки производительности и эффективности объединяющихся компаний. Кроме того, что АСФ предоставляет ориентир по эффективности до и после сделки слияний и поглощений, его еще можно применить, чтобы определить предел эффективности, который представляет собой оптимальное сочетание затрат и результатов объединяющихся компаний. Таким путем АСФ устанавливает передовую практику и выявляет потенциальные направления для улучшения, что может служить руководством для объединившихся компаний в повышении эффективности.

#### **Анализ среды функционирования для оценки эффективности сделок слияний и поглощений**

Анализ среды функционирования – это непараметрический метод линейного программирования для оценки относительной эффективности хозяйственных единиц с правом принятия решений с несколькими показателями затрат и результатов (Т. Непомусено [13]). Изначально представленный А. Чарнзом, В. Купером и Е. Родесом в 1978 г. [14] АСФ превратился в широко распространенный инструмент для оценки эффективности различных предприятий, включая компании, заключающие сделки слияний и поглощений. В контексте сделок слияний и поглощений АСФ можно применять для оцен-

ки эффективности прибыли и убытков, полученных в результате слияния объединяющихся компаний. Путем сравнения показателей эффективности компании-цели и покупателя до и после сделки слияний и поглощений АСФ способствует выявлению потенциальной синергии, направлений улучшения либо проявлений нерациональности, возникающих в результате сделки. Кроме того, АСФ можно использовать, чтобы сопоставить эффективность сделок слияний и поглощений в рамках набора равнозначных компаний либо в рамках отрасли, что дает ценные наблюдения для инвесторов и определяющих политику лиц.

С недавнего времени исследователи начали чаще применять АСФ для изучения слияний и поглощений. Большинство таких исследований изучают объединение предприятий в пределах одной отрасли. Как в 2021 г. отметили С. Лозано и Б. Аденсо-Диас [15], обычно такие исследования преследуют одну из двух целей: либо оценить потенциальную выгоду от слияния, либо определить лучшего партнера для слияния.

В отличие от этого наше исследование сосредоточено на тщательном изучении результатов сделки. Вместо прогнозирования потенциальной выгоды или выявления оптимальных партнеров для слияния мы оцениваем фактическое воздействие уже полностью проведенного слияния при помощи анализа среды функционирования, который измеряет данное воздействие. Нашей целью является добиться всеобъемлющего понимания реальных результатов таких сделок.

В статье «Влияние затрат на исследование и разработки на эффективность сделок слияния и поглощения с высокотехнологичными компаниями» Ю. Дранева и Е. Очировой [16] изучается динамика слияний и поглощений в секторе информационно-коммуникационных технологий с особым вниманием, уделенным роли затрат на исследования и разработки (ИиР).

Ю. Дранев и Е. Очирова подчеркивают растущую актуальность сделок слияний и поглощений в секторе ИКТ, которые, в первую очередь, мотивированы желанием приобрести передовые цифровые технологии и знания. Однако они утверждают, что эти сделки часто показывают низкую эффективность, что ставит под сомнение реализацию стратегий цифровизации.

Авторы применяют анализ среды функционирования для оценки эффективности сделок слияний и поглощений в секторе ИКТ, модель, которая позволяет им учесть как технологические характеристики компаний-целей, так и метрики финансовых результатов компаний-покупателей. Исследование выявляет, что более высокие затраты компании-покупателя на ИиР могут оказать отрицательное влияние на эффективность сделки слияний и поглощений.

Исследование также принимает во внимание капитальные затраты (CAPEX) в качестве косвенного показателя технологического развития и показывает, что более высокая интенсивность инвестиций со стороны компании-покупателя оказывает отрицательное воздействие на эффективность после сделки слияния и поглощения.

Таким образом, использование АСФ представляет интерес, поскольку позволяет более полно оценить эффективность сделок слияний и поглощений. Анализируя показатели компаний-целей на затраты, можно получить ключевые технологические характеристики, являющиеся неотъемлемой частью высокотехнологичной отрасли, включая затраты на ИиР, нематериальные активы и капитальные вложения.

В противоположность этому изучение затрат компаний-покупателей позволяет отразить финансовые показатели деятельности после сделки слияния и поглощения. Среди них такие факторы, как рост выручки и рентабельность активов,

на основе которых можно составить всеобъемлющую картину влияния сделки на финансовые показатели деятельности компании-покупателя.

Научная статья «Эффективность анализа сделок слияния и поглощения в железнодорожном секторе Китая» [17] представляет собой исчерпывающее и обоснованное исследование схем сделок слияний и поглощений в железнодорожном секторе с особым вниманием, уделенным Китаю. В исследовании дается всесторонний эмпирический анализ с применением трех уникальных схем слияний и поглощений с целью определения наиболее эффективного механизма повышения эффективности в железнодорожном секторе Китая.

В исследовании применяется анализ среды функционирования в сочетании с моделью потенциальных выгод от слияния. Авторы использовали данные из 18 железнодорожных бюро Китая за период с 2011 по 2015 г. Они смогли собрать всесторонний набор данных, охватывающий длину маршрута, количество работников, силу тяги локомотива, и такие результаты, как пассажирооборот, грузооборот и операционный доход.

Анализ концентрируется на эффективности и потенциальной выгоде от схем слияний и поглощений, при этом три предложенных схемы касаются региональных сделок слияний и поглощений, слияния корпораций-гигантов и объединения железнодорожных бюро с высокими и низкими показателями. Исследование эмпирически доказывает, что слияние корпораций-гигантов не повышает эффективность в железнодорожном секторе. Этот результат противоречит мнению, популярному в других секторах экономики, и представляет собой оригинальную точку зрения в существующей литературе.

Другим ключевым моментом является исследование стимулирующего влияния региональных сделок слияний и поглощений. Объясняется, что грамотно проведенная сделка слияний и поглощений может повысить эффективность в краткосрочной перспективе, но поскольку это стимулирующее влияние со временем ослабевает, рост эффективности снижается либо совсем исчезает.

Кроме того, в работе подчеркивается ключевая роль географических аспектов в достижении эффективности железнодорожными бюро, различные уровни такой эффективности в регионах, отмечается, существенная роль фактора географического положения в ее достижении. В ней подчеркивается, что стратегии слияний и поглощений должны принимать во внимание географическую близость участвующих в сделке предприятий, что также подтверждают М. Уолтер и А. Куллманн [18].

Тем не менее авторы признают ограничения в своей работе, включая невозможность рассмотреть долгосрочное повышение эффективности после потенциальной сделки слияний и поглощений и «химические реакции» после сделки, такие как интеграция сетей железных дорог, корректировка железнодорожных маршрутов и изменение цен на билеты. Исследование предоставляет ценные наблюдения касательно влияния различных схем слияний и поглощений на эффективность железнодорожного сектора Китая. Комплексный методологический подход и полученные эмпирические данные представляют собой существенный вклад в понимание слияний и поглощений в данном контексте. Результаты работы также могут быть полезны для других стран, сходных по характеристикам с Китаем, таких как Индия и Россия.

П. Ванкеа, Э. Марезда и Р. Гупта [19] предлагают стратегическую оценку слияний и поглощений банков ЮАР. При помощи сетевой модели АСФ они измеряют влияние различных факторов на разные виды оценки эффективности, а именно: глобальная (слияние), техническая (обучение), эффективность согласованности (охват) и масштаба (размер). В своей

работе они проверяют влияние контекстных переменных, таких как вид и место происхождения банка, при помощи нескольких устойчивых регрессий.

Анализ показывает, что большинство слияний и поглощений в банковском секторе ЮАР приносит выгоду с точки зрения общего эффекта слияния и эффектов технической эффективности. Кроме того, он указывает на то, что потенциальная выгода от слияний и поглощений на этапе производства выше, чем на этапе посредничества. Результаты регрессий свидетельствуют о том, что существует тенденция к большей выгоде от слияния, если оба банка отечественные, и к меньшей – если они коммерческие. Местные банки больше приспособлены к законодательству, регулирующему банковскую деятельность в ЮАР, чем зарубежные аналогичные организации. Эмпирические результаты также выявили тенденцию снижения выгоды от слияния с течением времени. Причиной тому может быть применение одинаковых практик управления и информационных технологий в разных организациях. Это означает, что возможность обучаться благодаря сделке слияний и поглощений со временем уменьшается.

Исследование заключается в глубоком изучении влияния эффективности слияний и поглощений на банки ЮАР, раскрывая воздействие вида банка, места происхождения и тенденций. Однако олигополистический характер отрасли может ограничивать возможность обучения при слиянии. Авторы считают, что следует сосредоточиться на слиянии коммерческих банков с инвестиционными и, наоборот, с особым вниманием к их местному происхождению. При оценке выгоды от слияния также необходимо учесть общую стабильность и устойчивость банковского сектора.

Статья, написанная Ц.-Ш. Чангом, Д.-Г. Линем и Дж. Уэнишем [20], изучает применение анализа среды функционирования для определения идеальной компании-цели для слияния и поглощения. Авторы предлагают новый подход Нэша к переговорам на основе АСФ, чтобы выбрать наиболее выгодные компании-цели для слияния, по сценарию как горизонтальной, так и вертикальной интеграции.

Исследовательский подход данной работы сочетает теоретическое моделирование и эмпирическое обоснование. Авторы разработали математическую модель на основе АСФ и подхода Нэша к переговорам, а затем применили эти модели к реальным данным, чтобы проверить их эффективность. С точки зрения размера выборки авторы используют данные по 22 районам распределения электроэнергии Электроэнергетической компании и 16 фирмам Тайваня, работающим с ценными бумагами.

Однако авторы также признают, что имеющиеся модели неприменимы к сценариям, когда объединенная компания может показать существенный рост, особенно в стабильных и зрелых отраслях, что говорит о необходимости дальнейших исследований для разработки новых моделей, подходящих для указанных случаев.

Авторы эффективно применили комплексный подход, сочетая АСФ и вариант Нэша по ведению переговоров, чтобы проанализировать крупный набор данных по сделкам слияний и поглощений. Эмпирические результаты подтвердили их гипотезу о том, что предложенная методика оценки эффективности на основе АСФ и вариант Нэша по ведению переговоров могут служить эффективными инструментами для принятия решений в области слияний и поглощений. Однако они признали, что по их исследованию существует ограничение из-за невозможности охватить при помощи модели АСФ сценарии существенного роста, а это открывает возможности для дальнейших исследований.

В своем исследовании М. Рахман и М. Ламбкин [21] применяют анализ среды функционирования для высокорезультативного сравнения эффективности маркетинга за несколько лет до и после слияния или поглощения. Методология АСФ уникальна тем, что позволяет одновременно рассмотреть несколько вариантов затрат и результатов, таким образом, давая полное представление об эффективности маркетинга. В отличие от этого в предыдущих исследованиях зачастую использовали методы с одним показателем, сосредоточив внимание либо только на выручке от продаж, либо на доле рынка, что не дает полного отражения сложности эффективности маркетинга.

Эмпирические результаты исследования указывают на то, что у объединившихся компаний в среднем повысилась эффективность маркетинга на 7.52% по модели постоянной отдачи от масштаба и на 3,08% – по модели переменной отдачи от масштаба. Интересно отметить, что авторы обнаружили статистически существенную разницу в показателях эффективности маркетинга до и после слияния в модели постоянной отдачи от масштаба, но не в модели переменной отдачи от масштаба. И тем не менее авторы утверждают, что слияния и поглощения все-таки оказывают значительное воздействие на эффективность маркетинга объединившихся компаний в соответствии с расчетом размера эффекта.

Исследование М. Рахмана и М. Ламбкина с их инновационным использованием АСФ для измерения эффективности маркетинга после слияния является существенным вкладом в литературу, посвященную слияниям и поглощениям, предлагая более полное представление об эффективности маркетинга, которая была недостаточно глубоко изучена в предыдущих работах. Несмотря на то что внимание уделялось только банковскому сектору США, но не финансовым показателям деятельности и российскому рынку, оно несет ощутимую пользу для дальнейших исследований, изучающих влияние сделок слияний и поглощений на маркетинг в различных отраслях и на разных рынках.

Таким образом, анализ среды функционирования – ценный инструмент анализа эффективности компаний, объединяющихся в ходе сделки слияний и поглощений. Измеряя относительную эффективность участвующих в сделке организаций, АСФ может содействовать в выявлении синергии, потенциальных направлений для улучшения и проявления нерациональности, возникающих в ходе процесса слияний и поглощений. Практическое применение АСФ в различных отраслях и контекстах доказало его актуальность и результативность в оценке эффективности объединившихся компаний, что в конечном итоге дает ценное понимание ситуации для лиц, принимающих решения, и стейкхолдеров.

Мы выяснили, что в большинстве работ, изучающих эффективность слияний и поглощений, при применении подхода с АСФ используются компании из финансового сектора, в основном, банки. Наше исследование сконцентрировано на самой развитой российской отрасли – нефтегазовой, и мы применяем подход с АСФ, чтобы обнаружить влияние, которое могут оказывать на эффективность нефтегазовых компаний сделки слияний и поглощений.

### Выдвижение гипотез

Начиная с рубежа веков мировая экономика переживала взлеты и падения, например, мировой финансовый кризис 2008 г. или пандемия COVID-19 2020 г. За этот же период российская экономика преодолела еще больше переломных моментов, среди которых валютный кризис 2014 г. и геополитическая нестабильность 2022 г.

Как мы отмечали выше, для России ситуация осложняется относительно неразвитой рыночной экономикой. В такой нестабильной обстановке важно и при этом сложно делать выводы об успешности и причинах сделок слияний и поглощений.

Слияния и поглощения должны приносить положительные результаты компании-покупателю, поскольку это можно рассматривать как инвестиции, и, согласно данным Института корпоративных финансов, положительные результаты должны иметь следующий вид<sup>1</sup>:

- 1) Создание стоимости.
- 2) Диверсификация.
- 3) Приобретение активов.
- 4) Рост финансового потенциала.
- 5) Цели налогообложения.
- 6) Инициативы для руководителей.

Недавние исследования показывают, что в среднем в долгосрочной перспективе слияния и поглощения оказывают положительное влияние на эффективность деятельности компании (Е. Винокур с соавт. [24]). Некоторые исследования сделок в определенной стране указывают на то, что сделки могут не повышать эффективность компании в статистически значимой степени, хотя они ее и не понижают (М. Перван с соавт. [23]).

Однако чтобы обеспечить успешность сделки, важно заранее оценить многие факторы, в Deloitte утверждают, что «в основе многих успешных организаций лежит портфель передовых компаний с точки зрения устойчивого развития, т.е. стратегически целесообразный, создающий стоимость и устойчивый» [24].

В условиях экономической неопределенности такие критерии сделок оценивать еще труднее. И если мы обсуждаем российский рынок, многие сделки могут оказывать отрицательное влияние на эффективность компании из-за возможной неразвитости экономики.

Изучаемые области больше остальных пострадали от кризисов в экономике, поскольку практически все они создавали трудности для эффективного функционирования как нефтяной, так и энергетической отрасли из-за санкций и колебаний цен на продукты.

Кроме того, важно обратить внимание на объем и количество слияний и поглощений в России. В исследованиях утверждается, что размер компании непосредственно влияет на успешность сделки с точки зрения будущих результатов деятельности компании, однако как в России, так и по всему миру все меньше так называемых гиперсделок, и рынков переходит к более узко направленным сделкам.

На этом основании мы можем выдвинуть две основные гипотезы:

**Н1:** Сделки слияний и поглощений в российской энергетической и нефтегазовой отраслях в среднем оказывали положительное влияние либо не оказывали никакого влияния на эффективность деятельности компаний-покупателей с 2000 г. до сегодняшнего дня, что соответствует общей тенденции в сфере сделок слияний и поглощений.

**Н2:** Сделки слияний и поглощений в российской энергетической и нефтегазовой отраслях в среднем оказывали отрицательное влияние на эффективность деятельности компаний-покупателей с 2000 г. до сегодняшнего дня, что может быть обусловлено нестабильной внешней средой или недостатком опыта компаний-покупателей.

<sup>1</sup> Команда Института корпоративных финансов (CFI). URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/motives-for-mergers>

## Данные и методология

### Определение эффективности сделок слияний и поглощений: применение АСФ к российским сделкам

Самым важным этапом в методологии АСФ является выбор параметров векторов затрат и результатов. Как мы отмечали ранее, данные векторы должны отражать, что именно компании используют в качестве средств производства и окончательный результат их деятельности.

В данной работе мы проведем анализ на основании общедоступной финансовой отчетности компаний, поскольку не все они публикуют информацию об объеме затрат и результатах. Применение финансовых показателей также является преимуществом, потому что позволяет оценить эффективность деятельности, принимая во внимание косвенный доход.

Мы также разделили анализ компаний по отраслям, чтобы получить более точную оценку. Анализируя компании из различных отраслей, мы, возможно, нарушили основное положение АСФ: если хотя бы одна компания в выборке может создать результат определенного уровня при заданном уровне затрат, то другие компании также могут это сделать.

Многие авторы используют особые показатели для оценки слияний и поглощений, которые определяют только конкретный показатель отрасли, а не эффективность предприятий в целом.

В то же время мы хотим оценить общую эффективность компании. Поэтому, чтобы определить вектор затрат, мы обратимся к работе Т. Коэлли с соавт. [25], в которой авторы пытаются установить показатели, позволяющие оценить эффективность компании. Авторы пишут, что «широко используемая классификация затрат включает пять категорий: капитал (К); труд (L); энергия (E); материальные затраты (M) и оплаченные услуги (S). Иногда структуру и использование данных согласно упомянутым категориям в измерении производительности называют подходом KLEMS. Часто последние три категории затрат объединяют в одну категорию «прочие затраты»».

В нашей модели в векторе затрат для описания «капитала» мы используем общие активы, поскольку считаем, что это направление отчетности лучше всего отражает сущность «капитала», о котором говорят авторы, потому что производственные предприятия формируют прибыль из свободных активов.

Далее, чтобы наиболее точно отобразить затраты на производство и продажи (показатели энергии и материальных затрат), мы используем себестоимость реализованной продукции. Согласно отчетам по Российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ) данный показатель отражает как себестоимость реализованной продукции, так и себестоимость производства. Чтобы оценить косвенные затраты на производство, в компаниях нефтегазовой отрасли, используют административные расходы, отражающие «Труд», согласно С. Коэлли и его соавторам. Данное направление отчетности не используется в анализе энергетической отрасли, поскольку не все компании применяют его согласно требованиям РСБУ. Затем нам необходимо определить переменные в векторе результата. Для этой цели мы используем показатели роста выручки и рентабельности активов, поскольку они в первую очередь связаны с изменениями в стоимости компании (Е. Очирова, Ю. Дранев [16]).

Помимо этого, по всей видимости, именно данные показатели наиболее четко отражают результаты компаний, поскольку любая компания стремится максимально увеличить свою выручку. Показатель рентабельности активов, который отражает эффективность их использования, лучше всего подходит для оценки эффективности компаний, которые в первую очередь используют активы для создания выручки.

В настоящей работе мы применяем два метода оценки АСФ – с использованием затрат и с применением результатов. Модель с использованием затрат показывает, насколько компания может увеличить результаты без изменения уровня затрат, а модель с применением результатов отражает, насколько компания может сократить уровень затрат без изменения показателя результата.

Мы оценивали компании по отдельности по каждой отрасли и за каждый год, чтобы иметь возможность оценить изменения в показателях эффективности компаний до и после сделок без привязки к конкретному году.

### Критерии отбора для выборки и описание выборки

Важной частью работы с анализом среды функционирования является создание репрезентативной выборки данных. Чтобы определить, какую отрасль рассматривать, мы анализировали все слияния и поглощения российских компаний с 2000 г. по настоящее время. Мы отбирали только сделки со статусом «завершена» и сделки, где покупатель являлся публичной компанией, а также только котируемые на бирже компании, чтобы легче было найти их финансовую отчетность. Далее данные собирали в два этапа.

В первую фазу входило определение секторов российской экономики с наибольшим количеством сделок слияний и поглощений: «Энергетика» (832 сделки), «Финансовые услуги» (613 сделок) и «Сырье» (557 сделок). Таким образом, мы выбрали энергетический сектор.

Во второй фазе мы проанализировали отрасли, входящие в энергетический сектор, а также сделки слияний и поглощений в этом секторе. В результате мы выбрали две отрасли с наибольшим количеством сделок, а именно нефтегазовую (391 сделка) и энергетическую (331 сделка). В выбранных отраслях мы отобрали сделки, где компания-покупатель приобретала более 50% компании-цели, получив контроль и возможность управлять операционной деятельностью и эффективностью поглощенной компании.

Выбранные сделки ранжировали по сумме и отобрали самые крупные из них. В результате было отобрано 23 сделки, заключенные 17 компаниями, в энергетической отрасли, стоимость которых варьировалась от 120 млн до 13.098 млрд долл., и 17 сделок, заключенных 16 компаниями, стоимость которых варьировалась от 6 млн до 1.861 млрд долл.

Чтобы оценить эффективность сделки, мы изучали показатели эффективности компании-покупателя за два года до и два года после ее заключения. Похожую методологию применили в 2016 г., но в нашей работе мы концентрируемся на анализе эффективности компаний-покупателей, поскольку считаем, что основной целью слияний является именно улучшение ситуации в данных компаниях.

Соблюдены требования РСБУ при сборе данных и расчете финансовых показателей.

Не все сделки попали в выборку, потому что не по всем компаниям имеется отчетность в открытом доступе. В ходе сбора данных мы старались свести к минимуму перекрытие найденных данных по годам. Окончательные таблицы с данными представлены в приложениях 1–4.

**Таблица 1.** Средние показатели проанализированных компаний в нефтегазовой отрасли (в тыс. руб.)

Вид переменной	Переменная	Год до слияния (t-2)	Год до слияния (t-1)	Год после слияния (t+1)	Год после слияния (t+2)
Затраты	Административные расходы, руб.	20 661 468	24 108 439	32 686 174	36 839 964
	Себестоимость реализованной продукции, руб.	780 122 958	908 283 912	1 333 588 346	1 557 607 875
	Общие активы, руб.	2 947 010 172	3 374 041 933	4 790 216 661	5 484 149 795
Результаты	Рост выручки, руб.	206 848 219	232 066 482	370 731 789	316 839 891
	Рентабельность активов	0.09	0.11	0.08	0.08
Описательная	Коэффициент текущей ликвидности	2.87	2.8	2.85	2.65
	Коэффициент быстрой ликвидности	2.62	2.53	2.59	2.42
	Долговая нагрузка	2.32	2.45	2.74	2.87
	Отношение задолженности к собственному капиталу	1.39	1.47	1.75	1.87
	Рентабельность собственного капитала	0.18	0.22	0.16	0.17
	Прибыль до уплаты процентов и налогов к общей выручке	0.24	0.26	0.21	0.23
	Себестоимость реализованной продукции к запасам	14.56	15.65	17.29	19.77

Источник: составлено авторами.

**Таблица 2.** Средние показатели проанализированных компаний в энергетической отрасли (в тыс. руб.)

Вид переменной	Переменная	Год до слияния (t-2)	Год до слияния (t-1)	Год после слияния (t+1)	Год после слияния (t+2)
Затраты	Себестоимость реализованной продукции, руб.	81 730 558	87 861 253	99 465 080	104 486 626
	Общие активы, руб.	449 896 733	499 892 675	577 654 651	613 353 535
Результат	Рост выручки, руб.	12 357 518	7 704 203	7 699 218	8 143 593
	Рентабельность активов	0.04	0.04	0.04	0.04
Описательная	Коэффициент текущей ликвидности	6.21	3.95	4.40	4.32
	Коэффициент быстрой ликвидности	6.07	3.77	4.26	4.14
	Долговая нагрузка	1.36	1.42	1.46	1.45
	Отношение задолженности к собственному капиталу	0.36	0.41	0.46	0.45
	Рентабельность собственного капитала	0.05	0.04	0.05	0.06
	Прибыль до уплаты процентов и налогов к общей выручке	0.24	0.21	0.24	0.24
	Себестоимость реализованной продукции к запасам	46.74	28.69	31.55	28.92

Источник: составлено авторами.

Таблицы 1 и 2 отображают среднюю финансовую эффективность проанализированных компаний. В таблицы включены меры как затрат, так и результатов, которые мы подробно опишем ниже в данной работе, а также показатели финансовой эффективности, которые, по мнению представителей Гарвардской школы бизнеса, являются первичными показателями первичной оценки эффективности компании (Т. Стобиерски [26]).

Мы видим, что в нефтегазовой отрасли долговая нагрузка, отношение задолженности к собственному капиталу и себестоимость реализованной продукции к запасам (оборачиваемость товара) изменяются больше остальных показателей. Увеличение долговой нагрузки говорит о том, что компании начали финансировать капитал все больше за счет долга, а рост отношения задолженности к собственному капиталу свидетельствует о том, что компании начали финансировать свои операции все больше за счет долга, что, конечно, представляет большой риск для компании. Таким образом, мы можем сделать вывод, что компании пересматривают свою структуру капитала либо путем увеличения долга для совершения сделки, либо путем приобретения долга компании в результате сделки.

Тем не менее мы видим, что после слияния компании показывают более эффективное управление запасами, что улучшает показатели продаж. Этот вывод можно сделать на основании растущей оборачиваемости товара.

**Таблица 3.** Результат оценки эффективности деятельности компании по затратам (x) и результатам (y) в нефтегазовой отрасли

Наименование компании	t-2		t-1		t+1		t+2	
	x	y	x	y	X	y	x	y
Славнефть 2009	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Татнефть 2017	1.00	1.00	0.39	1.71	1.00	1.00	1.00	1.00
Газпром 2005	0.32	2.70	0.68	1.55	0.98	1.01	0.34	2.50
Газпром 2007	0.60	1.39	0.66	1.41	1.00	1.00	0.13	3.26
Роснефть 2016	0.04	3.87	0.38	1.28	0.56	1.67	1.00	1.00
Башнефть 2019	1.00	1.00	0.35	1.70	0.21	-Inf	1.00	1.00
Роснефть 2013	0.58	1.02	1.00	1.00	0.51	1.47	0.03	11.58
Газпром 2009	1.00	1.00	0.19	5.00	0.39	1.82	0.87	1.10
Газпром 2004	0.52	1.94	0.66	1.63	1.00	1.00	1.00	1.00
Башнефть 2014	0.43	1.88	0.63	1.22	0.22	2.11	0.40	2.43
Газпром 2011	0.20	1.44	0.03	6.11	0.10	3.78	0.21	2.89
Роснефть 2007	0.90	1.13	1.00	1.00	0.60	1.50	0.48	1.91
Роснефть 2017	0.03	5.24	0.02	28.55	1.00	1.00	0.02	9.11
Новатэк 2018	1.00	1.00	0.72	1.15	1.00	1.00	1.00	1.00
Роснефть 2015	1.00	1.00	0.52	1.02	0.08	12.05	0.58	1.60
Татнефть 2019	0.82	1.23	0.70	1.21	0.14	2.61	1.00	1.00
Роснефть 2011	0.32	1.75	0.09	2.85	0.85	1.09	1.00	1.00
Среднее значение	0.63	1.74	0.53	3.49	0.63	2.19	0.65	2.61
Станд. отклонение	0.36	1.18	0.33	6.62	0.38	2.74	0.39	3.04
Количество эффективных единиц принятия решений (DMU)	6	6	3	3	6	6	7	7

Источник: составлено авторами.

В то же время компания энергетического сектора раскрывает коэффициент текущей ликвидности и коэффициент быстрой ликвидности. Оба показателя отражают ликвидность компании. На основании роста показателей мы можем сделать вывод, что в результате сделок слияний и поглощений компании данного сектора обычно повышают способность погашать свои обязательства.

Мы также наблюдаем увеличение выручки и продаж у компаний из обоих секторов, но мы не можем сделать окончательный вывод касательно эффективности деятельности компаний, поскольку рост выручки и продаж не может однозначно указывать на повышение такой эффективности. Чтобы понять, насколько эффективно компании используют свои ресурсы, мы применим анализ среды функционирования.

## Эмпирические результаты

### Тестирование гипотез и результаты

Чтобы протестировать предложенные гипотезы, мы использовали аналитические выводы, полученные из АСФ. В начале исследования мы выдвинули следующие гипотезы.

Сделки слияний и поглощений в России с начала XXI в. в среднем оказывали положительное влияние на эффективность деятельности компаний.

**Таблица 4.** Результат оценки эффективности деятельности компании по затратам (x) и результатам (y) в энергетической отрасли

Наименование покупателя (год сделки)	t-2		t-1		t+1		t+2	
	x	y	x	Y	x	y	x	y
ОГК -2 2011	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.01
Русгидро 2012	1.00	1.00	0.92	1.34	0.80	1.31	0.63	1.82
ФСК Россети 2019	0.19	4.06	0.46	1.14	0.24	2.86	0.40	1.75
Ленэнерго 2015	0.76	9.85	0.83	2.61	1.00	1.00	1.00	1.00
Мосэнерго 2013	0.38	1.58	0.29	2.83	0.36	7.41	0.50	2.95
МОЭК 2015	0.28	3.28	0.36	7.39	0.57	1.94	0.69	2.07
ОГК-2 2016	0.31	2.28	0.39	5.96	0.46	1.85	0.89	1.10
Русгидро 2009	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Русгидро 2016	0.46	2.20	0.58	2.29	0.85	1.11	0.83	1.16
Россети Центр 2010	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Фортум 2013	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Русгидро 2011	0.76	2.19	1.00	1.00	0.74	3.55	1.00	1.00
Интер РАО 2019	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Русгидро 2018	0.61	1.58	1.00	1.00	0.44	2.01	1.00	1.00
МОЭК 2018	0.28	1.65	0.33	2.25	0.39	1.39	0.50	1.54
ФСК Россети 2018	1.00	1.00	0.24	3.86	0.24	1.79	0.23	3.84
Среднее значение	0.69	2.23	0.71	2.29	0.69	1.95	0.79	1.51
Станд. отклонение	0.32	2.23	0.32	1.93	0.30	1.63	0.26	0.83
Кол-во эффективных единиц принятия решений (DMU)	7	7	7	7	6	6	7	7

Источник: составлено авторами.

Результаты данного анализа представлены в Таблицах 3 и 4<sup>2</sup>. Очевидно, что в случае с нефтегазовыми компаниями средняя эффективность падает до сделки и растет после нее, так же как и количество эффективных компаний (DMU). Это отклонение может быть обусловлено двумя факторами: компании с понижающейся эффективностью принимают решение о слиянии либо компании тратят существенный объем ресурсов, чтобы подготовиться к сделке. Интересно отметить, что с точки зрения показателей эффективности при заключении сделки через год после нее компании обычно находятся на том же уровне, на котором были за два года до сделки, что свидетельствует в пользу неэффективности как мотива большинства сделок.

В то же время по сделкам в энергетической отрасли ситуация другая. Здесь мы видим, что со временем количество эффективных DMU остается фактически неизменным на изучаемом горизонте, но состав эффективных компаний меняется. При этом наблюдается другая закономерность изменений в показателях затрат и результатов. Эффективность затрат немного снижается в первый год после сделки, затем растет, а эффективность результатов начинает расти сразу после сделки.

Эта закономерность изменения может подсказать нам, какие компании энергетической отрасли обладают меньшей гибкостью, т.е. им нужно больше времени на освоение новых ресурсов, они не могут достичь эффективности сразу путем сокращения расходов, но они могут эффективно повысить результаты вместе с увеличением активов, приобретенных в результате сделки.

Из изложенного выше мы можем сделать следующий вывод: в то время как у некоторых компаний снижается эффективность, и их показатели эффективности в год после сделки смешанные, в среднем все компании существенно повышают свою эффективность по сравнению с периодом до сделки. Менее стабильная внешняя среда не создаст новые возможности для бизнеса, но окажет отрицательное влияние на эффективность деятельности компаний-покупателей после сделки.

Анализируя результаты АСФ, мы находим доказательства первой гипотезы. В среднем наблюдается повышение эффективности деятельности компаний как в нефтегазовой, так и в электроэнергетической отрасли после сделок слияний и поглощений. Это подтверждает увеличение показателей эффективности из АСФ, рассчитанных для компаний после сделки.

<sup>2</sup> Чем ближе результат к единице, тем выше эффективность.

В нефтегазовой отрасли после сделки наблюдался заметный рост среднего показателя эффективности. Кроме того, также присутствовал рост количества эффективных DMU. В энергетической отрасли наблюдалась похожая закономерность, когда средняя эффективность оставалась неизменной, а эффективность результатов начала расти сразу после сделки.

Это определенно говорит о том, что в энергетическом секторе России слияния и поглощения в целом оказывали положительное влияние на эффективность деятельности компаний.

Что касается второй гипотезы, мы увидели, что несмотря на нестабильную внешнюю среду компании смогли повысить свою эффективность после поглощения или приобретения. Отсутствуют однозначные доказательства того, что нестабильная среда оказывает отрицательное воздействие на эффективность компаний-покупателей после сделки.

По существу, полученные нами результаты указывают на то, что компании смогли эффективно использовать активы, которые приобрели в ходе сделки слияний и поглощений, с целью повышения своей результативности и эффективности. Это подтверждают положительные изменения в выручке и рентабельности активов после сделки.

Таким образом, исходя из полученных данных, мы отвергаем вторую гипотезу. Нестабильная внешняя среда не обязательно приводит к отрицательному воздействию на эффективность компаний-покупателей после сделок слияний и поглощений.

В заключение наш анализ выявил общее положительное влияние слияний и поглощений на эффективность деятельности компаний в энергетических секторах России с начала XXI в. Несмотря на проблемы, связанные с нестабильной внешней средой, компании продемонстрировали способность эффективно управлять активами и оптимально использовать активы, приобретенные в результате слияния и поглощения, чтобы повысить свою операционную эффективность и эффективность деятельности.

Данные выводы ведут к более глубокому пониманию эффективности слияний и поглощений в развивающихся экономиках, особенно в энергетическом секторе. Они также предоставляют ценные наблюдения для бизнес-стратегов и лиц, определяющих политику, которые принимают сложные решения в условиях непростой и динамично меняющейся мировой экономики.

## Кейсовый анализ

Изучая информацию о завершенных сделках слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли в 2022 г. в России, мы приняли решение разделить их на три группы.

В первую группу входят сделки, связанные с уходом иностранных компаний из российского нефтегазового сектора, и покупка российскими компаниями оставшихся в стране активов. 45% всех сделок по количеству предусматривали, что иностранные компании оставляют свои акции совместных предприятий в российских компаниях либо даже весь свой бизнес. Эти сделки были исключительно конфиденциальными, в большинстве случаев их стоимость до сих пор не известна широкой общественности, а подробная информация скрыта.

Во вторую группу входят классические сделки слияний и поглощений на российском рынке между отечественными компаниями. Этот вид составил 52% по количеству от всех сделок. Информация по данному виду сделок более прозрачна и данные о стоимости и иные подробности сделок в основном общедоступны.

Третья группа – это российские компании, приобретающие иностранные активы. Имела место только одна такая сделка слияния и поглощения, и она составила 3% от общего количества.

Мы решили сосредоточиться на уходе иностранных компаний с российского рынка. Количество внутренних сделок выше, поскольку это одна из основных тенденций 2022 г. на российском рынке слияний и поглощений. Поведение, когда многочисленные иностранные компании за короткий период закрывают свой бизнес в России, можно назвать культурой отмены.

Для российских сделок слияний и поглощений в 2022 г. характерна непрозрачность, когда большая часть информации по стоимости сделок скрыта от общественности. Тем не менее мы попытались проанализировать всю имеющуюся информацию, представленную в финансовой отчетности компаний, пресс-релизах, а также в местных и зарубежных новостях. Мы оцениваем российский рынок, а также эффективность деятельности российских компаний и влияние нынешних политических рынков на них, но можем также описать и иностранные компании.

## Кейсовый анализ нефтегазовой отрасли российского рынка слияний и поглощений в 2022 г.: «Лукойл» и «Шелл»

«Шелл Плс.» или «Шелл» – британская компания, основанная в 1907 г. «Шелл» – это одна из крупнейших энергетических и нефтехимических групп компаний в мире, присутствующая более чем в 70 странах. Согласно Мировому рейтингу Forbes 2022 г., который опубликовал эти результаты 12 мая 2022 г., «Шелл» занимает 16-е место в списке 2000 самых успешных компаний в мире [27].

«Шелл Нефть» была розничной сетью из 411 бензозаправочных станций в Центральном и Северо-Западном федеральных округах Российской Федерации. Кроме того, «Шелл Нефти» принадлежал комплекс по производству смазочных материалов в городе Торжке. «Шелл Нефть» на 100% являлась дочерним предприятием компании «Шелл Плс.». Согласно Forbes «Шелл Нефть» заняла 20-е место в списке 50 крупнейших иностранных компаний, ведущих деятельность в России в 2022 г., с выручкой 134,6 млрд руб. в 2021 г.<sup>3</sup> «Шелл Нефть» работала в России с 1992 г.

«Лукойл» был основан в 1991 г. в СССР. «Лукойл» является одной из крупнейших нефтегазовых компаний в России. Он ведет деятельность в более чем 30 странах.

«Шелл» – одна из иностранных компаний, принявших решение выйти из российского бизнеса практически сразу после начала политического конфликта февраля 2022 г. 8 марта 2022 г. «Шелл Плс.» объявила на своем официальном сайте о решении выйти из нефтегазового бизнеса в России<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Форбс. URL: <https://www.forbes.ru/biznes/472203-50-krupneysih-inostrannyh-kompanij-v-rossii-2022-rejting-forbes>

<sup>4</sup> «Шелл». URL: <https://www.shell.com/>

Основные причины ухода «Шелл» с российского рынка описаны в отчете «Шелл Плс.» за 2022 г. Таких причин две. Первой заявленной причиной являлись опасения за безопасность сотрудников компании. Вторая причина была связана с многочисленными санкциями, введенными против России, что повлекло ширококомасштабные проблемы в операционной деятельности компании. «Данные риски и события в будущем могут повлиять на наши цепочки поставок, цены на продукцию, кредиты, операции на товарно-сырьевой бирже, денежные резервы и юридические риски. Кроме того, существует потенциальный репутационный риск, связанный с тем, как будут восприняты решения “Шелл”, принятые в ответ на возникающие трудности. Напряженность также создает повышенную угрозу для нашей инфраструктуры информационных технологий в области кибербезопасности. Геополитическая ситуация может повлиять на наши будущие инвестиции и финансовые решения», – указано в сводном годовом отчете «Шелл»<sup>5</sup>. «Шелл» прогнозирует сохранение санкций в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

«Шелл» приступила к выходу с российского рынка, продав 100% акций ООО «Шелл Нефть» компании «Лукойл». 12 мая 2022 г. «Лукойл» на своем официальном сайте объявил о подписании контракта о сделке слияний и поглощений, подразумевающей приобретение 100% акций «Шелл Нефти»<sup>6</sup>. Сделка касалась 411 бензозаправочных станций (за исключением 19 бензозаправочных станций, работавших согласно лицензионному соглашению по использованию товарных знаков), комплекса по производству смазочных материалов в городе Торжке и всех сотрудников ООО «Шелл Нефть».

19 мая 2022 г. Федеральная антимонопольная служба (ФАС) одобрила сделку слияния и поглощения по приобретению компанией «Лукойл» «Шелл Нефти» на нижеописанных условиях<sup>7</sup>. «Лукойлу» разрешили приобрести 99.9% от общего количества акций «Шелл Нефти», а «Шелл Нефть» сохранила владение остальными 0.01% акций. Другим условием было, чтобы «Лукойл» вел регулярные торги нефтепродуктами на бирже. «Лукойлу» запрещалось приобретать на бирже нефтепродукты во время основной торговой сессии. ФАС выдвинул данные условия как необходимые меры для развития конкуренции на рынке нефтегазовых продуктов.

ФАС мог не одобрить 100%-ю продажу «Шелл Нефть», чтобы оставить «Шелл» возможность вернуться в будущем на российский рынок. Вместе с тем «Шелл» сообщает, что планирует покинуть российский рынок полностью.

Совет директоров «Шелл» отдает приоритет благополучию своих сотрудников и подписал контракт о слиянии и поглощении с условием перевода всех работающих в России сотрудников (более 350) в предприятие нового владельца бизнеса в полном соответствии с применимыми российскими законами и иными нормативными правовыми актами. «Лукойл» сохраняет рабочие места для всех сотрудников и будет развивать бывший бизнес «Шелл Нефти» под отдельным финским брендом Teboil, который компания «Лукойл»

приобрела в 2005 г. Активы «Шелл Нефти», включая всех сотрудников, становятся дочерним предприятием «Лукойла» под наименованием Teboil. Бывший генеральный директор «Шелл Нефть» В. Маслов возглавил новую компанию «Тебойл»<sup>8</sup>.

Ни одна из сторон не сообщила о стоимости сделки слияний и поглощений. Однако «Шелл» объявила об обоснованном убытке в размере 350 млн долл.<sup>9</sup>

К сожалению, на данный момент недостаточно информации для надлежащей оценки сделки слияния и поглощения, потому что в открытом доступе отсутствует информация о ее стоимости, на Московской фондовой бирже наблюдалось движение, ежегодный отчет и финансовая отчетность «Лукойла» за 2022 г. еще не опубликованы, а подробности сделки все еще не раскрыты. Тем не менее, с нашей точки зрения, согласно информации, полученной из ежегодного отчета «Шелл» за 2022 г., с официального сайта «Шелл» и «Лукойл», а также сайта «Форбс», приобретение 99.9% хорошо налаженного розничного бизнеса с 20-летней историей в России, который следует операционной стратегии «Лукойла», является выгодной сделкой для «Лукойла». Данная сделка дает «Лукойлу» возможность расширить свой розничный бизнес и развить его при помощи нового комплекса в Торжке, поскольку приобретен высококачественный и четко функционирующий бизнес со всеми сотрудниками, которые могут продолжить работать теперь в компании «Лукойл».

### **Кейсовый анализ электроэнергетической отрасли на российском рынке слияний и поглощений в 2022 г.: сделка между Enel, «Лукойлом» и «Газпромбанком»**

В 2022 г. в энергетической отрасли было осуществлено небольшое количество сделок, и за весь год только четыре были завершены. Следует отметить, что по времени эти сделки распределились на два отдельных периода, две из них завершены в январе, а другие две – в октябре. В настоящем исследовании нас интересуют сделки, заключенные после начала российско-украинского конфликта в феврале 2022 г. В особенности мы концентрируемся на анализе потенциального влияния данного геополитического события на операционную деятельность компаний в электроэнергетической отрасли. В связи с этим мы решили тщательно исследовать две сделки итальянской энергетической компании Enel Group. Эти отдельные сделки, проведенные с российскими компаниями «Лукойл» и «ГПБ – Фрезия», по существу, можно объединить в одну операцию по стратегическому уходу из России итальянского энергетического гиганта. Такой выборочный подход позволяет нам изучить последствия конфликта на конкретном и уместном по времени примере, обеспечивая ценные наблюдения касательно того, каким образом такое геополитическое событие может повлиять на принятие стратегических решений, и касательно результатов сделки для энергетической отрасли.

<sup>5</sup> Ежегодный отчет компании «Шелл» за 2022 г. URL: <https://reports.shell.com/annual-report/2022/>

<sup>6</sup> Официальный сайт «Лукойл». URL: <https://lukoil.ru/PressCenter/Pressreleases/Pressrelease/lukoil-dogovorilsia-o-priobretanii-rossiiskikh>

<sup>7</sup> Федеральная антимонопольная служба. URL: <https://fas.gov.ru/news/31950>

<sup>8</sup> РБК. URL: <https://www.rbc.ru/business/07/06/2022/629efe9f9a7947f6fb11b5d6>

<sup>9</sup> Ежегодный отчет Shell за 2022 г. URL: <https://reports.shell.com/annual-report/2022/>

В кейсовом анализе представлены основные участники сделки: итальянская энергетическая компания Enel Group и ее российская дочерняя компания «Энел Россия», «Лукойл» (историю компании можно посмотреть в предыдущем пункте) и Закрытый комбинированный паевой инвестиционный фонд «Газпромбанк – Фрезия». В нем также описаны основные события, предшествовавшие сделке, включая решение Enel продать свою долю и ответы потенциальных покупателей.

В 1962 г. Enel, название которой является аббревиатурой Ente nazionale per l'energia elettrica (Государственное ведомство по электрической энергии), была создана на основе 1 тыс. производителей электроэнергии в Италии, она модернизировала и расширила государственную энергосистему и положила начало использованию установок возобновляемой энергетики. После смены формы собственности на частную, сопровождавшуюся либерализацией итальянского рынка электроэнергии, Enel ввела в 2001 г. впервые в мире умные счетчики и произвела расширение по всему миру путем стратегических поглощений. На сегодня Enel – одна из крупнейших компаний по выручке и вторая – по выработке электроэнергии в мире. Она ведет деятельность в 29 странах, главным акционером является итальянское правительство.

ПАО «Энел Россия» было основано в Екатеринбурге 27 октября 2004 г. под названием ОАО ОГК-5 (ЭЛ5-Энерго). В июне 2007 г. Enel Group стала участником компании после приобретения 29.99% акций у ПАО ЕЭС. В октябре 2007 г. Enel увеличила свою долю до 37.15%, а затем – до 56.43%. 8 августа 2014 г. компания была зарегистрирована как «Энел Россия». В последний раз наименование изменилось 6 декабря 2022 г., когда ПАО «Энел Россия» было официально переименовано в ПАО «ЭЛ5-Энерго». «Энел Россия» широко распространена, в нее входят Конаковская ГРЭС, Невинномысская ГРЭС, Среднеуральская ГРЭС и несколько проектов ветряных электростанций. В настоящее время общая установленная мощность компании по производству электроэнергии составляет 5941.9 МВт, выработка тепловой энергии составляет 1927 Гкал/час.

В ходе исследования мы столкнулись с серьезной проблемой при поиске информации по закрытому комбинированному паевому инвестиционному фонду «Газпромбанк – Фрезия». Информацию по операционной деятельности, финансовому положению и стратегическим инициативам данного предприятия по большей части трудно найти. Несмотря на это выявлена заметная закономерность, которая раскрыла другую сделку, в ее результате «Лукойл» и «Газпромбанк – Фрезия» приобрели контрольный пакет акций<sup>10</sup>. Это говорит о возможном стратегическом альянсе или применении подхода совместного инвестирования данными двумя предприятиями.

Решение Enel продать всю свою долю в ПАО «Энел Россия» в размере 56.43%<sup>11</sup> акционерного капитала было окончательно определено 12 октября 2022 г. Продажа осуществлена ПАО «Лукойл» и фонду «Газпромбанк – Фрезия» и ее стоимость

составила около 137 млн евро. К концу 2022 г. появилась информация, что «Лукойл» консолидировал в собственности все ранее проданные акции (56.43%) («ЭЛ5-Энерго»), однако не было официального заявления или комментария касательно продажи доли, принадлежащей «ГПБ-Фрезия»<sup>12</sup>. Такое интригующее развитие событий свидетельствует о том, что за данным подходом с совершением двух сделок скрывается нечто большее, чем простое бизнес-решение. Вероятно, участие «ГПБ-Фрезия» могло быть тактическим маневром, чтобы не столкнуться с проблемами при проведении сделки и дать возможность «Лукойлу» в результате получить контрольный пакет акций.

Обстоятельства самой сделки и объявления о сделке были следующими: в июне 2022 г. Enel объявила о решении продать свою долю в размере 56.43% компании «Энел Россия». Этот бизнес приносил компании более 1% от общей валовой прибыли от основной деятельности<sup>13</sup>. Однако сделка была реализована не сразу из-за особенностей нормативно-правового регулирования в России. Сделку временно отложили на основании Указа Президента РФ № 520, введенного в силу 5 августа 2022 г. Правительством РФ, который запрещает продажу долей в компаниях, признанных стратегически важными для экономики страны, до 31 декабря 2022 г. Было установлено, что данные сделки можно осуществлять только при наличии разрешения Президента РФ в прямой форме; без такого разрешения они считаются ничтожными. Данное обстоятельство создало непредвиденные препятствия для процесса слияния и поглощения, что подчеркивает, как важно понимать и ориентироваться в нормативно-правовой среде при трансграничных сделках слияний и поглощений.

Несмотря на нормативные препятствия сделке дали «зеленый свет», когда Президент РФ одобрил ее в сентябре 2022 г. Данное одобрение было принципиально важно для продолжения сделки, и оно показало, что в России при сделках в стратегически важных отраслях необходимо согласование исполнительных органов. Затем сделку должна была одобрить Правительственная комиссия по контролю за осуществлением иностранных инвестиций и Федеральная антимонопольная служба России. Наконец, в октябре 2022 г. все необходимые разрешения были получены, и Enel Group завершила продажу своей доли компании «Энел Россия». Сделка предусматривала передачу всех российских генерирующих мощностей Enel Group компании «Лукойл» и фонду «Газпромбанк – Фрезия».

Продажа доли Enel в ПАО «Энел Россия» была стратегическим шагом в ответ на существенные геополитические сдвиги и риски в регионе. В результате сделки стоимостью примерно 137 млн евро были переданы все производящие электроэнергию активы в России, общей мощностью около 5.6 ГВт из традиционных источников и около 300 МВт – из источников выработки ветровой энергии на различных этапах развития<sup>14</sup>.

С точки зрения финансовых результатов последствия данной продажи были многоаспектны и исключительно значи-

<sup>10</sup> Mergers.ru: Новости. URL: <http://mergers.ru/news/LUKOJL-i-GPB-Freziya-poluchili-kontrol-nad-byvshej-rossijskoj-dochkoj-strahovschika-AIG-81040>

<sup>11</sup> Официальный сайт «ЭЛ5-Энерго»: Структура акционерного капитала. URL: <https://www.el5-energo.ru/en/investors/share-capital/structure/>

<sup>12</sup> Ведомости. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/news/2023/01/09/958384-lukoil-poluchil-el5-energo>

<sup>13</sup> Официальный сайт Enel Group: Новости. URL: <https://www.enel.com/media/explore/search-press-releases/press/2022/06/enel-sells-its-entire-5643-stake-in-pjsc-enel-russia->

<sup>14</sup> Сводный ежегодный отчет Enel Group за 2022 г. URL: [https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2022/annuali/en/integrated-annual-report\\_2022.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2022/annuali/en/integrated-annual-report_2022.pdf)

мы. Группа компаний сообщила о существенном убытке в результате сделки около 1551 млн евро. Основными причинами данного убытка стали высвобождение трансляционного резерва (1054 млн евро) и переоценка активов по текущей стоимости в размере около 497 млн евро.

Возможно, на решение о продаже повлияла совокупность факторов, включая геополитическую нестабильность и стратегическую цель компании подстроиться под самые крупные сдвиги на мировых энергетических рынках. Значительные финансовые последствия подчеркивают наличие потенциальных рисков, связанных с деятельностью в геополитически нестабильных регионах.

Несмотря на продажу своей доли в ПАО «Энел Россия» Enel Group сохраняет в собственности доли в акционерном капитале в России в ООО «Энел Грин Пауэр Рус», ООО «Энел Икс Рус» и 49.5% в совместном предприятии ООО «Русэнергосбыт», работающем с конечными потребителями.

Анализ ситуации после сделки выявил существенные процессы развития и изменения в компаниях – участницах сделки. Значение имеют смена руководства, колебания цены акций и изменения в дивидендной политике.

Во-первых, 9 декабря 2022 г. было объявлено о существенных изменениях в руководстве «Энел Россия». Новым генеральным директором стал А.А. Тналин, опытный руководитель, проработавший в ПАО «ЛУКОЙЛ» 13 лет<sup>15</sup>. Такая смена руководства говорит о существенных стратегических изменениях, возможно, в рамках адаптационного процесса после сделки.

Далее в том же месяце «Лукойл» выставил оферту миноритарным акционерам «ЭЛ5-Энерго». Оферта с предложением выкупа акций компании по 0.48 руб. за акцию вызвала заметную реакцию рынка. Произошло значительное падение стоимости акций «ЭЛ5-Энерго» почти на 6%<sup>16</sup>. Аналитики объяснили это падение тем, что цена оферты была ниже пространственного биржевого курса акций.

В апреле 2023 г. «ЭЛ5-Энерго» объявила о своей дивидендной политике. Компания заявила, что не будет выплачивать дивиденды, а использует все средства на покрытие убытка компании<sup>17</sup>. В последний раз компания выплачивала дивиденды в 2020 г.

Необходимо отметить, что исходя из общедоступной информации после сделки не происходили массовые увольнения или перевод сотрудников внутри компании.

Изучая финансовую отчетность «ЭЛ5-Энерго» на 2022 г., мы обнаружили заслуживающие внимания изменения в прибыльности компании по сравнению с предыдущим годом. В 2021 г. компания отчиталась о стабильном функционировании с общим доходом в размере 2.3 млрд руб. Однако в финансовой обстановке 2022 г. картина резко изменилась. Компания отчиталась о значительном убытке в размере около 20 млрд руб. Данное расхождение, составляющее финансовое отклонение более 22 млрд руб. в первую очередь объясняется снижением стоимости основных средств.

В первые месяцы 2023 г. оценка активов показала, что снижение стоимости необходимо подтвердить в финансовой отчетности. Данное снижение стоимости в размере крупной

суммы 29.4 млрд руб. было главным фактором в заявленных убытках 2022 г.

Несмотря на общий финансовый спад компания «ЭЛ5-Энерго» смогла увеличить выручку на 2 млрд руб. по сравнению с 2021 г. Этот рост выручки в условиях значительных финансовых убытков свидетельствует о сложной специфической финансовой обстановке в компании.

Мы также изучили динамику стоимости акций «ЭЛ5-Энерго» и Enel Group при серьезных событиях, имевших место в течение года. Однако важно отметить, что сложно отнести колебания цены акций компании «Лукойл» к конкретным событиям, поскольку в течение года компания заключает множество сделок. Следовательно, установить прямую корреляцию между определенными событиями и ценой акций – сложная задача.

В нашем подробном исследовании изучается динамика курса акций «ЭЛ5-Энерго». Эта важная работа проиллюстрировала реакцию цены акций на знаковые события, происходившие в течение года. Мы наблюдали схожую закономерность колебаний в цене акций Enel Group. Можно установить связь между двумя конкретными событиями и серьезными падениями цены акций. Первое падение произошло в начале военной операции в феврале 2022 г., оно прошло ударной волной по мировым рынкам. Второй спад наблюдался незадолго до объявления о заключении сделки в октябре. Это было второе событие первостепенной важности, привлекшее пристальное внимание инвесторов.

Объявление о продаже российского бизнеса Enel в июне стало переломным моментом. Оно спровоцировало резкое падение цены акций Enel Group и, напротив, акции «Энел Россия» в тот же период заметно выросли в цене, указывая на одобрение рынком предполагаемой сделки.

Тем не менее несмотря на несколько случаев роста и падения к моменту завершения сделки акции обеих компаний упали до своих самых низких показателей. Акции «Энел Россия» стоили 0.349 руб., а акции Enel Group упали до 4 евро. Эти цифры представляют резкий контраст по сравнению с ценами января 2022 г., которые составляли 0.8 руб. за акцию «Энел Россия» и 7 евро за акцию Enel Group.

Перенесемся в наше время. Акции Enel Group оказались устойчивыми и показали отскок практически до уровня января 2022 г. – 6 евро за акцию. Однако цена акций «ЭЛ5-Энерго», в настоящее время колеблющаяся в районе 0,56 руб., не подает признаков возврата в обозримое будущее на уровень до начала конфликта. Данный анализ подчеркивает существенное и длительное влияние геополитических событий на динамику рынка и судьбу энергетических компаний.

Делая выводы на основании данного кейсового анализа, важно отметить сложность оценки влияния сделки на «Лукойл». К сожалению, из-за отсутствия финансовой информации за 2022 г. и многочисленных других сделок, проводимых компанией в течение года, определение конкретных последствий данной сделки превращается в сложную задачу. Такая высокая активность деятельности компании осложняет ситуацию при оценке общей успешности сделки.

Тем не менее необходимо отметить, что данные наблюдения основаны на относительно краткосрочных отрезках разви-

<sup>15</sup> Официальный сайт «ЭЛ5-Энерго»: Новости. URL: <https://www.el5-energo.ru/media/press/2022/09122022/>

<sup>16</sup> РБК. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/63bc0b639a79474c4a1805ac>

<sup>17</sup> Официальный сайт «ЭЛ5-Энерго»: Новости. URL: [https://www.el5-energo.ru/upload/iblock/26d/kkvvpt4j2rfs83oerxyzaz2f31lc7esh/PRESS\\_RELEASE\\_EL5\\_ENERGO\\_BOARD\\_OF\\_DIRECTORS\\_RECOMMENDED\\_NOT\\_TO\\_PAY\\_DIVIDENDS.pdf](https://www.el5-energo.ru/upload/iblock/26d/kkvvpt4j2rfs83oerxyzaz2f31lc7esh/PRESS_RELEASE_EL5_ENERGO_BOARD_OF_DIRECTORS_RECOMMENDED_NOT_TO_PAY_DIVIDENDS.pdf)

тия событий. На проявление полного воздействия данной сделки и последующих внутренних изменений, например, касающихся руководства компании, может уйти больше времени. Поэтому для полного и обоснованного понимания последствий данного маневра компании принципиально важно наблюдение в долгосрочной перспективе. В то время как наш анализ дает ценные выводы по первоначальному воздействию сделки, необходимо дальнейшее исследование для изучения долго сохраняющихся последствий данных значительных изменений в структуре собственности.

## Вывод и обсуждение

Исследование сделок слияний и поглощений на российском рынке, особенно в нефтегазовой и энергетической отраслях, выявило сложную обстановку с геополитическими изменениями и рисками.

Изучая рынок на предмет сделок с российскими компаниями, мы обнаружили корреляцию между политической и экономической обстановкой и объемом сделок. Таким образом, в 2006–2007 гг., когда в экономике была благоприятная среда, количество сделок и их объем в два раза превосходили эти показатели послекризисного периода 2009–2010 гг.

Переломным моментом для сделок стал 2014 г., когда санкции и сокращение иностранного капитала в российской экономике привели к стабильному уменьшению количества сделок вплоть до 2022 г. Из-за пандемии 2020 г. мировой кризис также отрицательно сказался на количестве сделок слияний и поглощений, но затем появилась надежда на восстановление экономики. В 2021 г. количество сделок на рынке существенно выросло впервые за длительный период.

Результат геополитического кризиса 2022 г. неоднозначен. С одной стороны, видна положительная тенденция роста количества сделок, но, с другой стороны, она сопровождается снижением объема сделок.

Из-за создавшейся ситуации вопрос оценки российских сделок становится еще более неотложным.

В целом влияние эффективности слияний и поглощений на эффективность деятельности компаний занимает значительное место в литературе. Тем не менее очевидно, что исследователи не достигли согласия в вопросе методологий оценки таких сделок. Одним из методов, применяемых авторами, является анализ среды функционирования. Этот анализ служит надежным статистическим методом на основе методов линейного программирования, и он позволяет осуществить сравнительную оценку эффективности деятельности компаний в рамках выборки.

Однако тема исследования сделок на российском рынке в нефтегазовой и электроэнергетической отраслях в научных работах изучена слабо, поскольку большинство их сосредоточено на исследовании развитых экономик или других секторов рынка.

Наша оценка вплоть до 2022 г., в которой применен анализ среды функционирования, говорит о положительной тенденции в области слияний и поглощений. Это подтверждает первую гипотезу, говорящую о том, что сделки слияний и поглощений в целом оказывают положительное влияние на эффективность деятельности компаний-участниц.

Два кейсовых анализа сделок слияний и поглощений, одна между «Лукойлом» и «Шелл Нефтью» в нефтегазовом секторе, а вторая – между «Энел Россия» и «Лукойлом» в энергетическом секторе, помогли проиллюстрировать трудности, связанные с такими сделками. Однако по этим кейсовым анализам мы не можем сделать однозначных выводов из-за

отсутствия данных по результатам деятельности компаний в долгосрочной перспективе после сделки слияния и поглощения. В любом случае, исходя из имеющейся информации, представляется, что сделка слияния и поглощения между «Лукойлом» и «Шелл Нефтью» может потенциально иметь положительное влияние на эффективность деятельности «Лукойла». Приобретение позволяет «Лукойлу» расширить розничный бизнес в России и извлечь выгоду из отлаженной операционной деятельности и опытного персонала «Шелл Нефти».

С другой стороны, сделка между «Энел Россия» и «Лукойлом» выглядит более сложной, поскольку электроэнергетика – вторичное направление деятельности «Лукойла». Сможет ли «Лукойл» достичь эффективности и продемонстрировать положительные результаты деятельности после такого приобретения, может зависеть от других факторов, но тем не менее диверсификация бизнеса и расширение зоны влияния, скорее всего, окажут положительное воздействие на результаты компании.

Кейсовый анализ также показал, что нестабильная внешняя среда не всегда оказывает отрицательное воздействие на эффективность деятельности компании-покупателя. Уход «Шелл» с российского рынка и продажа компанией Enel своей доли в компании «Энел Россия» произошли под существенным влиянием нестабильной внешней обстановки, в основном, в виде геополитических изменений и рисков.

«Шелл» ушла из-за опасений в области безопасности и потенциально возможного воздействия санкций на ее операционную деятельность. Таким же образом решение Enel о продаже кажется в большей степени вызванным желанием смягчить риски, связанные с работой в геополитически нестабильном регионе.

Компания «Лукойл», выступившая в роли покупателя в обеих сделках, под влиянием этой нестабильной обстановки столкнулась с проблемами непосредственно сразу после сделки и на более длительном отрезке. В краткосрочном периоде компании пришлось приспосабливаться к сложной нормативно-правовой среде России, включая необходимость получить разрешение Президента РФ на совершение сделки с «Энел Россия».

В более долгосрочной перспективе предстоит понять, сможет ли «Лукойл» извлечь выгоду из данных приобретений и повысить свою эффективность в обстановке политической и экономической нестабильности. Реакция рынка на обе сделки слияний и поглощений была неоднозначной, и после сделок акции «Лукойла» подверглись существенным колебаниям.

Следует отметить, что нестабильная внешняя обстановка иногда может нести в себе возможности для компаний, которые готовы ими воспользоваться. В этом случае «Лукойл» имел возможность значительно расширить свой бизнес при помощи данных поглощений несмотря на проблемы, вызванные внешней средой. Успешность реализации компанией потенциальных выгод от данных сделок будет во многом зависеть от того, сможет ли она справиться с рисками и проблемами, связанными с ведением деятельности в этой нестабильной обстановке.

Важно отметить, что долгосрочные последствия данных сделок все еще предстоит полностью осмыслить, а кейсовый анализ дает аналитические выводы при краткосрочном развитии событий. Чтобы получить представление о полном эффекте данных сделок, включая изменения в руководстве, рабочей стратегии и финансовых показателях деятельности, требуются новые исследования и анализ.

## Список литературы

- Radygin A. Russia's Market of Mergers and Acquisitions: Stages, Features and Prospects. *Voprosy Ekonomiki*. 2009;(10):23-45. (In Russ.) <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2009-10-23-45>
- Kinateder H., Fabich M., Wagner N. Domestic mergers and acquisitions in BRICS countries: Acquirers and targets. *SSRN Electronic Journal*. 2017:2896703. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2896703>
- Yaghoubi R., Yaghoubi M., Locke S., et al. Mergers and acquisitions: a review. Part 1. *Studies in Economics and Finance*. 2016;33(1):147-188. <https://doi.org/10.1108/SEF-03-2015-0078>
- Bhagat S., Malhotra S., Zhu P.C. Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants. *SSRN Electronic Journal*. 2011:1813202. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1813202>
- Aybar B., Thanakijsonbom T. Financing decisions and gains from cross-border acquisitions by emerging-market acquirers. *Emerging Markets Review*. 2015;24:69-80. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2015.05.008>
- Bertrand O., Betschinger M.-A. Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers. *Journal of Comparative Economics*. 2011;40(3):413-437. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2011.11.003>
- Chirkova E., Chuvstvina E. Market reaction to the announcement of the acquisition of public and private companies. *Journal of Corporate Finance Research*. 2012;5(3):30-43. (In Russ.) <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.5.3.2011.30-43>
- Grigorieva S., Kolmykova T. Impact of Stock Payment on M&A Performance in High Information Asymmetry. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6. Ekonomika. = Moscow University Economics Bulletin* 2020;(3):58-77. (In Russ.)
- Dell'Acqua A., Etro L., Piva M., et al. Investor protection and value creation in cross-border m&as by emerging economies. *Journal of International Financial Management & Accounting*. 2017;29(1):83-100. <https://doi.org/10.1111/jifm.12069>
- Rodionov I.I., Mikhalechuk V.B. M&A Synergies in Domestic M&A Deals in Russia in 2006-2014. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Journal of Management*. 2016;14(2):3-28. (In Russ.) <https://doi.org/10.21638/11701/spbu18.2016.201>
- Rogova E., Lusina D. The effect of mergers and acquisitions on companies' fundamental values in emerging capital markets (the case of BRICS). *Journal of Corporate Finance Research*. 2015;9(3):27-50. (In Russ.) <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.9.3.2015.27-50>
- Hsu P.-H., Huang P., Humphery-Jenner M., et al. Cross-border mergers and acquisitions for innovation. *Journal of International Money and Finance*. Elsevier. 2021;112(C):102320. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102320>
- Nepomuceno T. Data envelopment analysis (DEA). *Scholarly Community Encyclopedia*. 2022.URL: <https://encyclopedia.pub/entry/7783> (accessed on 16.07.2023)
- Ochirova E., Dranev Yu. The Impact of R&D Expenditure upon the Efficiency of M&A Deals with Hi-Tech Companies. *Foresight and STI Governance*. 2021;15(1):31-38. <https://doi.org/10.17323/2500-2597.2021.1.31.38>
- Bai X., Zeng J., Chiu Y.-H. Pre-evaluating efficiency gains from potential mergers and acquisitions based on the resampling DEA approach: Evidence from China's railway sector. *Transport Policy, Elsevier*. 2019;76:46-56. <https://doi.org/10.1016/j.tranpol.2019.01.012>
- Walter M., Cullmann A. Potential Gains from Mergers in Local Public Transport: An Efficiency Analysis Applied to Germany. *Discussion Papers of DIW Berlin*. 2018;832. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1426091>
- Wanke P., Maredza A., Gupta R. Merger and acquisitions in South African banking: A network DEA model. *Research in International Business and Finance*. 2017;(41):362-376. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.055>
- Chang T.-S., Lin J.-G., Ouenniche J. DEA-based Nash bargaining approach to merger target selection. *European Journal of Operational Research*. 2023;305(2):930-945. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2022.06.017>
- Rahman M., Lambkin M. Creating or destroying value through mergers and acquisitions: A marketing perspective. *Industrial Marketing Management*. 2015;46:24-35. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2015.01.003>
- Vinocur E., Kiyamaz H., Loughry M.L. M&A capability and long-term firm performance: a strategic management perspective. *Journal of Strategy and Management*. 2023;16(2):211-234. <https://doi.org/10.1108/JSMA-10-2021-0204>
- Pervan M., Višić J., Barnjak K. The Impact of M&A on Company Performance: Evidence from Croatia. *Procedia Economics and Finance*. 2015;23:1451-1456. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00351-2](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00351-2)
- Deloitte (2017) M&A Making the deal work // Website [deloitte.com](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-making-the-deal-work-strategy.pdf). (<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-making-the-deal-work-strategy.pdf>)

23. Coelli T., Prasada Rao D., O'Donnel C., et al. *An introduction to efficiency and productivity analysis*. N.Y.: Springer Science + Business Media; 2005. 341 p.
24. Stobierski T. 13 Financial Performance Measures Managers Should Monitor. 2020. URL: <https://online.hbs.edu/blog/post/financial-performance-measures> (accessed on 16.07.2023)
25. Murphy A., Tucker H., eds. The Global 2000. URL: <https://www.forbes.com/lists/global2000/?sh=3c76bc6c5ac0> (accessed on 16.07.2023)

## Приложение

Приложение 1. Завершенные сделки слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли в России в 2022 г

№ п/п	Дата	Продавец	Страна	Покупатель	Объект	Доля, %	Стоимость сделки
1	Дек. 22	Mercantile & Maritime Energy/Vitol	Великобритания, Сингапур/Нидерланды, Швейцария	Fossil Trading FZCO	«Восток Ойл»	5.00	3.5 млрд евро
2	Окт. 22	ExxonMobil	США	«Сахалинморнефтегаз-Шельф»	Проект Сахалин-1	30.00	Убыток по активам 4 млрд долл.
3	Сент. 22	Totalenergies (Total)/Equinor (Statoil)	Франция/Норвегия	«Зарубежнефть»	Харьгинское месторождение	50.00	Нет инф.
4	Авг. 22	Totalenergies (Total)	Франция	«НОВАТЭК»	«Тернефтегаз»	49.00	Нет инф.
5	Авг. 22	Росгеология/Дмитрий Чепурный	Россия	«Эльгауголь» (Эльгинское угольное месторождение)	«Ундыткан»	67.00	Нет инф.
6	Июль 22	Trafigura Beheer BV	Нидерланды, Швейцария	Nord Axis Limited	«Восток Ойл»	10.00	7 млрд долл.
7	Июнь 22	«Газпром»	Россия	«Лукойл»	«Лаявожнефтегаз»	49.00	11 436 млрд руб., 223.8 млн долл.
8	Июнь 22	«Ростех»	Россия	«А-Проперти»	«Эльгауголь» (Эльгинское угольное месторождение)	5.00	40.80–95.20 млн долл.
9	Май 22	Equinor (Statoil)	Норвегия	«Роснефть»	«Севкомнефтегаз»	33.30	Нет инф.
10	Май 22	Equinor (Statoil)	Норвегия	«Роснефть»	СП по освоению доманиковых отложений в Самарской области	49.00	Нет инф.
11	Май 22	Equinor (Statoil)	Норвегия	«Роснефть»	«КрасГеоНАЦ»	49.00	Нет инф.
12	Май 22	«Шелл»	США	«Газпром Нефть»	«Гыдан Энерджи»	50.00	Нет инф.
13	Май 22	«Газпром Нефть»	Россия	«Лукойл»	«Меретояханефтегаз»	50.00	52 млрд руб., 710.4 млн долл.
14	Фев. 22	Дамир Туктаров / Станислав Котов	Россия	АО «Аврора»	«Инвестгеосервис»	44.60	78 млн долл.
15	Фев. 22	Petronas	Малайзия	«Лукойл»	Шах-Дениз	10.00	1.45 млрд долл.
16	Фев. 22	Repsol YPF	Испания	«Газпром Нефть»	Нефтегазоносная зона Карабашский 10	50.00	Нет инф.
17	Янв. 22	Repsol YPF	Испания	«Газпром Нефть»	«Евротэк-Югра»	68.00	Нет инф.
18	Нояб.22	Baker Hughes Inc	США	Руководство	Российская часть бизнеса Baker Hughes	100.00	365 млн долл.
19	Сент. 22	Halliburton	США	«Бурсервис»	Российская часть бизнеса Halliburton	100.00	344 млн долл.
20	Авг. 22	Eni	Италия	«Лукойл»	Eni-Nefto	100.00	Нет инф.
21	Май 22	«Шелл»	США	«Лукойл»	Shell Oil	100.00	Нет инф.
22	Май 22	Eurasia Drilling Company (EDC)	Россия	Буровая компания «Развитие»	Eurasia Drilling Company	100.00	Нет инф.
23	Май. 22	«Роснефть»	Россия	УК Комакс	«РН-Востокнефтепродукт»	100.00	Нет инф.
24	Апр. 22	«Татрас»	Россия	«Татнефть»	«УК Татбурнефть»	100.00	Нет инф.
25	Апр. 22	«Татрас»	Россия	«Татнефть»	«Татинтек»	100.00	Нет инф.
26	Апр. 22	«Татрас»	Россия	«Татнефть»	УК «Татспецтранспорт»	100.00	Нет инф.
27	Апр. 22	«Татрас»	Россия	«Татнефть»	КРС-Сервис	100.00	Нет инф.
28	Апр. 22	«Татрас»	Россия	«Татнефть»	TMS Логистика	100.00	Нет инф.
29	Апр. 22	«Татрас»	Россия	«Татнефть»	«НКТ-Сервис»	100.00	Нет инф.
30	Апр. 22	«Татрас»	Россия	«Татнефть»	«Мехсервис-НПО»	100.00	Нет инф.
31	Янв. 22	«Северсталь»	Италия, Россия (СЗФО, ЦФО, ПФО), США, Украина, Франция, Швейцария	«Русская энергия»	«ВоркутаУголь»	100.00	15 млрд. руб., 202.4 млн долл.
32	Март 22	Екатерина Бородина	Россия	«Лукойл»	Топливная компания ЕКА	100.00	61.3 млн долл.
33	Фев. 22	Standard-Oil	Russia	Холдинговая компания «Эволюция»	«ВПК-Ойл»	100.00	2.7 млрд руб., 35.9 млн долл.
34	Янв. 22	«Татрас»	Россия	«Татнефть»	«Татрас-ХимСервис»	100.00	Нет инф.

Источник: Mergers.ru.

**Приложение 2.** Список нефтегазовых компаний и сделок

Год завершения	Полное наименование компании-цели	Полное наименование компании-покупателя
2005	«Сибирская Нефтяная Компания»	ОАО «Газпром»
2007	Проект Сахалин-2	ОАО «Газпром»
2016	ПАО «Акционерная нефтяная компания Башнефть»	«Роснефть Ойл»
2009	ОАО «Газпром нефть»	ОАО «Газпром»
2013	ООО «Нефтегазовая компания «Итера»	«Роснефть Ойл»
2004	Shtokman Offshore Gasfield Development	ОАО «Газпром»
2009	ООО «СеверЭнергия»	ОАО «Газпром»
2014	ООО «Бурнефтегаз»	ОАО «Акционерная нефтяная компания Башнефть»
2017	ПАО «Акционерная нефтяная компания Башнефть»	«Роснефть Ойл»
2011	Ковыктинское газоконденсатное месторождение	ОАО «Газпром»
2007	ОАО «Салаватнефтеоргсинтез»	ОАО «Газпром»
2007	«Нефтяная компания ЮКОС» – транспортные активы	«Роснефть Ойл»
2017	АО «Независимая нефтегазовая компания» – проект «Конданефть»	«Роснефть Ойл»
2018	Maretiom Investments Ltd	ПАО «Новатэк»
2007	ОАО «Мосэнерго»	ОАО «Газпром»
2017	ПАО Банк ЗЕНИТ	ПАО «ТАТНЕФТЬ» им. В.Д. Шашина
2015	ООО «Национальный нефтяной консорциум»	«Роснефть Ойл»
2007	«Нефтяная компания ЮКОС» – нефтяное месторождение	«Роснефть Ойл»
2009	ОАО «Дальтрансгаз»	ОАО «Газпром»
2019	ООО «Сибур Тольятти»	ПАО «ТАТНЕФТЬ» им. В.Д. Шашина
2010	ОАО «Славнефть-Мегионнефтегаз»	ОАО Нефтегазовая компания «Славнефть»
2012	ЗАО «Синтезнефтегаз»	«Роснефть Ойл»
2004	ЗАО «Стимул»	ОАО «Газпром»
2019	ООО «РН-Кат»	ПАО «Акционерная нефтяная компания Башнефть»
2007	ПАО «Морион»	ОАО «Газпром»
2005	ОАО «Объединенные машиностроительные заводы»	ОАО «Газпром»

Источник: составлено авторами.

**Приложение 3.** Список энергетических компаний и сделок

Год завершения	Полное наименование компании-цели	Полное наименование компании-покупателя
2011	ОАО «Шестая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии»	ОАО «Вторая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии»
2012	Российская Федерация – энергетический объект	АО «РусГидро»
2019	АО «Дальневосточная Энергетическая компания» – предприятие по распределению электроэнергии	ПАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы»
2015	ОАО «Санкт-Петербургские электрические сети»	ПАО «Ленэнерго»
2013	ООО «Теплоэнергоремонт»	ПАО «Мосэнерго»
2015	ООО «Теплоснабжающая компания Мосэнерго»	ПАО «Московская объединенная энергетическая компания»
2016	ООО «ОГК-Инвестпроект»	ПАО «Вторая генерирующая компания оптового рынка электроэнергии»
2009	АО «Энергосбытовая компания РусГидро»	АО «РусГидро»
2016	ПАО «РАО Энергетические Системы Востока»	АО «РусГидро»
2010	ОАО «Ярославская городская электросеть»	ПАО «МРСК Центра»
2015	ОАО «Петродворцовая электросеть»	ПАО «Ленэнерго»
2013	ООО «Тобольская ТЭЦ»	ПАО «Фортум»
2011	ЗАО «Международная энергетическая компания» {МЭК}	АО «РусГидро»
2019	Rus Gas Turbines Holdings BV	АО «Интер РАО ЕЭС»
2018	АО «Гидроинвест»	АО «РусГидро»
2018	ООО «ТСК новая Москва»	ПАО «Московская объединенная энергетическая компания»
2018	ОАО «Томские Магистральные Сети»	ПАО «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы»

Источник: составлено авторами.

## Приложение 4. Код на языке R для расчетов АСФ

```

library(Benchmarking)
library(openxlsx)
library(readxl)

sd <- "fin_eff"
s1 <- "eff" # "eff" - обычный, другое ("seff") - суперэффективность
s2 <- 2 # 1 - x, 2 - y, 3 - xy, 4 - graph
# X2. Операционные издержки - все издержки не связанные с производством.
  x1 <- Work_t_5_power$costs
  x2 <- Work_t_5_power$ass_all

# Y1. Валовой доход
  y1 <- Work_t_5_power$ROA

# Y2. Валовая прибыль
  y2 <- Work_t_5_power$Revenue_growth
# Известно вход и выход
  sx <- cbind(x1, x2)
  sy <- cbind(y1, y2)
  res <- list("x"=sx, "y"=sy)

calc_eff_year <- function(s1, s2, sx, sy){
# Расчет разных видов эффективности
# s1 - "eff" - обычная эффективность, иначе - суперэффективность
# s2 - 1,2,3,4 вид эффективности
# Возвращает вектор эффективности
  sky <- cbind(sx, sy)
  if (s1 == "eff") {
    switch(s2,
# Эффективность по входу
      (res <- dea.direct(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "in", DIRECT = sx)
        z <- res$eff[,1]
        name <- "edk"),
# Эффективность по выходу
      (res <- dea.direct(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "out", DIRECT = sy)
        z <- res$eff[,1]
        name <- "edy"),
# Вход-выходная эффективность
      (res <- dea.direct(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "in-out", DIRECT = sky)
        z <- (1 - res$eff[,1])
        name <- "edy"),
# Гиперболическая эффективность
      (res <- dea(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "graph")
        z <- res$eff
        name <- "edgr")
    )
  }
  else {
# Calculation of super efficiency
    switch(s2,
# Эффективность по входу
      (res <- dea(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "in", DIRECT = sx)
        z <- res$seff
        name <- "eds"),
# Эффективность по выходу
      (res <- dea(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "out", DIRECT = sy)
        z <- res$seff
        name <- "eds"),
# Вход-выходная эффективность
      (res <- dea(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "in-out", DIRECT = sky)
        z <- res$seff
        name <- "eds"),
# Гиперболическая эффективность
      (res <- dea(sx, sy, RTS = "vrs", ORIENTATION = "graph")
        z <- res$seff
        name <- "edgrs")
    )
  }
  return(list("eff"=z, "name"=name))
}

fin <- calc_eff_year(s1, s2, sx, sy)
WORK <- cbind(work_t_5_power$company, fin$eff)

```

**Вклад авторов:** в настоящую статью авторы внесли равный вклад.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 06.10.2023; одобрена после рецензирования 18.11.2023; принята для публикации 30.11.2023.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.59-77>

JEL classification: G30



# Создание стоимости для стейкхолдеров путем реструктуризации бизнеса: анализ деятельности российских авиакомпаний после введения санкций

**Александр Степанов** ✉главный аналитик, ООО «УК «РОСНАНО», Москва, Россия,  
[Alexanderstepanovst@yandex.ru](mailto:Alexanderstepanovst@yandex.ru), [ORCID](#)**Александр Каяткин**специалист по ВЭД, ЗАО «ЭМИС», Москва, Россия,  
[askayatkin@edu.hse.ru](mailto:askayatkin@edu.hse.ru), [ORCID](#)

## Аннотация

Исследование посвящено оценке стратегий реструктуризации, используемых российскими авиакомпаниями для преодоления негативного влияния кризиса 2022 г., вызванного санкционным давлением западных регуляторов, с точки зрения способности создавать ценность как для финансовых, так и для нефинансовых стейкхолдеров. Для проведения количественного анализа эффективности антикризисных стратегий применялись методы оценки, основанные на традиционных бухгалтерских показателях, а также показатели VBM (управления стоимостью бизнеса), учитывающие альтернативные издержки. Качественный анализ включает оценку действий и решений руководства с точки зрения того, не нарушают ли они интересы основных сторон компаний. Исследование проводилось на основе таких показателей, как: PBITD/CE, PBITD/TD, ROA, валовая прибыль, рентабельность EBITDA, чистый долг к EBITDA, EVA, индекс устойчивого роста и индекс гармонизации интересов. Были изучены особенности антикризисных стратегий, используемых российскими авиакомпаниями ПАО «ЮТэйр» и ООО «Победа», оценены бухгалтерские коэффициенты, а также динамика экономической прибыли. Была построена матрица устойчивости роста и оценена эффективность стратегий реструктуризации с точки зрения создания стоимости как для финансовых, так и нефинансовых стейкхолдеров. Были сделаны выводы о перспективах дальнейшего развития компаний. Все эти результаты могут быть приняты во внимание при разработке более устойчивых стратегий реструктуризации другими компаниями, столкнувшимися с финансовыми трудностями.

**Ключевые слова:** стейкхолдеры, экономическая добавленная стоимость, индекс гармонизации интересов, индекс устойчивого роста, матрица устойчивости роста, стратегии реструктуризации, российские авиакомпании

**Цитирование:** Stepanov A., Kayatkin A. (2023) Stakeholder Value Creation through Business Restructuring: Post Sanctions Evidence from Russian Airlines. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(4): 59-77. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.59-77>

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

## Введение

Впервые проблема изучения понятия реструктуризации бизнеса компании как механизма преодоления финансовой нестабильности была затронута в конце XX в. С тех пор исследование данной проблемы приобретает все большую актуальность, поскольку экономическая обстановка становится все более сложной и динамичной, и такие резкие изменения в ней могут влиять на целые сектора экономики.

Рассматривая реструктуризацию бизнеса, можно отметить, что несмотря на сходство направлений мер реструктуризации каждая компания обладает собственными индивидуальными характеристиками. На выбор стратегии реструктуризации влияют различные факторы, включая изначальные предпосылки критического финансового положения компании и существующие трудности. Перед руководством компании стоит задача принять меры по преодолению финансовой нестабильности с учетом интересов стейкхолдеров.

В последнее десятилетие многие исследователи внесли свой вклад в изучение проблемы финансовой нестабильности, стратегий ее преодоления, а также эффективности реализации таких стратегий. Среди иностранных авторов, изучавших проблематику реструктуризации бизнеса, можно выделить Е. Хотчкисса, М. Хопкинса, С. Гилсона, П. Аквита, Р. Гертнера, Д. Шарфтайна, Дж. Ли, Дж. Канны, а среди российских исследователей – И. В. Ивашковскую и других авторов.

Несмотря на большое количество работ по теоретическим вопросам, касающимся причин критического финансового положения и последующей реструктуризации бизнеса, не хватает публикаций, посвященных процессам реструктуризации, вызванным политическими санкциями зарубежных государств, которые ограничивают функционирование компаний и нарушают их деятельность. Кроме того, при анализе литературы по теме не обнаружено работ, исследующих взаимосвязь между реструктуризацией бизнеса и процессом создания стоимости одновременно как для финансовых, так и нефинансовых стейкхолдеров.

Исследователи также не уделяли внимания отдельным случаям реструктуризации авиакомпаний после введения санкций 2022 г. на развивающемся российском рынке, а это могло бы облегчить понимание характера проблем, вызванных санкционным давлением западных стран, определить ключевые меры, предпринятые руководством для стабилизации ситуации, оценить эффективность такой стратегии реструктуризации бизнеса с точки зрения создания стоимости для стейкхолдеров.

Целью исследования является решение прикладной задачи, заключающейся в определении основных проблем, с которыми сталкиваются российские авиакомпании после введения санкций 2022 г., и в оценке эффективности стратегий реструктуризации, реализованных российскими авиакомпаниями с точки зрения создания стоимости как для финансовых, так и нефинансовых стейкхолдеров.

Объектами исследования являлись российские авиакомпании ООО «Победа» и ПАО «ЮТэйр», а предметом исследования выступала оценка стратегий реструктуризации.

Основными источниками данных стали Bloomberg и Thomson Reuters, финансовая и нефинансовая отчетность компаний, а также другие общедоступные данные, предоставленные изучаемыми компаниями, включая публикации в СМИ и пресс-релизы.

В работе применяется метод кейсового анализа. Этот выбор обусловлен стремлением осуществить эмпирическое исследование конкретных действий и решений руководства, а так-

же провести количественный и качественный анализ эффективности всех стратегий реструктуризации, используемых компанией для преодоления новых трудностей.

Научная ценность исследования заключается в том, что оно может восполнить пробел в изучении проблем взаимосвязи между эффективностью реструктуризации бизнеса и созданием стоимости одновременно для финансовых и нефинансовых стейкхолдеров компании.

Практическое значение настоящей работы заключается в том, что кейсовый анализ способен заинтересовать другие российские компании, которые столкнулись с трудностями в результате беспрецедентного санкционного давления. Изучение стратегий реструктуризации бизнеса ПАО «ЮТэйр» и ООО «Победа», а также оценка их эффективности могут способствовать разработке более результативных стратегий реструктуризации других компаний и привлечение внимания к составлению плана мероприятий, необходимых для преодоления кризисных ситуаций, возникших в результате внешних потрясений.

## Теоретические аспекты критического финансового положения и процесса реструктуризации компании

### Критическое финансовое положение и его исходные причины

Одной из ключевых задач стратегического финансового менеджмента является создание необходимых условий для обеспечения экономической безопасности компании, установление и реализация принципов устойчивого развития. Организация – это социально-экономическая система, которая ведет деятельность в рамках различных этапов своего жизненного цикла и взаимодействует с внешней средой.

В зависимости от этапа жизненного цикла компания устанавливает необходимые стандарты и нормы, благодаря которым она обеспечивает свое функционирование с минимальными издержками, достигая желаемого результата. Внешняя среда определенно непостоянна, а это влечет отклонения от установленных нормативов. Соответственно, существенное отклонение от нормы может привести к нестабильности. Одним из наиболее важных аспектов, устанавливающих основное направление развития компании, является процесс сохранения финансовой стабильности. Мы не утверждаем, что компания, испытывающая затруднения, в итоге потерпит крах, но постоянное ухудшение финансовых показателей деятельности в конечном итоге может привести к ее банкротству и существенному финансовому ущербу для акционеров и кредиторов компании.

Согласно Е. Хотчкиссу с соавт. [1] компания считается испытывающей финансовые затруднения, если ее ликвидных активов недостаточно, чтобы отвечать по текущим обязательствам в соответствии с договорами компании, по которым у нее имеются четко установленные сроки и обязательства их соблюдения. Например, к таким договорам могут относиться обязательства компании осуществлять своевременные купонные выплаты по облигациям. В случае нарушения данного обязательства держатели облигаций имеют право обратиться в суд с требованием исполнения условий договора.

Сходным образом М. Хопкинс [2] дает определение находящемуся в тяжелом положении бизнесу как бизнесу с избыточной задолженностью, который не способен выполнять обязательства по договорам займа. Однако сверхнормативная задолженность обычно не всегда является основной

причиной ухудшения финансовых показателей деятельности компании. К критическому финансовому положению приводят другие факторы, а избыточная задолженность может усугубить проблему.

Критическое финансовое положение возникает под воздействием широкого круга финансовых затруднений, с которыми может столкнуться компания в течение жизненного цикла. Согласно финансовой теории такие затруднения могут быть обусловлены эндогенными и экзогенными факторами риска. В целом эндогенные факторы риска касаются внутренних проблем компании, т.е. они оказывают отрицательное воздействие на конкретную фирму, а экзогенные факторы носят всеобъемлющий характер и могут влиять на многие фирмы в отрасли или на весь рынок.

В работе [3] описывается влияние каждого риск-фактора. Автор указывает ряд важных источников внешнего риска, таких как макроэкономические изменения, изменения в конкурентной обстановке, в государственном регулировании, социальные и технологические сдвиги. Согласно обзору автора около 41% компаний испытывают ухудшение финансовых показателей деятельности из-за неблагоприятной макроэкономической обстановки, 31% фирм сталкиваются с трудностями по причине меняющейся конкурентной среды, 13% несут потери из-за нормативно-правовых ограничений и на 15% отрицательно влияют социальные и технологические изменения. Несмотря на то что подтвердилась важность внешних факторов риска и их воздействия на операционную деятельность, общий обзор показывает, что практически 80% случаев критического финансового положения вызваны внутренними факторами риска, в особенности низким уровнем управления и некомпетентностью менеджмента.

Существует несколько причин того, что в XXI в. внешние факторы риска играют важную роль в возникновении критического финансового положения компаний. Во-первых, это влияние глобализации. В XXI в. мировая экономика становилась все более взаимосвязанной. Это значит, что компании более подвержены воздействию внешних факторов, таких как экономический спад, изменение курса обмена валют и политическая нестабильность в различных регионах мира. Е. Хатипоглу и Д. Пексен выявили, что санкции могут повысить вероятность банковских кризисов [4]. Полученные ими результаты также говорят о том, что финансовые санкции оказывают большее отрицательное влияние на стабильность банковских систем, чем торговые санкции. Эти результаты имеют существенное значение, демонстрируя, что санкции в качестве внешних потрясений, не только оказывают отрицательное воздействие на экономический рост, политическую стабильность и гуманитарную обстановку, но также могут нарушать финансовую стабильность стран, против которых направлены.

Во-вторых, возросла технологическая конкуренция [5]. С развитием интернета и WEB 3.0 во многих отраслях конкуренция усилилась. Это означает, что в конкурентной среде компании должны быстрее реагировать на изменения, включая появление новых участников рынка, изменение предпочтений потребителей и внедрение технологических инноваций. Компании, не способные адаптироваться к данным внешним факторам, могут оказаться в критическом финансовом положении.

### **Почему реструктуризация лучше банкротства**

Принято считать, что реструктуризация во внесудебном порядке влечет меньше прямых и косвенных издержек, чем судебное производство. Причина заключается в том, что пере-

говоры с меньшим количеством заинтересованных сторон помогают избежать серьезного конфликта интересов. Кроме того, компании с крупными нематериальными активами также с большей вероятностью примут решение негласно провести реструктуризацию, поскольку в ее процессе, скорее всего, стоимость данных активов упадет. Относительно высокие издержки на реструктуризацию в судебном порядке создают для таких компаний более серьезную мотивацию сохранить стоимость нематериальных активов путем негласной реструктуризации.

В процессе реструктуризации предпринимались такие действия, как продление срока кредита, предоставление дополнительного финансирования либо конвертация долга в акционерный капитал [1]. По мнению С. Гилсона с соавт. [6], проблема с несудебной реструктуризацией заключается в том, что она не обеспечивает существенного уменьшения задолженности предприятия по сравнению с реструктуризацией, проводимой в судебном порядке.

Исследования Е. Хотчкисса, М. Альдерсона, Б. Беткера, С. Форте и Дж. Пеня [7–9], в которых проанализированы основные показатели эффективности деятельности компаний до и после реструктуризации, свидетельствуют о том, что реструктуризация не гарантирует улучшения эффективности деятельности компании. Многие компании вынуждены проводить реструктуризацию повторно.

В случае критического финансового положения компании могут прибегнуть к одной из двух стратегий: реструктуризация или банкротство. Реструктуризация подразумевает значительные изменения в операционной деятельности компании, управлении и финансовой структуре с целью повышения ее финансовой эффективности и возвращения рентабельности. С другой стороны, банкротство предусматривает судебное разбирательство, позволяющее компании провести реструктуризацию задолженности и операционной деятельности, чтобы уменьшить свои финансовые обязательства и заявить о себе как о жизнеспособном бизнесе.

Обычно реструктуризация считается лучшим выходом из ситуации, чем банкротство, потому что она позволяет компании продолжить работу, одновременно решая финансовые проблемы. Это означает, что сотрудники могут сохранить свои рабочие места, а компания может продолжить предоставлять товары и услуги заказчикам. В то же время реструктуризация направлена на максимальное увеличение стоимости компании путем укрепления ее финансового положения и решения фундаментальных проблем. Реструктуризация может быть более гибким процессом, чем банкротство, позволяя стейкхолдерам приспособить план к конкретным потребностям компании, в результате чего может быть принято более эффективное решение. Это может способствовать защите интересов стейкхолдеров, включая акционеров, кредиторов и сотрудников. В стратегию реструктуризации могут входить меры по сокращению расходов, рефинансирование кредитов и займов, избавление от непрофильных активов и повышение операционной эффективности. Реструктуризация может оказаться трудным процессом, и она требует эффективного руководства и стремления принимать трудные решения, чтобы снова добиться прибыльности бизнеса.

Когда компания объявляет о банкротстве, суд осуществляет контроль за этим процессом. При реструктуризации, напротив, менеджмент компании сохраняет контроль в своих руках и может реализовать план, отвечающий интересам всех стейкхолдеров. Банкротство потенциально может нанести ущерб репутации компании и ее взаимосвязям с поставщика-

ми, заказчиками и сотрудниками, затрудняя ведение бизнеса в будущем. Банкротство может оказаться сложным и затратным процессом. При его осуществлении могут потребоваться реструктуризация задолженности, продажа активов и перезаключение договоров с поставщиками и другими стейкхолдерами. Напротив, реструктуризацию рассматривают как шаг к улучшению финансового положения компании и обеспечению ее жизнеспособности в долгосрочной перспективе.

Решение о реструктуризации или об объявлении о банкротстве зависит от конкретных обстоятельств компании и ее стейкхолдеров. Стейкхолдеры зачастую принимают решение о реструктуризации или банкротстве, исходя из экономической целесообразности. Решения необходимо принимать с пониманием, какой из вариантов создаст большую экономическую стоимость. Были случаи, когда ликвидационная стоимость компании существенно превышала прогнозируемый доход на несколько лет вперед, поэтому принималось решение об инициации банкротства. Наконец, решение о реструктуризации или банкротстве зависит от конкретных обстоятельств, в которых находится компания, включая тяжесть ее критического финансового положения, наличие финансовых и иных ресурсов, а также готовность ключевых стейкхолдеров поддержать план реструктуризации.

### **Ключевые элементы успешной реструктуризации компании**

Тема реструктуризации компании вызвала значительный интерес как в стратегической, так и в финансовой сферах. Концепция реструктуризации портфеля заключается в существенных изменениях в структуре активов компании, которые осуществляются путем инвестирования в различные предприятия и структурные подразделения либо путем вывода средств из них [10]. Хотя определенные категории исследования реструктуризации компаний принципиально важны при критическом положении организации, например, предотвращение дефолта, они требуют широкомасштабной трансформации. Реструктуризация управления может повлечь смену генерального директора и топ-менеджеров, а также состава совета директоров [3; 11].

#### **Операционная реструктуризация**

Прежде чем приступить к конкретным действиям, важно провести тщательную оценку текущего положения дел в компании, включая ее финансовое состояние, положение на рынке и операционные возможности. Это поможет определить исходные причины проблем и послужит руководством для составления эффективного плана реструктуризации. После завершения оценки компании необходимо выработать четкую стратегию на будущее.

Операционная реструктуризация подразумевает ряд стратегий, направленных на повышение эффективности и рентабельности путем снижения прямых издержек и рационализации накладных расходов в соответствии с объемом деловых операций. Обычно среди таких стратегий сокращение издержек, получение дохода и оптимизация операционных активов. В случае компаний, испытывающих финансовые затруднения, часто начинают с операционной реструктуризации, поскольку оценка стратегического положения компании утрачивает актуальность, когда существует риск банкротства в ближайшем будущем [11]. Для бизнеса, столкнувшегося с операционными трудностями, может быть достаточно сокращения издержек при одновременном применении приносящих доход стратегий, заключающихся в корректировке цен, например, увеличение или уменьшение цены в зависимости от чувствительности продукта, и в маркетинговых ме-

рах, направленных на стимулирование спроса [11]. Реструктуризация означает процесс восстановления экономической эффективности проблемной или неблагополучной компании с целью возвращения ее финансовой стабильности и конкурентоспособности.

По мнению Дж. Брикли, К. Смита и Дж. Зиммермана [12], проблема организационной архитектуры весьма важна. Компания должна быть хорошо структурирована, а сотрудники должны понимать лиц, принимающих решения. Чтобы достичь восприятия организационных изменений, топ-менеджеры должны четко знать, каким образом компания пришла к имеющей архитектуре и в более общем плане, почему определенные виды организаций хорошо функционируют в конкретной среде. Такое понимание важно хотя бы потому, что расходы на организационные изменения могут оказаться весьма высокими. Сотрудники также должны исполнять распоряжения руководства и не иметь свободы действий.

Согласно Х. Крамеру-мл., М. Мобуссину и А. Раппапорту, чтобы повысить стоимость компании, руководство должно поставить основной ее целью долгосрочное увеличение ее стоимости; провести тщательное исследование перед принятием решений о крупных капиталовложениях; распределять капитал с максимальной отдачей; отдавать приоритет стратегиям, а не проектам, учитывая применение передовых практик работы с частным акционерным капиталом в публичных компаниях; генеральный директор должен работать в тесном сотрудничестве с советом директоров, чтобы определить роль каждого его члена в создании долгосрочной стоимости [13].

Кроме того, по результатам анализа, проведенного Дж. Брикли, К. Смитом и Дж. Зиммерманом, утверждается, что расширение продуктовой линейки может способствовать получению новых источников дохода [12]. В их работе отмечается, что сокращение издержек также принципиально важно. Компаниям, проводящим реструктуризацию, зачастую необходимо сократить расходы, чтобы увеличить прибыльность. Этого можно достичь различными способами, такими как операционная эффективность, перезаключение договоров и сокращение штата работников.

Эмпирические исследования обнаружили связь между стратегиями операционной эффективности и успешной реструктуризацией, что подтверждено в работе К. Джона, Л. Ленга и Дж. Петтера [14]. Тем не менее на данный момент еще эмпирически не доказано, может ли операционная реструктуризация привести к восстановлению компании, оказавшейся на грани банкротства.

#### **Финансовая реструктуризация**

Зачастую компаниям, проводящим реструктуризацию, необходимо реструктурировать свою задолженность или получить дополнительное финансирование. К этим мерам могут относиться согласование более выгодных условий с кредиторами или инвесторами, получение новых или рефинансирование старых кредитов и займов, выпуск акционерного капитала.

Реструктуризация задолженности позволяет компании сократить долговую нагрузку, уменьшив платежи по процентам и телу долга, пролонгируя задолженность или конвертировав задолженность в акции компании [6]. Другим механизмом реструктуризации задолженности является привлечение дополнительного капитала. Одним из примеров данной стратегии является привлечение в капитал компании прямых инвестиций в ходе реструктуризации. Хотя долговые обязательства компании не изменятся, компания получит дополнительную ликвидность, которую она сможет использовать для оплаты текущей задолженности.

Как отметил К. Джон [15], в дополнение к сокращению задолженности и реорганизации восстановление существенной части ликвидности является крайне важной частью мер по реструктуризации. Кроме того, в качестве средства повышения ликвидности в период критического финансового положения предлагалось сокращение дивидендных выплат. Однако в вопросе теоретического и эмпирического влияния таких мер не наблюдается однозначного согласия. В то время как уменьшение дивидендов может привести к быстрому повышению ликвидности, оно также может произвести отрицательный сигнальный эффект на рынках капитала.

### **Реструктуризация портфеля**

По мнению Дж. Диала и К. Мерфи [16], в процессе реструктуризации важно сконцентрироваться на основном виде деятельности. Это может означать отказ от непрофильной деятельности, рационализацию производства и улучшение обслуживания и взаимоотношений с клиентами. Уменьшение размеров предприятия в целях экономии и концентрация на направлениях, создающих стоимость, также являются способами реструктуризации, при этом неприбыльные активы и виды деятельности необходимо продать или выделить в отдельную компанию, не связанную с данным бизнесом. Это помогает компаниям в сокращающихся отраслях достигать более высоких показателей эффективности и стоимости. Исследования, проводимые Д.Дж. Денисом и Т. Крузом [17], Д.К. Денисом и Д. Шомом [18], К. Хаккала [19] и К. Маркидесом [20], объяснили положительное воздействие продажи активов на эффективность деятельности компании действием таких факторов, как снижение долговой нагрузки, большее внимание к основным областям специализации и рост производительности в результате избавления от предприятий с меньшей производительностью.

Чтобы провести реструктуризацию, компании могут рассмотреть приобретение бизнесов с такими же основными областями специализации, как и у них, и с потенциальной возможностью получения прибыли в долгосрочной перспективе. Этот шаг в особенности важен для фирм, которые имеют неверную внутреннюю стратегию, работают с устаревающим или находящимся на стадии спада товаром либо на зрелых или сужающихся рынках [11]. Приобретение других компаний также может служить стратегией ускорения роста для фирм с низкими показателями финансовой деятельности, но еще не находящихся в критическом положении.

### **Управленческая реструктуризация**

Замену руководства высшего звена зачастую считают необходимым шагом к успешной оптимизации компании. Г. Милано с соавт. пришли к выводу, что сильная команда руководителей критически важна для успешной реструктуризации [21]. Команда должна четко понимать проблемы, с которыми сталкивается компания, а также обладать навыками и опытом, необходимыми для реализации плана реструктуризации.

Согласно Дж. Диалу и К. Мерфи кадры являются решающим фактором успеха реструктуризации, и очень важно вовлечь их и поддерживать их мотивацию в процессе реструктуризации [16]. К данным мерам можно отнести регулярное общение, профобучение и повышение квалификации работников, а также одобрение их достижений и соответствующее поощрение. Несколько исследований свидетельствуют о том, что между количеством независимых директоров в Совете директоров и возможностью выживания компании существует положительная корреляция [22; 23]. Однако другие исследования не обнаружили существенной разницы

между количеством независимых директоров в обанкротившихся фирмах и компаниях, сумевших выжить (Ф. Эллуми и Ж. Гуйе) [24].

Из вышеприведенных исследований непонятно, действительно ли смена руководства в компаниях, испытывающих финансовые затруднения, способствует их восстановлению. Если рассматривать реакцию фондового рынка в качестве индикатора восприятия эффективности такой смены, то указанные работы не дают однозначного вывода.

Наконец, для успешной реструктуризации необходимы постоянные совершенствование и контроль. Поэтому следует регулярно проверять степень выполнения плана, по мере надобности вносить корректировки и обеспечивать соответствие компании своей стратегической концепции.

### **Обзор способов оценки эффективности реструктуризации**

Реструктуризация бизнеса – непростой процесс, требующий значительных усилий руководства. Несмотря на то что продолжение функционирования фирмы можно считать показателем успешной реструктуризации, это не всегда так. На самом деле в истории есть множество примеров компаний, продолживших деятельность после реструктуризации, но через несколько лет снова оказавшихся в критическом финансовом положении и балансирующих на грани банкротства. Поэтому неверно полагать, что любая завершённая реструктуризация гарантирует успех. Напротив, необходим многосторонний подход, рассматривающий различные метрики оценки ее эффективности.

Существует несколько способов оценки эффективности деятельности компании после реструктуризации. Самым простым способом является оценка того, смогла ли компания провести успешную реструктуризацию и при этом остаться независимой.

Традиционный подход к оценке эффективности реструктуризации бизнеса подразумевает применение бухгалтерского метода, а именно анализа бухгалтерских коэффициентов и метрик во время критического финансового положения и после реструктуризации. Чтобы оценить стратегии восстановления фирм, испытывающих финансовые затруднения, следует использовать различные метрики, такие как РВITD (Прибыль до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации)/Продажи, ROE (рентабельность собственного капитала), ROA (рентабельность активов), РВITD/СЕ (РВITD/задействованный капитал) и РВITD/TD (РВITD/совокупный долг). Цель заключается в оценке их эффективности по сравнению с фирмами, которые так и не смогли вернуться к нормальной операционной деятельности. Все применяемые метрики говорят о существенном снижении эффективности в период, начиная за два года до критического положения и вплоть до непосредственного наступления такого положения. Самое серьезное снижение наблюдается у показателя РВITD/TD, что говорит о падении рентабельности, а также резком увеличении задолженности компании. Все показатели: рентабельность по прибыли, рентабельность собственного капитала и активов, доходность денежного потока к задействованному капиталу и покрытие задолженности потоком денежных средств, демонстрируют резкое падение. Это говорит о том, что эффективность стратегий восстановления необходимо оценивать при помощи универсального подхода, рассматривающего различные метрики эффективности.

Рентабельность – широко применяемая метрика для измерения эффективности во многих исследованиях. В некоторых работах [3] используют номинальную прибыль до удержа-

ния налогов, и только С. Слэттер корректирует ее до фактической прибыли до удержания налогов [25]. Среди наиболее распространенных коэффициентов рентабельности выделяют рентабельность совокупных активов (ROA) и рентабельность инвестиций (ROI).

Не следует для оценки успешности реструктуризации полагаться только на текущую рентабельность. Важно учесть целый ряд показателей. Чтобы решить данный вопрос, в нескольких исследованиях используют многочисленные бухгалтерские показатели.

Согласно мнению Н. Пандита [26], полагаться только на показатели, построенные на данных бухгалтерской отчетности, – распространенная ошибка в исследованиях реструктуризации. Также при исследовании общего управления и финансовой части существенно различаются показатели успешности. Вместе с тем при оценке результатов реструктуризации принципиально важен выбор между бухгалтерскими и рыночными способами измерения. Однако Е. Хоткисс [7] приводит противоречивые результаты, применяя бухгалтерские способы измерения, обычно используемые в исследовании общего управления. В то время как одни исследователи утверждают, что рыночные средства измерения менее подвержены манипуляциям, другие говорят о том, что они необъективны из-за ожиданий [27; 28]. Более правильным вариантом для оценки эффективности является использование комбинации бухгалтерских и небухгалтерских показателей. Б. Зиммерман [29] говорит о необходимости достижения согласия между стейкхолдерами (инвесторы, члены совета директоров, менеджмент и др.). Данный подход принимает во внимание контекстуальные вариации, что принципиально важно, учитывая гетерогенность случаев реструктуризации. Тем не менее использование только мнения людей может привести к субъективным результатам.

Чтобы преодолеть ограничения, связанные только с бухгалтерскими показателями, можно применить более качественный подход для измерения эффективности стратегий реструктуризации. Изучение руководителей предлагает альтернативные концепции измерения результатов реструктуризации. Например, В. Ачарья и К. Субраманиан [30] для определения успешности стратегий реструктуризации используют инвестиции компании в НИОКР и количество патентов. Е. Лов и М. Краатц [31] применяют изменения в репутации как дополнительное средство измерения эффективности. В то время как данные альтернативные средства измерения предоставляют ценные наблюдения касательно фактического влияния стратегий реструктуризации, они могут давать меньше возможностей для сравнения, чем бухгалтерские показатели.

В научной литературе признается необходимость оценки эффективности реструктуризации бизнеса. Существует два основных направления оценки: анализ количественных данных на примере изучения бухгалтерских коэффициентов, показателей доходности и доходности рыночных метрик в период критического финансового положения и после реструктуризации бизнеса и качественный метод. Следует отметить, что в обзор научной литературы, посвященной оценке эффективности реструктуризации бизнеса, не входит информация об использовании показателей концепции управления стоимостью бизнеса (VBM), которые принимают во внимание альтернативные издержки / инвестиционные риски и, соответственно, позволяют определить возможность создания реальной стоимости для акционеров компании. Помимо этого, в существующем пласте научных работ практически не рассматривается эффективность

процесса реструктуризации с точки зрения нефинансовых стейкхолдеров. Все это создает предпосылки для изучения вопроса оценки эффективности реструктуризации бизнеса в контексте создания реальной стоимости как для финансовых, так и для нефинансовых стейкхолдеров.

## Переориентация и финансовая реструктуризация авиакомпаний

### Практические меры и реакция российских авиакомпаний на критическое финансовое положение, вызванное санкциями 2014 г.

В марте 2014 г. Россия приняла в свой состав Крым, что привело к введению экономических санкций Европейским союзом и другими странами. Эти санкции оказали существенное воздействие на российскую экономику, уже испытывавшую трудности из-за снижения цен на нефть. В результате началась резкая девальвация рубля, за которой последовала инфляция, а российским потребителям и бизнесу стало труднее оплачивать авиаперелеты. В то же время девальвация рубля повлекла рост цен на услуги авиакомпаний, включая лизинг воздушных судов, платежи по которому зафиксированы в валюте. Вместе с этими трудностями авиатранспортная отрасль России также пострадала от падения спроса на международные рейсы. Многие западные авиакомпании отменили или сократили количество рейсов в Россию из-за экономических санкций и геополитической напряженности, что еще сильнее ограничило возможности совершения полетов для российского потребителя.

В результате действия данных факторов в российской авиатранспортной отрасли произошло значительное падение спроса на авиаперелеты в 2014–2015 гг. По данным Федерального агентства воздушного транспорта, пассажиропоток российских авиакомпаний снизился на 4.4% в 2014 г. и на 15.6% в 2015 г. Это было особо ощутимо на международном рынке, где пассажиропоток упал на 16.7% в 2014 г. и 27.6% в 2015 г.

Чтобы преодолеть данные трудности на рынке многие российские авиакомпании предприняли меры по снижению расходов, такие как сокращение сети маршрутов и размера парка судов. Некоторые авиакомпании также попытались диверсифицировать источники доходов, предлагая дополнительные услуги, такие как грузовые перевозки и наземное обслуживание.

Несмотря на данные трудности российская авиатранспортная отрасль продемонстрировала устойчивость и приспособляемость. Многие авиакомпании попытались расширить свое присутствие на отечественном рынке, который в последние годы оставался достаточно стабильным. Вместе с тем Правительство России предприняло шаги по поддержке отрасли, такие как финансовая поддержка проблемных авиакомпаний и меры по обеспечению сообщения в отдаленных частях страны.

В качестве реакции на эти проблемы многие российские авиакомпании стремились сократить издержки и повысить эффективность. Среди данных мер реструктуризация хозяйственных операций, отказ от убыточных рейсов и усиленное внимание к более прибыльным рынкам. Некоторые авиакомпании также пытались диверсифицировать свои источники доходов, предлагая дополнительные услуги, такие как грузоперевозки и наземное обслуживание.

ПАО «ЮТэйр» входит в реестр системообразующих предприятий Российской Федерации и обладает высокой кон-

курентоспособностью на рынке авиатранспортной отрасли. До 2020 г. эта авиакомпания входила в пятерку крупнейших перевозчиков страны. «ЮТэйр» обладает широкой региональной сетью маршрутов по стране, занимает важное место в транспортной системе Ханты-Мансийского автономного округа и Тюменской области. Авиакомпания обладает современным парком воздушных судов, насчитывающим 63 самолета и 337 вертолетов.

«ЮТэйр» также прошла финансовую реструктуризацию, столкнувшись с финансовыми затруднениями в 2014 г. из-за долговой нагрузки, превышавшей 160 млрд руб. Чтобы разрешить эту ситуацию компания провела переговоры с объединением кредиторов из 11 банков, в результате которых был составлен план реструктуризации, утвержденный 30 декабря 2015 г. Согласно данному плану ПАО «ЮТэйр» обеспечило два синдицированных кредита в размере 42,6 млрд руб. со сроком выплаты 7 и 12 лет, а также осуществило два выпуска облигаций в размере 13,3 млрд руб. со сроком погашения 7 и 12 лет. Данные кредиты были обеспечены активами и гарантиями Группы компаний «ЮТэйр» наряду с государственной гарантией, покрывающей 50% семилетнего синдицированного кредита. В рамках инициативы по повышению эффективности ПАО «ЮТэйр» оптимизировало сеть маршрутов и сократило парк воздушных судов на треть. Эти меры позволили снизить затраты на персонал и сэкономить до 100 млн долл. на лизинговых платежах.

Авиакомпания «Трансаэро», одна из крупнейших российских авиатранспортных компаний, заявила о банкротстве в 2015 г. из-за финансовых затруднений, вызванных экономическим спадом и девальвацией рубля. Авиакомпания накопила значительную задолженность, и авиационные органы власти России приостановили ее деятельность из соображений безопасности. В 2015 г. кредиторы авиакомпании «Трансаэро»: ВТБ, «Газпромбанк», «Новикомбанк», «Промсвязьбанк», Московский кредитный банк, «Сбербанк», «Россельхозбанк» приняли решение о банкротстве, а не реструктуризации задолженности. Причиной такого решения стал расчет, показывающий, что ликвидационная стоимость компании будет выше ее цены в случае продолжения деятельности после реструктуризации.

2 сентября 2015 г. появилась новость, что «Аэрофлот» планирует приобрести 75% плюс одна акция «Трансаэро» всего за один рубль. Покупка осуществлялась при условии реструктуризации «Трансаэро», полного операционного контроля и ее интеграции в «Аэрофлот». Тем не менее по истечении срока получения необходимой доли в «Трансаэро» эта доля не была предоставлена. Затем 1 октября было объявлено, что «Аэрофлот» принял решение не приобретать «Трансаэро».

Путем реструктуризации активов, в том числе за счет продажи 35 воздушных судов, компания смогла сократить свою налоговую нагрузку на 22%. Однако расчет денежных потоков с учетом возможного сокращения показал, что это не оказало бы существенного влияния на финансовую стабильность «Трансаэро». Потери кредиторов в ходе реструктуризации намного бы превысили их убытки от ликвидации при любом из рассматриваемых сценариев. Кредиторы потеряли бы от 60 до 78% от изначальной суммы задолженности. Поэтому при любом сценарии продолжения деятельности компании убытки кредиторов превысили бы убытки при ликвидации. Процедуру банкротства начали защищенные кредиторы, чьи ликвидационные убытки еще меньше. После объявления о банкротстве авиакомпания

«Трансаэро» провела сложную процедуру ликвидации, в том числе продажу активов и погашение задолженности. Российское правительство вмешалось в процесс для поддержки пострадавших сотрудников и пассажиров авиакомпании, некоторые из них оказались в затруднительном положении, когда деятельность «Трансаэро» была прекращена. В 2016 г. «Аэрофлот» – российский флагманский авиаперевозчик – приобрел некоторые активы «Трансаэро», включая воздушные суда и маршруты полета компании в рамках плана расширения своей деятельности и укрепления позиции на рынке. Тем не менее многие долги «Трансаэро» так и не были выплачены, и ликвидация длилась несколько лет.

В целом банкротство «Трансаэро» стало знаменательным событием в истории российской авиатранспортной отрасли, особо подчеркнув трудности, с которыми сталкиваются авиакомпании во времена экономической неопределенности, и необходимость процессов эффективной реструктуризации и погашения задолженности.

## Кейсовый анализ переориентации бизнеса российских авиакомпаний после введения санкций 2022 г.

### Методология анализа создания стоимости для стейкхолдеров

Традиционно бухгалтерские метрики используют для анализа финансовой стабильности и оценки эффективности деятельности бизнеса. В рамках нашего исследования применение метода, основанного на коэффициентах и метриках, полученных из финансовой отчетности, необходимо не только для краткого анализа эффективности стратегий реструктуризации, но также для сравнения результатов такого метода с результатами более всестороннего метода, а именно управления стоимостью бизнеса (VBM).

Для оценки финансовых показателей эффективности компании выбраны финансовые показатели, ранее примененные С. Сударсанамом и Дж. Лаи [32] и отражающие рентабельность компании в отношении долгосрочного капитала, привлеченного для деятельности, и эффективность задействованных активов:

$$PBVTD / CE = \frac{PBVTD}{\text{Задействованный капитал}}, \quad (1)$$

где PBVTD – прибыль до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации.

$$PBVTD / TD = \frac{PBVTD}{\text{Общий долг}}, \quad (2)$$

$$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Общие активы}}. \quad (3)$$

Также взяты показатели операционной рентабельности, ранее примененные Е. Хотчкиссом [7], М. Альдерсоном и Б. Беткером [8], С. Гилсоном [6] для оценки текущих операций:

$$\text{Валовая прибыль} = \frac{\text{Общая выручка} - \text{Себестоимость реализованной продукции}}{\text{Общая выручка}}, \quad (4)$$

$$\text{Рентабельность EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Общая выручка}}, \quad (5)$$

где EBITDA – прибыль до вычета процентов, налогов, износа и амортизации.

Экономическая добавленная стоимость (EVA) используется чаще всего при применении метода управления стоимостью бизнеса. Расчет по формуле показывает, получает ли компания дополнительную прибыль от инвестированного капитала. В зависимости от результата можно сделать вывод об эффективности деятельности компании и ее руководства (Таблица 1).

**Таблица 1.** Оценка эффективности в зависимости от показателей EVA

Показатель EVA	Описание	Прибыль
EVA = 0	Рентабельность инвестированного капитала равна стоимости капитала	0
EVA > 0	Добавленная стоимость компании растет, капитал используется эффективно, реальная стоимость растет	Да
EVA < 0	Добавленная стоимость компании падает, инвестированный капитал используется неэффективно, поэтому реальная стоимость снижается	Нет

Многочисленные отечественные и зарубежные исследования [33; 34] широко изучали и обсуждали основополагающие факторы создания долгосрочной стоимости, которые не относятся к финансовым аспектам и включают в себя такие элементы, как конкурентное преимущество, лояльность клиентов и сотрудников, управление цепочками поставок и другое. Кроме того, данные нефинансовые факторы оказывают существенное влияние на финансовые показатели деятельности. Следовательно, эффективное управление нефинансовыми факторами позволяет компаниям достичь успеха, который можно измерить при помощи финансовых показателей. Поэтому в анализ создания долгосрочной стоимости входит оценка как финансовых, так и нефинансовых факторов.

На создание нефинансовых драйверов стоимости, критически важных для сохранения долгосрочной стоимости, воздействует широкий круг стейкхолдеров. Согласно И.В. Ивашковской [35], создание сети стейкхолдеров становится обязательным условием для получения конкурентных преимуществ, поскольку как акционеры, так и нефинансовые стейкхолдеры потенциально могут существенно влиять на компанию, которая в свою очередь влияет на них. Ценность взаимосвязей с указанными сторонами настолько значительна, что наряду с теорией акционерной стоимости набирает популярность концепция стоимости для стейкхолдеров.

Как отметила И.В. Ивашковская [36], чтобы оценить стратегические альтернативы на основании интересов стейкхолдеров компании, вводится индекс гармонизации интересов (ИИ). Данный индекс измеряет изменения, возникающие в результате действий и решений в рамках стратегических альтернатив, принятых с целью соответствия интересам стейкхолдеров. Шкала оценок, используемая для индекса, состоит из трех значений: +1 указывает на соответствие стратегических интересов компании интересам каждой категории стейкхолдеров, 0 говорит об отсутствии конфликта между стратегическими интересами компании и интересами стейкхолдеров, а -1 означает расхождение в интересах компании и интересах каждой категории стейкхолдеров.

Полученные оценки относятся ко всему стратегическому периоду и основываются на потенциальном влиянии стейкхолдеров на компанию, при этом их вес присваивается, исходя из мнения экспертов. Взвешивание оценок осуществляется на основании степени влияния на компанию каждого стейкхолдера, при этом максимальный вес составляет 100%. Вес определяется согласно экспертной оценке. Средневзвешенное значение необходимо рассчитать отдельно для положительных и отдельно для отрицательных показателей.

Участие нефинансовых стейкхолдеров играет решающую роль в создании внутренней стоимости компании. Гармоничные взаимоотношения со стейкхолдерами помогают снизить риски. Помимо этого, такое стремление к сотрудничеству способствует созданию возможностей для накопления интеллектуального и социального капитала, усиливая преобразовательную функцию знаний и в итоге позволяя реализовать перспективы роста. Напротив, снижение индекса гармонизации интересов приводит к росту риска стейкхолдеров. В этих случаях также снижается потенциальная возможность получения положительной экономической прибыли.

### Причины выбора ПАО «ЮТэйр» и ООО «Победа» для кейсового анализа

В 2022 г. санкции имели широкомасштабное воздействие на различные сектора экономики. На реакцию отрасли на санкционное давление влияет несколько факторов. Среди них степень интегрированности предприятий отрасли в мировое производство, характер связей в мировых цепочках поставок (включая уровень зависимости от импорта и его географическое распределение), наличие иностранных производителей в российской промышленности, зависимость отечественного рынка от импорта, опыт отрасли в преодолении предыдущих санкций в 2014 г. и способность предприятий адаптироваться к данным мерам. Авиационный сектор столкнулся с самым тяжелым кризисом в истории, начиная с 2020 г., как в Российской Федерации, так и на международном уровне. Причиной стало быстрое распространение вируса COVID-19 и вследствие этого – ограничение авиаперелетов.

В 2022 г. российская авиационная отрасль испытала еще более серьезные трудности. Она значительно пострадала от санкций, введенных против России в результате специальной военной операции на Украине.

Утром 24 февраля авиакомпании столкнулись с запретом на полеты на юге Российской Федерации. Согласно приказу Федерального агентства воздушного транспорта, была приостановлена работа 11 аэропортов в городах: Анапа, Белгород, Брянск, Воронеж, Геленджик, Краснодар, Курск, Липецк, Ростов-на-Дону, Симферополь и Элиста. Сначала ограничения установили до 2 марта, но затем их продлевали каждую неделю, и они действуют до настоящего момента.

В ответ на специальную военную операцию на Украине Великобритания первая закрыла свое воздушное пространство для российских авиакомпаний. В течение следующих нескольких дней Чешская Республика, Польша, Болгария,

Латвия, Румыния и ряд других европейских стран закрыли небо для российских перевозчиков, после чего председатель Европейской комиссии Урсула фон дер Ляйен объявила о закрытии для них всего воздушного пространства ЕС. Такой же запрет ввели Канада и Соединенные Штаты. В ответ Российская Федерация объявила о запрете полетов и перелетов над своей территорией (например, в Юго-Восточную Азию) авиакомпаниям из 35 стран Европы и Канады, что оказало существенное влияние на деятельность этих компаний.

ЕС опубликовал обновленный пакет санкций, введенных против Российской Федерации. В него вошел запрет на поставку в Россию гражданских воздушных судов и запчастей для них, а также их обслуживание и страхование. В то же время иностранные лизингодатели обязали вернуть себе пассажирские самолеты, уже переданные в лизинг российским перевозчикам. На фоне массовых арестов иностранных самолетов российские перевозчики из опасений за свой парк начали отменять международные рейсы даже в страны, открытые для полетов.

США также наложили ограничения на экспорт авиационных товаров в Россию и запретили обслуживание десятков Боингов. Эксперты отмечают, что в данном секторе присутствует существенная зависимость от западного оборудования. В апреле 2022 г. российские авиакомпании владели парком из 1287 воздушных судов для коммерческих перевозок. Из них 1101 составляли пассажирские суда, 84 – грузовые самолеты, а из оставшихся – 42 самолета бизнес-класса и 60 самолетов госавиации. Около 67% самолетов в парке произведены иностранными компаниями, при этом данные воздушные суда, изготовленные за рубежом, обеспечивали около 95% общего пассажирооборота.

По данным Росстата, пассажиропоток российских авиакомпаний в 2022 г. снизился на 14%, до 95.2 млн человек, включая 17 млн, воспользовавшихся международными рейсами – 17.8% от общего числа. Тем не менее это не стало существенным ударом, поскольку из-за пандемии международные перевозки из России уже значительно сократились. К концу 2021 г. международные рейсы составляли лишь 21% от общего объема перевозок, из них только 1% приходился на Европу по различным причинам, включая отказ от вакцинации.

В 2022 г. Федеральное агентство воздушного транспорта предоставило 32 авиакомпаниям 100 млрд руб. для субсидирования отечественных перевозок, при этом Группа «Аэрофлот» получила половину этих средств. Кроме того, перевозчикам компенсировали 19.4 млрд руб. за рейсы, отмененные из-за внешних ограничений, и 2.9 млрд руб. распределили между грузовыми авиакомпаниями. В целом в 2022 г., по данным Федерального агентства воздушного транспорта, отечественная авиация получила из бюджета рекордные 172 млрд руб. в виде субсидий.

В 2023 г. правительство выделило 25.3 млрд руб. на поддержку авиоперевозчиков. 12 января Росавиация запустила процесс отбора компаний для предоставления субсидий, выдаваемых на основании количества пассажиро-километров, выполненных на внутренних рейсах. Авиакомпании получают 1.11 руб. за каждый пассажиро-километр. Чтобы соответствовать критериям отбора, перевозчики должны поддерживать ожидаемый пассажирооборот, как минимум, на уровне 90% от показателей аналогичного периода 2022 г., что составляет минимум 22.2 млрд пассажиро-километров от общего пассажирооборота.

Кроме того, для решения проблем российское правительство одобрило программу стимулирования роста авиаци-

онной отрасли до 2030 г. Более 770 млрд руб. выделено на реализацию программы. Средства используют для субсидирования внутренних рейсов и поддержки авиационной отрасли. Задача заключается в умеренном, но значительном ежегодном росте пассажиропотока после существенного падения на 10% по сравнению с 2021 г. Целью программы также является увеличение доли отечественных воздушных судов в парке российских перевозчиков с нынешних 33 до 81%.

Российские авиакомпании уже были поставлены перед необходимостью провести реструктуризацию бизнеса для преодоления критического финансового положения, вызванного внешними факторами, а именно санкциями 2014 г. и пандемией COVID-19 в 2020 г. На данный момент российским авиакомпаниям необходимо справиться с новым витком трудностей, чтобы продолжить деятельность после санкций 2022 г. Исследование концентрируется на определении ключевых вопросов, основных ключевых действий и решений руководства в рамках стратегий реструктуризации, которые разрабатывают и внедряют компании, а также на анализе эффективности таких стратегий и их способности создавать стоимость для финансовых и нефинансовых стейкхолдеров.

Предлагается провести кейсовый анализ двух российских авиакомпаний ООО «Победа» и ПАО «ЮТэйр». У них различные бизнес-модели, поэтому интересно увидеть, какие стратегии реструктуризации компании выберут, и оценить их эффективность. Эти компании также являются одними из немногих крупных российских корпораций, которые продолжают предоставлять информацию медийным агентствам и которые все еще публикуют свою финансовую отчетность несмотря на постановление Правительства Российской Федерации от 18 марта 2022 г. № 395, разрешающее сохранять конфиденциальность финансовой отчетности.

ООО «Победа», основанное в 2014 г. как часть Группы «Аэрофлот», заменило собой низкобюджетного перевозчика «Добролет», прекратившего деятельность из-за западных санкций 2014 г. Авиакомпания постоянно находилась в топ-100 бюджетных перевозчиков мира. На данный момент парк авиакомпании «Победа» состоит из 41 самолета со средним возрастом 2.5 года, а также на 15 января 2023 г. компания заказала еще два самолета.

В то же время ПАО «ЮТэйр» создана в феврале 1967 г., когда из-за высоких темпов нефтегазодобычи и слабо развитого железнодорожного и дорожного сообщения было основано Тюменское управление гражданской авиации. Это привело к быстрому росту производственно-технической базы Тюменского управления гражданской авиации с авиацией в качестве решающего элемента процесса освоения природных ресурсов Западной Сибири. 30 мая 2002 г. авиакомпания приняла название мирового бренда «ЮТэйр», узнаваемого в Азии, Европе, Америке и Африке. На сегодня вертолеты и самолеты «ЮТэйр» работают практически во всех уголках мира.

На данный момент ПАО «ЮТэйр» занимается эксплуатацией, обслуживанием вертолетов и самолетов, обучением персонала и службой обеспечения полетов. В ее парке более 300 вертолетов и 80 самолетов. Сеть маршрутов авиакомпании охватывает более 140 населенных пунктов в России, из них 75 эксклюзивных маршрутов, доступных только клиентам ПАО «ЮТэйр». Чтобы осуществлять прямые перелеты между регионами страны ПАО «ЮТэйр» создало сложную сеть пересадочных узлов в Краснодаре, Сургуте, Тюмени, Уфе и Ханты-Мансийске. Персонал авиакомпании составляет около 4000 человек, а в Группе «ЮТэйр» работает более 8000 сотрудников.

## Анализ ключевых инициатив по реструктуризации

### Кейс ООО «Победа»

Геополитическая ситуация из-за специальной военной операции России на Украине серьезно повлияла на авиационную отрасль, включая ООО «Победа», что привело к существенному снижению пассажиропотока. В 2022 г. пассажиропоток ООО «Победа» значительно уменьшился – на 19% до 11.69 до млн пассажиров. Это снижение оказалось самым существенным из всех авиакомпаний, включая «Аэрофлот» (–4%), S7 Airlines (–10%), Уральские авиалинии (–8%) и «Россию» (часть Группы «Аэрофлот») (–15%).

Можно определить количество проблем, с которыми столкнулось ООО «Победа» и которые оказали отрицательное воздействие на деятельность компании. Во-первых, приостановка работы 11 аэропортов на юге России из-за специальной операции, включая такие крупные, как Краснодар, Ростов-на-Дону, Анапу и Геленджик. Закрытие аэропортов привело к сокращению количества внутренних рейсов и, соответственно, к уменьшению пассажиропотока.

Во-вторых, решение западных стран закрыть воздушное пространство для российских авиакомпаний, которое привело к существенному сокращению международных рейсов ООО «Победа». Авиакомпания прекратила все международные перелеты с 8 марта и возобновила их только в конце 2022 г., сократив количество международных рейсов и пассажиров на 60%, что составило только 1.9 тыс. рейсов и 311 тыс. пассажиров.

В-третьих, на сегодня иностранным компаниям запрещены страхование и обслуживание российских воздушных судов, в результате «Победа» должна обращаться за техническим обслуживанием в российские ремонтные организации. Помимо этого, Европейский союз ввел санкции, целью которых является не допустить использование российскими авиакомпаниями импортированных воздушных судов. Эти ограничения привели к изъятию трех Боингов 737-800, предназначенных для бюджетной авиакомпании за границей. Соответственно, парк авиакомпании уменьшился с 44 до 41 самолета. Снижение интенсивности использования парка воздушных судов является серьезной угрозой деятельности авиакомпаний. В конечном итоге, каждый день простоя воздушного судна приносит компании убытки. Сокращение количества рейсов и объема перевозок снижает выручку авиакомпании. Кроме того, сокращение количества рейсов и их отмена может привести к потере клиентов, которые будут искать альтернативные способы путешествий.

Помимо этого, в ООО «Победа» практически 6 месяцев не было генерального директора, и 9 месяцев – летного директора. Из-за возникших трудностей генеральный директор Андрей Калмыков и летный директор Андрей Тарасов покинули свои посты в ООО «Победа» в начале марта 2022 г. Андрей Калмыков на посту генерального директора сыграл в компании значительную роль, превратив ООО «Победа» в одного из лидирующих бюджетных перевозчиков в России. Под его руководством ООО «Победа» резко увеличило пассажиропоток. Он также отдавал приоритет повышению операционной эффективности, качеству обслуживания клиентов и стандартам безопасности авиакомпании, которые позволили ей занять устойчивую позицию на рынке.

ООО «Победа» не публикует свои годовые или полугодовые отчеты и не имеет Отдела по связям с инвесторами, поэтому анализ ключевых инициатив компании в первую очередь основан на публикациях в СМИ и заявлениях руководства.

Предлагаем изучить инициативы компании по реструктуризации в контексте четырех ранее определенных видов реструктуризации: организационная, финансовая, управленческая и реструктуризация портфеля.

Руководство авиакомпании считает, что ООО «Победа» продолжит непрерывно свою деятельность, поскольку существенная часть его операций связана с внутренним рынком. В ноябре 2022 г. ООО «Победа» приняло решение возобновить полеты из аэропорта «Шереметьево». В этом случае бюджетная авиакомпания сможет предложить более обширную программу полетов по сравнению с аэропортом «Внуково», включающую 25 маршрутов вместо 14. Среди новых маршрутов из «Шереметьево» такие населенные пункты как Киров, Чебоксары, Казань, Владикавказ, Екатеринбург, Нижнекамск, Пермь, Иркутск, Новосибирск, Омск, Уфа, Челябинск, Красноярск, Томск, Барнаул, Астрахань, Махачкала, Нальчик, Ставрополь, Назрань, Сочи, Калининград, Мурманск, Волгоград и Минеральные Воды. ООО «Победа» отметило преимущество аэропорта «Шереметьево» с точки зрения обеспечения быстрой подготовки к обратному рейсу, где это время подготовки составляет 25 минут. Это позволяет бюджетной авиакомпании вести эффективное и своевременное управление полетами, обеспечивая точное соблюдение расписания.

Чтобы свести к минимуму влияние санкций на свои финансовые показатели, компания предпринимает такие меры, как оптимизация сети маршрутов и увеличение летных часов в месяцы наибольшей интенсивности полетов. Кроме того, ООО «Победа» увеличило объем продаж через официальный сайт и мобильное приложение, а также еще сильнее снизило тарифы, хотя это и привело к уменьшению выручки от основного вида деятельности компании. Следует отметить, что ООО «Победа» активно участвует в программе субсидирования, разработанной Правительством России для повышения доступности транспорта и помощи авиакомпаниям преодолеть данный кризис. В 2022 г. ООО «Победа» получило 15.1 млрд руб. в виде субсидий из государственного бюджета. Таким образом, ООО «Победа» привлекает больше клиентов, продавая дешевые билеты, при этом непополненный доход компенсируют субсидии Правительства РФ. Согласно Указу Правительства РФ № 761, минимальное время полета в российские регионы должно составлять 72% от показателей апреля-октября 2021 г. Данное требование для получения субсидий также заставляет ООО «Победа» концентрировать свои усилия на внутренних перевозках.

У авиакомпании есть планы по увеличению частоты рейсов и добавлению новых пунктов назначения. После снятия части самолетов с регистрации в реестре Бермудских островов ООО «Победа» получило частичный доступ к международному рынку. В рамках своей стратегии авиакомпания планирует расширить деятельность в Центральной Азии, в особенности в Узбекистане. Не так давно компания также начала продажу билетов на рейсы в Армению, ОАЭ, также накануне сезона летних отпусков стали продаваться авиабилеты на некоторые курорты Турции.

16 августа 2022 г. Дмитрий Тыщук, ранее занимавший пост первого заместителя генерального директора ОАО «Аврора», был назначен генеральным директором авиакомпании «Победа». Свою должность в авиакомпании «Аврора» он занимал с 2013 г. В течение этого срока он играл ведущую роль в увеличении объема пассажирских перевозок и в разработке новых маршрутов на Дальнем Востоке. Кроме того, ООО «Победа» нашло достойную замену покинувшему свой пост летному директору. Константин Тарасов, обладающий

обширным опытом в авиационной отрасли, стал новым летным директором. До этого Тарасов занимал руководящие должности в «Райанэйр» (Ryanair) – одной из крупнейших бюджетных авиакомпаний Европы. Таким образом, в стратегию реструктуризации ООО «Победа» после санкций входят операционные и управленческие инициативы, которые должны способствовать преодолению трудностей, возникших в этой ситуации у компании, а также достижению амбициозных целей по увеличению пассажиропотока до 13 млн человек в 2023 г., что на 11% больше показателя 2022 г. в 11.7 млн пассажиров.

С точки зрения операционной реструктуризации ООО «Победа» сосредоточилось на внутреннем рынке и увеличило количество внутренних перелетов несмотря на сокращение количества самолетов. После снятия своих самолетов с регистрации в реестре Бермудских островов «Победа» получила доступ на международный рынок, оптимизировала свою сеть маршрутов, увеличила количество летных часов в месяцы наибольшей интенсивности полетов, снизила тарифы и повысила продажи через официальный сайт и мобильное приложение, чтобы смягчить отрицательное воздействие санкций.

Поскольку «Победа» входит в Группу «Аэрофлот» и, согласно ее бухгалтерскому балансу, не имеет собственных долгов, по которым выплачиваются проценты, она не предпринимает мер, направленных на финансовую реструктуризацию. Можно предположить, что материнская компания «Аэрофлот» накапливает задолженность на своем балансе, а затем распределяет ее финансирование среди дочерних предприятий.

С точки зрения управленческой реструктуризации имеется новая опытная команда топ-менеджеров, включая нового генерального директора и летного директора, которая будет управлять компанией и осуществлять реструктуризацию с целью преодоления существующих операционных трудностей.

Реструктуризация портфеля не проводится, поскольку несмотря на то что «Победа» – очень крупная компания, она является дочерним предприятием «Аэрофлота». В свою очередь Группа «Аэрофлот» не планирует диверсифицировать свой бизнес, в котором ООО «Победа» занимает место бюджетной авиакомпании.

#### **Кейс ПАО «ЮТэйр»**

С началом специальной военной операции ПАО «ЮТэйр», так же, как и другие российские авиакомпании, столкнулось с рядом трудностей. Согласно данным Федерального агентства воздушного транспорта, общий пассажирооборот ПАО «ЮТэйр» на внутренних рейсах, включая субсидируемые полеты, с апреля по сентябрь 2022 г. составлял 57% от показателя за те же месяцы 2021 г., что было равно 4.35 млрд пассажиро-километров по сравнению с 6.886 млрд. Для сравнения в малом авиационном сегменте, являющемся дочерним предприятием ПАО «ЮТэйр», наблюдалось снижение лишь на 13.5%, но здесь пассажирооборот составлял 31.5 млн пассажиро-километров. Несмотря на то что данные по вертолетному сегменту отсутствуют, согласно имеющимся сведениям, пассажиропоток в нем незначительный. С апреля по октябрь авиакомпания достигла примерно 90 млрд пассажиро-километров.

Необходимо отметить, что ПАО «ЮТэйр» столкнулось практически с теми же трудностями, что и ООО «Победа». В марте 2022 г. генеральный директор «ЮТэйр» Андрей Мартиросов заметил, что в настоящее время российская гражданская авиация переживает уникальный этап. Он сказал,

что введенные против отрасли санкции оказали существенное влияние на географию полетов, объем воздушных перевозок, наличие самолетов и запчастей для них, сопровождаемое значительным сокращением всего вышеперечисленного в настоящее время и в будущем. В 2022 г. ПАО «ЮТэйр» столкнулось с ситуацией, похожей на кризис снижения количества полетов, охвативший сферу воздушных перевозок во время первой волны пандемии COVID-19 в 2020 г. Тем не менее несмотря на сложные обстоятельства руководство «ЮТэйр» уверило своих работников, что им не сократят рабочие часы. Кроме того, руководство обещало сохранить все выплаты, оговоренные в коллективном трудовом договоре и трудовых договорах, а также обеспечить их своевременность. Помимо этого, в ходе встречи с губернатором Югры Натальей Комаровой генеральный директор ПАО «ЮТэйр» заявил, что авиакомпания стремится увеличить количество сотрудников и в 2023 г. добиться стабильных показателей операционной деятельности.

ПАО «ЮТэйр» также разрабатывает свою сеть маршрутов. В отличие от ООО «Победа» компания активно работает и над новыми внутренними, и над международными маршрутами. ПАО «ЮТэйр» было одной из первых компаний, увеличивших количество международных рейсов после санкций. Авиакомпания выкупила 27 самолетов у лизингодателей и сняла их с регистрации в реестре Бермудских островов. В 2022 г. компания открыла 16 новых рейсов, включая международные перелеты в Азербайджан, Турцию, Узбекистан, Казахстан, Дубай. Международные перелеты показали рост в 3.6 раза до 1.905 млрд пассажиро-километров.

В своем пресс-релизе компания указывает, что в 2023 г. будет заниматься расширением своей программы полетов в Ханты-Мансийском автономном округе, открыв 15 новых маршрутов и увеличив количество рейсов на уже существующих маршрутах. На данный момент программа включает в себя 56 пунктов назначения, что на 20% больше, чем в предыдущем сезоне. Теперь она соединяет города внутри региона, а также сам регион с другими регионами и странами, такими как Азербайджан, Армения, Казахстан, Кыргызстан, Таджикистан и Узбекистан. Большинство рейсов внутренние, однако авиакомпания также увеличивает количество рейсов из Ханты-Мансийска на международных направлениях, например, в Алматы, Баку, Бишкек, Ереван, Ош, Ташкент, Фергану и Худжанд. Среди новых маршрутов зимней программы внутри России рейсы из Ханты-Мансийска в Челябинск, из Когалыма в Пермь, из Нижневартовска и Нягани в Екатеринбург, из Сургута в Горно-Алтайск, Новокузнецк, Челябинск.

С апреля по октябрь 2022 г., как и ООО «Победа», ПАО «ЮТэйр» должна была получить 6.9 млрд руб. субсидий от Федерального агентства воздушного транспорта, а дочерние предприятия, занимающиеся малыми объемами перевозок самолетами и вертолетами – еще 32 млн и 4.7 млрд руб. соответственно. Однако в сентябре Федеральное агентство воздушного транспорта сократило финансирование на 2.3 млрд руб. и распределило эти средства среди других авиакомпаний. Несмотря на увеличение международного пассажирооборота практически на 300% «ЮТэйр» не соответствовала критериям, поскольку ее пассажирооборот в Российской Федерации не достиг даже 60% от показателя 2021 г., при этом минимальный процент составлял 72%. Тем не менее компания получила большую часть остальной суммы в 4.6 млрд руб., и Федеральное агентство воздушного транспорта не потребовало от нее вернуть эти «антисанкционные» субсидии несмотря на то, что в апреле-октябре этот авиаперевозчик показал результат менее 60% от цифр 2021 г. внутри страны и увеличил рейсы за границу в 3.6 раза.

Наконец, ПАО «ЮТэйр» после годового простоя возобновило полеты на четырех Боингах-737, которые были выведены из эксплуатации в марте прошлого года по требованию иностранных лизинговых компаний. До начала российской военной операции на Украине в феврале прошлого года парк воздушных судов «ЮТэйр» состоял из 59 самолетов, но из-за международных санкций и приостановки авиационными органами власти Бермудских островов действия сертификатов летной годности воздушных судов компания была вынуждена перевести 50 самолетов из 59 в российский реестр, в котором зарегистрировала большинство импортированных самолетов российских компаний. Оставшиеся девять Боингов 737-800 пришлось вывести из эксплуатации, поскольку они были получены в операционный лизинг от иностранных компаний, и ПАО «ЮТэйр» не смогло их выкупить, как планировалось. Ранее компания планировала приобрести остальные девять Боингов 737-800, чтобы эксплуатировать их и сохранить свою репутацию надежного клиента, но на настоящий момент лишь четыре из них приобретены и вернулись в эксплуатацию.

В заключение в стратегию реструктуризации ПАО «ЮТэйр» после санкций входят операционные инициативы, которые должны помочь компании преодолеть трудности, с которыми она столкнулась, и поддержать планы роста в 2023 г.

С точки зрения операционной реструктуризации компания пересмотрела приоритеты и начала разрабатывать международные направления. В то же время она продолжила открывать новые рейсы в России, наращивать вертолетные перевозки в Сибири и на Урале. Необходимо также отметить работу руководства компании, благодаря которой в результате переговоров находящиеся в лизинге самолеты были выкуплены и зарегистрированы на территории Российской Федерации.

Действий по управленческой реструктуризации не наблюдается, потому что все руководители высшего звена остались на своих постах. Компания не проводила финансовую реструктуризацию, поскольку демонстрирует довольно стабильное финансовое положение.

Реструктуризация портфеля также не осуществлялась, поскольку компания не выразила намерения реструктурировать другие свои бизнес-подразделения, такие как подразделение вертолетов или подразделение малой авиации.

## **Сравнительный анализ создания стоимости для стейкхолдеров путем реструктуризации бизнеса российских авиакомпаний**

### **Бухгалтерский метод**

Чтобы оценить эффективность стратегий реструктуризации компаний, предлагаем использовать как традиционные показатели, основанные на данных бухгалтерского учета, – отношения и коэффициенты, так и метрики более современного метода управления стоимостью бизнеса (VBM). Как упоминалось ранее, применение метода, основанного на коэффициентах и метриках, полученных из финансовой отчетности, необходимо не только для краткого анализа эффективности стратегий реструктуризации, но и для сравнения результатов такого метода с разработками более всеобъемлющего метода управления стоимостью бизнеса.

Основными источниками поиска данных стали системы Bloomberg и Thomson Reuters, финансовая и нефинансовая отчетность компаний, а также другая информация в публичном доступе, предоставляемая компаниями, которые мы изу-

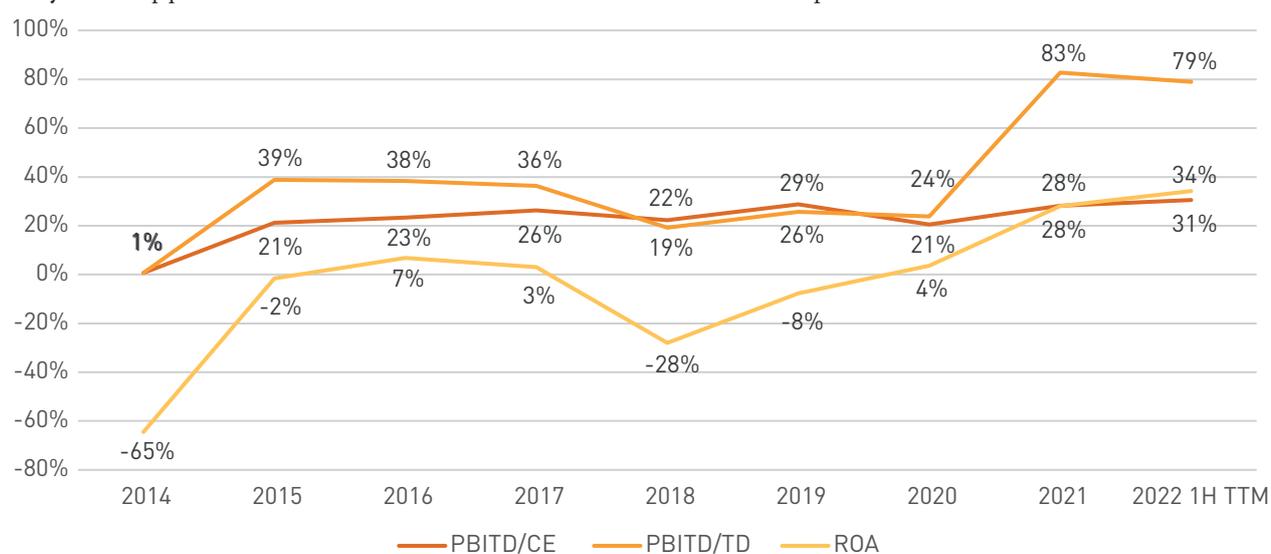
чаем. Для расчета бухгалтерских метрик ПАО «ЮТэйр» мы используем данные из сводной отчетности согласно МСФО за период с 2014 г. до последнего периода, по которому предоставлена отчетность, а именно до первой половины 2022 г. Соответственно по ООО «Победа» мы используем данные, взятые из отчетности согласно РСБУ с 2014 по 2022 г.

Во-первых, сравним рентабельность ПАО «ЮТэйр» и ООО «Победа» относительно долгосрочного капитала, привлеченного для ведения деятельности, и эффективности задействованных активов. Предлагаем использовать РВITD/CE, РВITD/TD и ROA. Анализ эффективности деятельности ПАО «ЮТэйр» говорит о том, что после 2014 г. компания прошла заметный процесс восстановления, потом в 2018 г. ее показатели опять упали на фоне ухудшения финансового положения, а затем снова началось постепенное восстановление с ускорением в период, последовавший за восстановлением от последствий COVID-19. Следует отметить, что с 2018 по 2020 г. показатели РВITD/CE, РВITD/TD находились практически на одном уровне, а это свидетельствует о том, что компания действительно работает за счет кредиторов. Ситуация изменилась в 2021 г. после завершения финансовой реструктуризации.

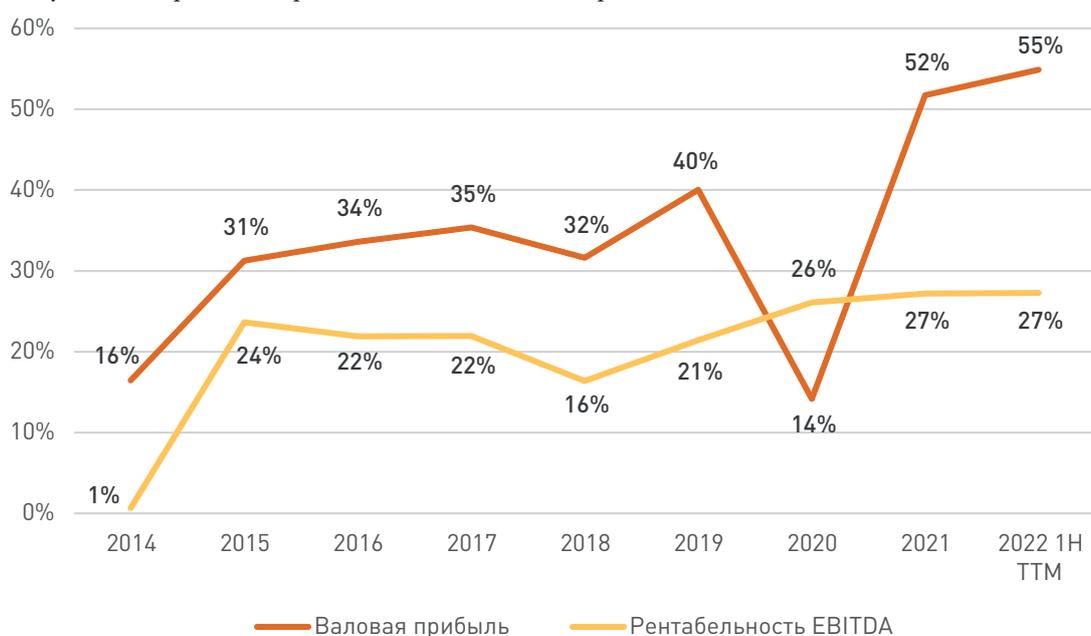
Следует отметить, что после кризисов 2020 и 2022 гг. компания сохраняет относительную стабильность: наблюдается небольшое отклонение в РВITD/TD и рост ROA (Рисунок 1).

Однако в случае с ООО «Победа» рекомендуется исключить из анализа показатель РВITD/TD. Согласно отчетности в соответствии с РСБУ (Российские стандарты бухгалтерского учета), «Победа» не имеет процентных ссуд или займов. Это может быть обусловлено ее принадлежностью к Группе компаний «Аэрофлот», в которой, вероятно, присутствуют механизмы перераспределения финансирования внутри группы. Поэтому при оценке ООО «Победа» более уместно рассмотреть показатели РВITD/CE (прибыль до уплаты процентов, налогов, износа и амортизации к задействованному капиталу) и ROA (рентабельность активов). Изучение данных показателей выявило более слабую общую тенденцию ООО «Победа». Компания провела ощутимое восстановление после кризиса 2014 г., но в последние шесть лет показала заметный спад. С точки зрения рентабельности задействованного капитала и эффективности активов, «Победа» приняла серьезные меры, чтобы восстановиться после кризиса 2020 г. В то время как околонулевые темпы роста могут свидетельствовать о некоторой устойчивости к последствиям кризиса 2022 г., показатели финансовой эффективности остаются более слабыми по сравнению с ПАО «ЮТэйр».

Чтобы оценить операционную рентабельность, мы изучим валовую прибыль и рентабельность по EBITDA. Рассматривая динамику операционной маржи ПАО «ЮТэйр» (Рисунок 2), можно увидеть резкое восстановление после COVID-19 и относительно стабильные результаты деятельности в первой половине 2022 г.

**Рисунок 1.** Эффективность использования активов и капитала ПАО «ЮТэйр»

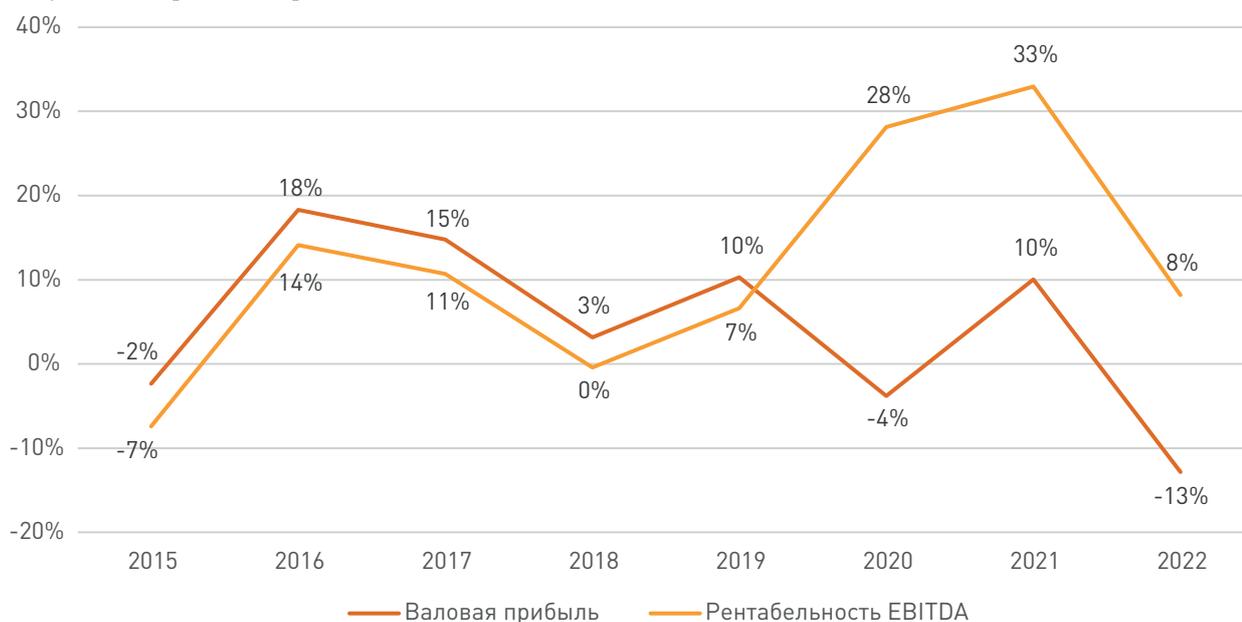
Источник: расчеты авторов.

**Рисунок 2.** Операционная рентабельность ПАО «ЮТэйр»

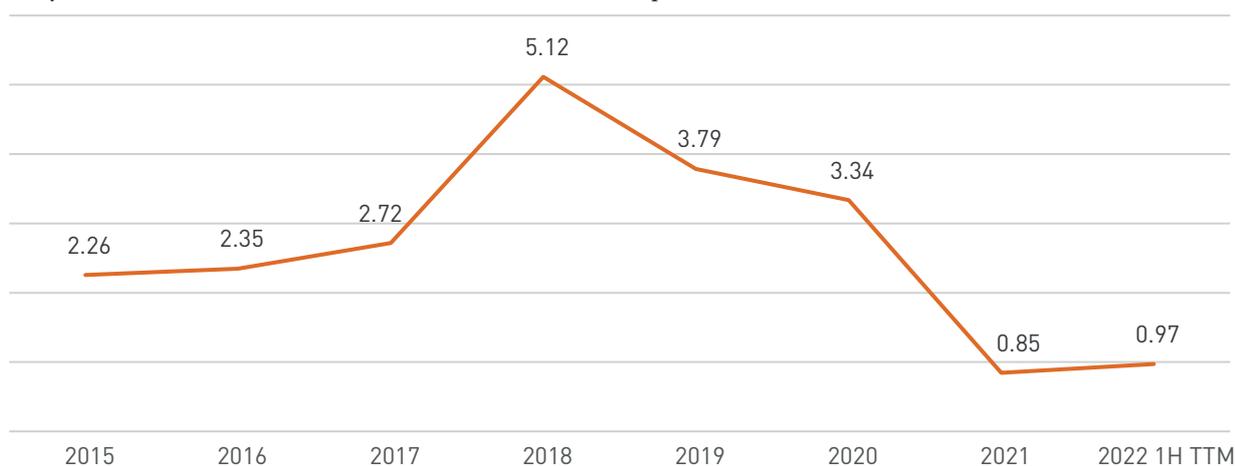
Источник: расчеты авторов.

Валовая прибыль превышает 50%, а рентабельность EBITDA выше 25%. Компания демонстрирует относительную стабильность бизнес-модели с точки зрения рентабельности продаж. В свою очередь рентабельность российского бюджетного перевозчика ООО «Победа» показывает суще-

ственный спад более чем на 20 процентных пунктов с точки зрения валовой прибыли и рентабельности EBITDA. Низкий финансовый потенциал компании привел ее к отрицательной валовой прибыли в 2022 г. (Рисунок 3).

**Рисунок 3.** Операционная рентабельность ООО «Победа»

Источник: расчеты авторов.

**Рисунок 4.** Отношение чистого долга к EBITDA ПАО «ЮТэйр».

Источник: расчеты авторов.

Наконец, мы оценим долговую нагрузку компании и вероятность банкротства до кризиса 2022 г. и на последнюю дату, по которой доступна информация. Нет возможности рассчитать метрики долговой нагрузки для ООО «Победа», потому что это компания с нулевым долгом, не имеющая, согласно отчетности по РСБУ, ни долгосрочной, ни краткосрочной задолженности. Тем не менее можно рассчитать отношение чистого долга к EBITDA и коэффициенты финансового рычага для ПАО «ЮТэйр» (Рисунок 4). Наблюдается постоянное сокращение долговой нагрузки компании после пиковых показателей 2018 г. в результате привлечения кредитного рычага для преодоления сложных экономической обстановки. Финансовая реструктуризация, полностью завершённая компанией в 2021 г., способствовала серьёзному сокращению задолженности. Следует отметить, что компания не увеличивает долг в условиях жесткого санкционно-

го давления 2022 г. Расчет финансового рычага не позволит получить дополнительную информацию о долговой нагрузке компании, потому что из-за существенного накопленного убытка во многих периодах знаменатель имеет отрицательное значение.

После рассмотрения эффективности антикризисных стратегий реструктуризации, реализованных российскими авиакомпаниями ПАО «ЮТэйр» и ООО «Победа» в 2022 г. с точки зрения анализа ключевых бухгалтерских показателей, можно сделать два основных вывода:

- исторически эффективность финансовых показателей ПАО «ЮТэйр» выглядит более внушительно, чем у ООО «Победа». Это относится как к показателям эффективности использования долгосрочного капитала и активов, так и к операционной рентабельности;

- эффективность деятельности ПАО «ЮТэйр» с точки зрения бухгалтерских показателей демонстрирует большую устойчивость к воздействию кризиса 2022 г., начавшегося из-за внешнего санкционного давления, чем эффективность деятельности ООО «Победа». Согласно результатам первой половины 2022 г., ПАО «ЮТэйр» показывает небольшое уменьшение в эффективности задействованного капитала и спад операционной рентабельности на фоне небольшого роста финансового рычага.

#### Метод управления стоимостью бизнеса (VBM)

На втором этапе оценки эффективности стратегий реструктуризации предлагаем прибегнуть к более совершенным метрикам финансового анализа, которые принимают во внимание концепцию требуемой доходности и отражают рост или снижение внутренней стоимости компании. Согласно методу управления стоимостью бизнеса, предлагаем рассчитать EVA (экономическая добавленная стоимость), чтобы определить, создает ли компания дополнительный доход от инвестированного капитала.

При анализе ПАО «ЮТэйр» становится очевидно, что с 2014 г. показатель EVA демонстрировал устойчивую нисхо-

дящую тенденцию, что говорит о непрерывном снижении внутренней стоимости компании. Показатель EVA неизменно имел отрицательные значения практически каждый год. Положительные значения наблюдались только в 2019 г. после существенного уменьшения стоимости долга и в первой половине 2022 г. Следует отметить, что в 2018 г. произошло значительное падение EVA в результате невыполнения долговых обязательств.

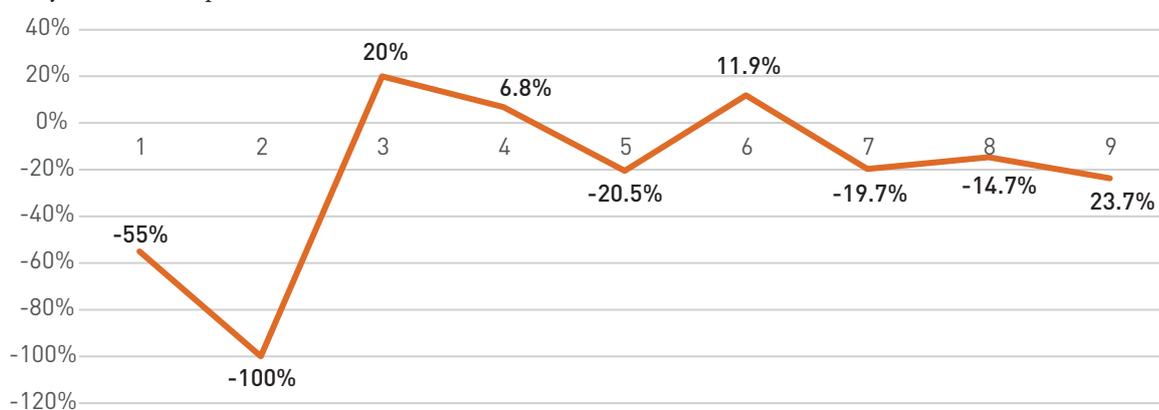
Динамика EVA позволяет оценить эффективность деятельности ПАО «ЮТэйр» с другой стороны (Рисунок 5). Наблюдается резкое снижение EVA спреда в 2018 г. и серьезное восстановление. Положительный спред подтверждает эффективность финансовой реструктуризации, начатой в 2019 г. Основными бенефициарами являются акционеры компании. Как упомянуто выше, реструктуризация завершилась списанием существенной суммы задолженности, поэтому нельзя утверждать, что реструктуризация была также эффективна для кредиторов компании. В 2020 г. произошел очередной спад спреда EVA из-за пандемии, за которым вновь последовало восстановление. Следует отметить, что несмотря на тяжесть санкций и запретов, введенных западными регуляторами в 2022 г., ПАО «ЮТэйр» смогло создать стоимость для акционеров ( $EVA > 0$  в 2022 г., первая половина).

Рисунок 5. EVA спред ПАО «ЮТэйр»

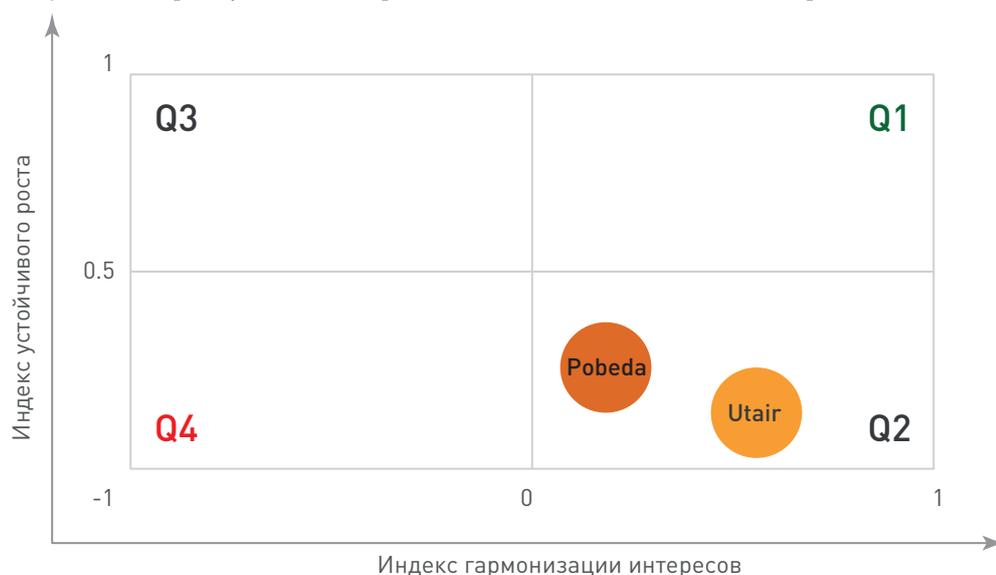


Источник: расчеты авторов.

Рисунок 6. EVA спред ООО «Победа»



Источник: расчеты авторов.

**Рисунок 7.** Матрица устойчивости роста для ООО «Победа» и ПАО «ЮТэйр»

Источник: расчеты авторов.

Финансовые показатели эффективности ООО «Победа», рассчитанные на основе бухгалтерского метода, эффективность на основе метода управления стоимостью бизнеса ниже, чем у ПАО «ЮТэйр». До 2019 г. наблюдается околонулевая динамика кумулятивной EVA, однако в 2020 г. ситуация сильно изменилась. Произошло резкое падение EVA. По всей видимости, эффективность операционной деятельности серьезно ухудшилась. Частично это верно, но необходимо отметить, что фактически такое резкое ухудшение в основном связано с существенным увеличением инвестированного капитала в 2020 г. по сравнению с 2019 г. и ранее. В любом случае можно говорить о факте снижения стоимости компании для финансовых стейкхолдеров, а именно для материнской компании «Аэрофлот», которой принадлежит 100% ООО «Победа».

Чтобы более подробно понять способность ООО «Победа» создавать стоимость для финансовых стейкхолдеров, предлагаем рассмотреть показатель EVA спред (Рисунок 6).

Получено убедительное доказательство того, что ООО «Победа» не создавало экономическую стоимость со времен кризиса 2020 г. В 2021 г. была предпринята попытка исправить ситуацию: EVA спред вырос на 5 процентных пунктов, но остался отрицательным. В 2022 г. снижение внутренней стоимости повторилось, что не позволяет сделать вывод о высокой эффективности стратегии реструктуризации компании.

## Матрица устойчивости роста

Для проведения сравнительного анализа создания стоимости для стейкхолдеров путем реструктуризации бизнеса в российских авиакомпаниях предлагается построить матрицу устойчивости роста с двумя компонентами: индекс гармонизации интересов (ИГИ) и индекс устойчивого роста (SGI).

Индекс гармонизации интересов измеряет изменения, возникающие в результате действий и решений, принятых в рамках стратегической альтернативы, чтобы отвечать интересам ключевых стейкхолдеров. Предлагается оценить основные действия и решения, принятые руководством компаний, чтобы преодолеть трудности и нестабильность во время кризиса 2022 г. Согласно анализу ключевых инициатив в рамках стратегий реструктуризации компаний, Индекс гармонизации интересов для ООО «Победа» составляет 0.22, для ПАО «ЮТэйр» – 0.42, а это означает, что ПАО «ЮТэйр» более ориентировано на учет интересов как финансовых, так и нефинансовых стейкхолдеров. Можно предположить, что ПАО «ЮТэйр» находится в более выгодном положении для обеспечения роста внутренней стоимости компании. Отсутствие конфликта интересов между менеджментом и стейкхолдерами является необходимым условием для достижения компанией долгосрочного устойчивого развития.

Принимая во внимание индекс гармонизации интересов и индекс устойчивого роста, предлагаем построить матрицу устойчивости роста.

На основании анализа матрицы видно, что и ООО «Победа», и ПАО «ЮТэйр» расположены в квадранте Q2, а это означает, что в большинстве периодов компании не получили существенной экономической отдачи на инвестированный капитал. Тем не менее стратегия роста, которой следуют данные фирмы, не оказывает отрицательного влияния на гармонию интересов стратегических нефинансовых стейкхолдеров. Квадрант, в котором находятся компании, указывает на то, что они потенциально способны приносить положительную экономическую прибыль благодаря стабильным взаимоотношениям и отсутствию конфликта интересов с нефинансовыми стейкхолдерами.

Тем не менее несмотря на то, что у ПАО «ЮТэйр» значение индекса устойчивого роста более низкое, компания показывает положительную динамику по сравнению с ООО «Победа». Учитывая, что ее стратегия реструктуризации больше ориентирована на принятие в расчет интересов всех основных стейкхолдеров, можно предположить, что ПАО «ЮТэйр» обладает хорошей возможностью достичь устойчивого развития после окончания периода нестабильности.

## Вывод

В рамках настоящего исследования решена прикладная задача определения основных трудностей, с которыми сталкиваются российские авиакомпании после введения санкций 2022 г., и оценена эффективность стратегий реструктуризации, реализованных российскими авиакомпаниями с точки зрения создания стоимости как для финансовых, так и для нефинансовых стейкхолдеров.

В результате исследования можно отметить следующие выводы:

- 1) В исследовании рассмотрены основные характеристики финансовых затруднений, с которыми столкнулись российские авиакомпании из-за санкций, введенных в 2014 г. Также проанализированы последующие меры по устранению негативных последствий внешних шоков.
- 2) Предложено применить новый метод оценки эффективности реструктуризации бизнеса, основной целью которого является анализ эффективности реструктуризации путем создания внутренней стоимости компании как для финансовых, так и для нефинансовых стейкхолдеров.
- 3) В исследовании проанализированы кейсы реструктуризации авиакомпаний на развивающемся российском рынке после введения санкций 2022 г. Выявлены основные трудности, вызванные западными ограничениями, определены меры, предпринятые руководством для стабилизации ситуации, и оценена эффективность данных стратегий с точки зрения создания стоимости для стейкхолдеров.

При помощи метода оценки эффективности стратегий реструктуризации на основании расчета общепринятых бухгалтерских коэффициентов выявлено, что ПАО «ЮТэйр» показало большую устойчивость к санкциям 2022 г. по сравнению с ООО «Победа». Это подтверждают более сильные финансовые показатели деятельности, включая эффективное использование долгосрочного капитала и активов, а также более высокая операционная рентабельность.

Кроме того, оценка эффективности стратегий реструктуризации при помощи метрик VBM продемонстрировала, что показатели финансовой деятельности ООО «Победа» были ниже, чем у ПАО «ЮТэйр». ООО «Победа» не создавало внутреннюю стоимость со времен кризиса 2020 г., и несмотря на попытки улучшить ситуацию в 2021 г. в 2022 г. наблюдалось падение внутренней стоимости. И наоборот, несмотря на тяжесть санкций 2022 г. и нормативные ограничения, введенные западными учреждениями, ПАО «ЮТэйр» удалось создать экономическую стоимость для своих стейкхолдеров в первой половине 2022 г.

Чтобы оценить, помогли ли стратегии реструктуризации российских авиакомпаний создать стоимость как для финансовых, так и для нефинансовых стейкхолдеров, постро-

ена матрица устойчивости роста. Результаты анализа говорят о том, что у ПАО «ЮТэйр» есть возможность достижения устойчивого роста после окончания периода нестабильности, поскольку стратегия реструктуризации компании принимает во внимание интересы всех основных стейкхолдеров. В то время как ООО «Победа» и ПАО «ЮТэйр» стараются соблюдать интересы стейкхолдеров, негативная тенденция ООО «Победа» при создании внутренней стоимости для финансовых стейкхолдеров может говорить о том, что стратегия реструктуризации компании менее эффективна, чем у ПАО «ЮТэйр».

## Список литературы

1. Hotchkiss E.S., John K., Mooradian R.M., et al. Chapter 14 - Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress. *Handbook of empirical corporate finance*. 2008;2:235-287. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50006-8>
2. Hopkins M. What is corporate social responsibility all about? *Journal of Public Affairs: An International Journal*. 2006;6(3-4):298-306. <https://doi.org/10.1002/pa.238>
3. Bibault D. B. Corporate Turnaround: *How Managers Turn Losers into Winners* –1982. – Vol. 38, No. 1 – С. 10+77-78.
4. Hatipoglu E., Peksen D. Economic sanctions and banking crises in target economies. *Defence and Peace Economics*. 2018;29(2):171-189. <https://doi.org/10.1080/10242694.2016.1245811>
5. Eisdorfer A., Hsu P.H. Innovate to survive: The effect of technology competition on corporate bankruptcy. *Financial Management*. 2011;40(4):1087-1117. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2011.01172.x>
6. Gilson S.C., John K., Lang L.H.P. Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default. *Journal of financial economics*. 1990;27(2):315-353. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90059-9](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90059-9)
7. Hotchkiss E.S. Postbankruptcy performance and management turnover. *The Journal of Finance*. 1995;50(1):3-21. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05165.x>
8. Alderson M.J., Betker B.L. Assessing post-bankruptcy performance: An analysis of reorganized firms' cash flows. *Financial Management*. 1999;28(2):68-82. <https://doi.org/10.2307/3666196>
9. Forte S., Peña J.I. Debt refinancing and credit risk. *The Spanish Review of Financial Economics*. 2011;9(1):1-10. <https://doi.org/10.1016/j.srfe.2010.10.001>
10. Bowman E.H., Singh H. Corporate restructuring: Reconfiguring the firm. *Strategic Management Journal*. 1993;14(S1):5-14. <https://doi.org/10.1002/smj.4250140903>

11. Hofer C.W. Turnaround strategies. *Journal of business strategy*. 1980;1(1):19-31. <https://doi.org/10.1108/eb038886>
12. Brickley J., Smith C., Zimmerman J. Transfer pricing and the control of internal corporate transactions. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2020;32(1):120-127. <https://doi.org/10.1111/jacf.12393>
13. Kraemer Jr H.M., Mauboussin M.J., Rappaport A. A CEO's Playbook for Creating Long-Term Value: Ten Essential Resource Allocation Practices. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2020;32(3):108-117. <https://doi.org/10.1111/jacf.12423>
14. John K., Lang L.H.P., Netter J. The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline. *The Journal of Finance*. 1992;47(3):891-917. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb03999.x>
15. John K. Managing financial distress and valuing distressed securities: A survey and a research agenda. *Financial Management*. 1993;22(3):60-78.
16. Dial J., Murphy K.J. Downsizing and Value Creation at General Dynamics: A PE-Like Solution for Industries That Must Shrink. *Applied Corporate Finance*. 2021;33(3):114-124. <https://doi.org/10.1111/jacf.12468>
17. Denis D.J., Kruse T.A. Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines. *Journal of financial economics*. 2000;55(3):391-424. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00055-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00055-0)
18. Denis D.K., Shome D.K. An empirical investigation of corporate asset downsizing. *Journal of Corporate Finance*. 2005;11(3):427-448. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2004.04.003>
19. Hakkala K. Corporate restructuring and labor productivity growth. *Industrial and Corporate Change*. 2006;15(4):683-714. <https://doi.org/10.1093/icc/dtl015>
20. Markides C.C. Diversification, restructuring and economic performance. *Strategic management journal*. 1995;16(2):101-118. <https://doi.org/10.1002/smj.4250160203>
21. Milano G.V., Whately R., Tomlinson B., et al. A Deeper Look at the Return on Purpose: Before and During a Crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*. 2021;33(2):95-111. <https://doi.org/10.1111/jacf.12460>
22. Barker III V.L., Patterson Jr P.W., Mueller G.C. Organizational causes and strategic consequences of the extent of top management team replacement during turnaround attempts. *Journal of management Studies*. 2001;38(2):235-270. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00235>
23. Mueller G.C., Barker III V.L. Upper echelons and board characteristics of turnaround and nonturnaround declining firms. *Journal of Business Research*. 1997;39(2):119-134. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(96\)00147-6](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(96)00147-6)
24. Elloumi F., Gueyié J.P. Financial distress and corporate governance: an empirical analysis. *Corporate Governance*. 2001;1(1):15-23. <https://doi.org/10.1108/14720700110389548>
25. Slatter S. S. P. The impact of crisis on managerial behavior // *Business Horizons*. – 1984. – Vol. 27. – No. 3. – P. 65-68.
26. Pandit N.R. Some recommendations for improved research on corporate turnaround. *M@n@gement*. 2000;3(3):31-56.
27. Eberhart A.C., Altman E.I., Aggarwal R. The equity performance of firms emerging from bankruptcy. *The Journal of Finance*. 1999;54(5):1855-1868. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00169>
28. Franzen L.A., Rodgers K.J., Simin T.T. Measuring distress risk: The effect of R&D intensity. *The Journal of Finance*. 2007;62(6):2931-2967. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01297.x>
29. Zimmerman B. J. A social cognitive view of self-regulated academic learning. *Journal of educational psychology*. 1989;81(3):329-339. <https://doi.org/10.1037/0022-0663.81.3.329>
30. Acharya V.V., Subramanian K.V. Bankruptcy codes and innovation. *The Review of Financial Studies*. 2009;22(12):4949-4988. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp019>
31. Love E.G., Kraatz M. Character, conformity, or the bottom line? How and why downsizing affected corporate reputation. *Academy of management Journal*. 2009;52(2):314-335. <https://doi.org/10.5465/amj.2009.37308247>
32. Sudarsanam S., Lai J. Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management*. 2001;12(3):183-199. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00193>
33. Berman S.L., Wicks A.C., Kotha S., et al. Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance. *Academy of Management journal*. 1999;42(5):488-506. <https://doi.org/10.2307/256972>
34. Perrini F., Tencati A. Sustainability and stakeholder management: the need for new corporate performance evaluation and reporting systems. *Business strategy and the environment*. 2006;15(5):296-308. <https://doi.org/10.1002/bse.538>

35. Ivashkovskaya I.V. Strategic monitoring of value creation for all stakeholders of the company. *Finansy: teoriya i praktika*. = *Finance: theory and practice*. 2008;(3):69-85. (In Russ.)
36. Ivashkovskaya I. Assessing the sustainability of the company's growth: the stakeholder approach. *Finansy i kredit* = *Finance and Credit*. 2010;16(43):14-18. (In Russ.)

**Вклад авторов:** в настоящую статью авторы внесли равный вклад.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 10.10.2023; одобрена после рецензирования 12.11.2023; принята для публикации 05.12.2023.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.78-92>

JEL classification: G30, G32



# Оценка влияния результативности практик инклюзивного роста на финансовые показатели и стоимость металлургических компаний

**Евгения Наумова** ✉финансовый директор Virazh LLC, Москва, Россия,  
e.b.naumova@gmail.com, [ORCID](#)**Глеб Силкин**старший аналитик Департамента структурированных продуктов и структурирования, ВТБ, Москва, Россия,  
silkin\_gleb@yahoo.com, [ORCID](#)

## Аннотация

В статье рассматриваются практики инклюзивного роста, применяемые в металлургических компаниях, и оценивается их влияние на финансовые показатели и стоимость компании. Анализ данных 102 крупнейших компаний металлургической отрасли в период с 2016 по 2021 г. показал, что сокращение выбросов парниковых газов, улучшение качества воздуха, переработка отходов, выстраивание инклюзивной цепочки поставок, соблюдение прав человека и выстраивание отношений с обществом в местах присутствия компании положительно влияют на ее финансовые показатели и стоимость. Результаты исследования могут быть использованы топ-менеджерами металлургических компаний для формирования стратегии инклюзивного роста, отвечающей целям всех заинтересованных сторон, которая позволит улучшить финансовые показатели и способствовать росту стоимости компании.

**Ключевые слова:** устойчивое развитие, инклюзивный рост, металлургия, экологические практики, социальные практики, практики человеческого капитала, бизнес-модель и инновации, управленческие практики, финансовые показатели, стоимость компании

**Цитирование:** Naumova E., Silkin G. (2023) How Do Inclusive Growth Practices Affect Financial Performance and the Value of Metallurgy Companies? *Journal of Corporate Finance Research*. 17(4): 78-92. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.78-92>

## Введение

В последние десятилетия компании все больше внимания уделяют ESG-повестке (экологическим, социальным и управленческим факторам), устойчивому развитию и инклюзивному росту, обеспечивающему повышение качества жизни и равенство возможностей для всех групп населения. Инвесторы все чаще при принятии инвестиционных решений обращают внимание на ESG-рейтинги компаний, а рынок ESG-финансирования ежегодно растет [1]. Согласно исследованию McKinsey, компании, которые улучшали свои ESG-рейтинги, превосходили конкурентов по *совокупной акционерной доходности* (Total shareholder return, TSR) в период с 2017 по 2021 г. [2], а по другим исследованиям также по *показателю относительного TSR* (RTSR; далее – PREMIUM), который рассчитывается как отклонение совокупной акционерной доходности от среднего показателя (вычисленного таким же образом и в том же периоде) в отрасли, *показателю рентабельности активов* (Return on assets, ROA), отражающему эффективность деятельности компании, и *показателю общего социального воздействия* (Total Societal Impact, TSI) [см., например, 3].

В данном исследовании практики инклюзивного роста рассматриваются на примере металлургической отрасли, являющейся, с одной стороны, драйвером для машиностроения и строительства, а с другой – одним из основных секторов, оказывающих негативное воздействие на окружающую среду. Так, в 2021 г. около 8% от общего объема выбросов парниковых газов приходилось на металлургию [4].

Цель исследования заключается в оценке влияния эффективности различных практик инклюзивного роста на финансовые показатели и стоимость металлургических компаний.

Для достижения поставленной цели необходимо:

- выделить приоритетные практики инклюзивного роста для металлургических компаний;
- провести обзор академической литературы, рассматривающей влияние практик на финансовые показатели и стоимость компаний;
- на основе обзора литературы сформулировать гипотезы о влиянии практик инклюзивного роста на финансовые показатели и стоимость компаний;
- оценить гипотезы влияния эффективности каждой приоритетной практики на финансовые показатели и стоимость компании;
- сформулировать выводы по полученным результатам.

Объектом исследования являются 102 крупнейшие компании металлургической отрасли из разных стран, у которых доступны нефинансовые показатели за анализируемый период (2016–2021).

Предметом исследования является влияние результативности практик инклюзивного роста металлургических компаний.

Научная новизна исследования заключается в:

- выделении практик инклюзивного роста для металлургических компаний и определении показателей их результативности, которые являются составными частями показателя TSI;

- использовании в качестве показателей внутренней стоимости спреда экономической прибыли (Economic Profit Spread, EPS; далее – SPREAD), который рассчитывается как разница доходности на инвестированный капитал и средневзвешенной стоимости капитала, а в качестве показателя рыночной стоимости – PREMIUM. Ранее данные показатели не использовались в исследованиях, посвященных анализу влияния отдельных практик инклюзивного роста на стоимость компании.

*Практическая значимость* работы заключается в том, что результаты исследования могут быть использованы топ-менеджерами металлургических компаний для формирования стратегии инклюзивного роста, отвечающей целям всех заинтересованных сторон, инвесторами для принятия инвестиционных решений и другими стейкхолдерами компаний для формирования взаимоотношений с ними.

## Влияние результативности различных практик инклюзивного роста на финансовые показатели и стоимость компаний

Согласно стандартам Sustainability Accounting Standards Board (SASB), практики инклюзивного роста делятся на пять составляющих: 1) экологические практики; 2) социальные практики; 3) практики человеческого капитала; 4) бизнес-модель и инновации; 5) управленческие практики.

### Экологические практики

Несмотря на огромное количество публикаций, у ученых нет единого мнения о взаимосвязи экологической практики с финансовыми показателями компаний [5].

Сторонники *теории компромиссов* (trade-off theory), например, Т. Левитт [6] и С. Фридман с соавторами [7], утверждали, что экологическая практика требует от компаний ресурсов, таких как труд и капитал, и, следовательно, приводит к более низким финансовым показателям и уменьшению конкурентоспособности [8]. Таким образом, по их мнению, добровольное снижение воздействия на окружающую среду считается благотворительностью, которая противоречит концепции максимизации прибыли [9].

Сторонники другого подхода опираются на *беспроигрышную, или взаимовыгодную, стратегию* (win-win), при которой экологические практики повышают конкурентоспособность компании. Так, М. Портер и Л. Ван дер Линде утверждают, что, хотя экологическое регулирование может быть сопряжено с дополнительными затратами, оно также стимулирует исследования и разработки, побуждает использовать новые технологии для увеличения прибыли [10]. Наиболее важными теоретическими базами для такой стратегии являются подход, основанный на природных ресурсах, и теория заинтересованных сторон.

Согласно *подходу, основанному на природных ресурсах*, введенному С. Хартом [11], уменьшение влияния компании на окружающую среду способствует развитию редких, неповторимых организационных ресурсов и способностей, что приводит к конкурентному преимуществу и лучшим финансовым показателям [12].

*Теория заинтересованных сторон* [13] также объясняет положительную взаимосвязь между экологическими практиками, финансовыми показателями и стоимостью компании. Удовлетворяя требования заинтересованных сторон, компания может получить такие конкурентные преимущества, как репутация, выстраивание долгосрочных взаимоотношений с клиентами, поставщиками, сотрудниками и другими стейкхолдерами [5]. Компания также может улучшить отношения с инвесторами, снизив рыночный риск [14].

*Экологическими практиками инклюзивного роста для металлургических компаний* являются: сокращение выбросов парниковых газов; сокращение выбросов парникового газа и загрязнения воздуха; эффективное использование энергии; управление водными ресурсами; управление отходами; воздействие на биоразнообразие и земельные ресурсы.

### Социальные практики

В академической литературе чаще всего *социальные практики и практики соблюдения прав человека* рассматриваются как компонент *корпоративной социальной ответственности компаний* (далее – КСО). Основополагающий исследовательский проект по теме КСО [15] утверждает, что она включает экономические, юридические, этические и филантропические ожидания, которые любое сообщество имеет в отношении любого типа бизнеса. М. Портер и М. Крамер в 2011 г. сформулировали концепцию «общей ценности» [16], которая определяется как политика и методы работы компании, повышающие ее конкурентоспособность и одновременно улучшающие экономические и социальные условия в сообществах, где она функционирует. Традиционно считается, что КСО обходится дорого, поскольку социальная ответственность влечет за собой дополнительные расходы, приводит к снижению конкурентоспособности [17].

Существует несколько теорий, объясняющих положительную взаимосвязь между КСО и финансовыми результатами компаний.

Согласно *теории заинтересованных сторон*, компания, чтобы работать эффективно, должна удовлетворять требования не только акционеров, но и других важных заинтересованных сторон [18; 19].

Согласно *подходу, основанному на ресурсах*, удовлетворение требований заинтересованных сторон рассматривается как стратегическая инициатива [20]. В результате компании развивают ценные, редкие и незаменимые активы, такие как лидерство и положительная социальная репутация.

С точки зрения *экономики транзакционных издержек* можно утверждать, что компании пытаются удовлетворить потребности заинтересованных сторон, чтобы минимизировать потенциальные транзакционные издержки [21–23]. Общеизвестной причиной разнообразных и противоречивых результатов поиска взаимосвязи между КСО и финансовыми показателями является проблема измерения [24]. Существуют четыре основных способа измерения КСО.

Первым и наиболее распространенным способом является составление рейтингов КСО [25], включая индекс устойчивого развития Доу-Джонса (DJSI), учрежденный Standard and Poor's в 1999 г., индекс MSCI KLD, рейтинги аналитических агентств Bloomberg и Refinitiv. Второй также широко распространенный способ измерения КСО — контент-анализ корпоративной коммуникации компании с заинтересо-

ванными сторонами. Третий способ – проведение опросов. Четвертый способ измерения КСО – использование одномерных показателей, фокусирующихся только на одном показателе, например, благотворительности [24].

### Практики человеческого капитала

Согласно SASB, для металлургических и горнодобывающих компаний важным показателем является *доля работников – членов независимых профсоюзных организаций или охваченных коллективными договорами*.

В академической литературе существуют два противоречивых подхода к объяснению влияния профсоюзов на эффективность компаний. Одна группа ученых – сторонников *ортодоксальной теории* считает, что рост уровня оплаты, улучшение условий труда, повышение безопасности на производстве требуют от компаний дополнительных затрат, тем самым ухудшая финансовые показатели компаний [26; 27]. Другая группа ученых – сторонников *теорий коллективного голоса и институциональной реакции* считает, что удовлетворение интересов сотрудников может положительно повлиять на производительность труда, тем самым улучшив финансовые показатели [28].

Помимо наличия профсоюзов важной практикой для металлургической отрасли является *безопасность условий труда сотрудников*. Очевидно, что любой инцидент, связанный с нанесением вреда здоровью или смертельным исходом, негативно влияет на финансовые показатели компании. Обеспечение безопасных условий труда является обязанностью компаний, которая возлагается на них государством.

Еще одной важной для металлургических компаний инклюзивной практикой является *сокращение разрыва между заработной платой топ-менеджеров и средней заработной платой работников*. Е. Лазер и С. Розен предложили *теорию турниров*, согласно которой работники могут быть вознаграждены за их ранг в организации, так как они приложили больше усилий для продвижения по карьерной лестнице [29].

Но ряд ученых поддерживают *поведенческую теорию*, также известную как *теория социального сравнения*, согласно которой из-за отсутствия объективности люди для проведения самооценки сравнивают себя с другими. В связи с этим большой разрыв в заработной плате между сотрудниками может оказывать негативное влияние на их мотивацию [30].

Последней важной практикой развития человеческого капитала для металлургической отрасли является *обучение персонала*. Оно позволяет работникам адаптироваться к новым технологиям, повысить эффективность и производительность. Организации, которые инвестируют в эффективное обучение и развитие человеческих ресурсов, обычно получают как краткосрочные, так и долгосрочные выгоды [31; 32].

### Практики бизнес-модели

Согласно SASB, для добывающих компаний в *практиках управления бизнес-моделью и инновациями* важной практикой является *управление цепочкой поставок*. В соответствии со стандартами эти практики включают проверку, отбор, мониторинг и взаимодействие с поставщиками в отношении их влияния на окружающую среду и социальную сферу, экологическую ответственность, права человека, трудовую практику, этику, коррупцию и др.

В академической литературе цепочки поставок подразделяются на *зеленые, устойчивые и социальные*. В целом логика влияния на финансовые показатели компаний управления зеленой и устойчивой цепочками поставок схожа с логикой влияния экологических практик. Однако повышение эффективности компаний также может быть достигнуто за счет улучшения сотрудничества между поставщиками [33] и развития новых возможностей в рамках зеленых цепочек поставок [34]. Практики социальной ответственности также приводят к повышению эффективности работы компаний за счет снижения рисков по всей цепочке поставок и более активного участия заинтересованных сторон [35].

### Управленческие практики

Важными для металлургической отрасли *управленческими практиками* являются *соблюдение бизнес-этики и управление рисками*. Неэтичное поведение негативно влияет на репутацию, а в итоге и на стоимость компании [36]. Подобное влияние обусловлено действием теории легитимности, в соответствии с которой руководство стремится контролировать восприятие людей, создавая хорошую репутацию или корпоративный имидж [37].

Отдельно стоит рассмотреть *влияние коррупции* на финансовые показатели и стоимость компаний. Так, Р. Дж. Фишман с соавторами на выборке из 88 000 компаний в 141 стране в 2006–2020 гг. обнаружили, что компании, не

производящие неформальных платежей, как правило, растут медленнее, чем дающие взятки [38]. При этом влияние коррупции сильнее (слабее) в странах с сильной (слабой) защитой акционеров.

Последняя практика – *управление рисками*, она считается одним из ключевых механизмов, помогающих компаниям достигать своих целей, улучшать финансовую отчетность и защищать свою репутацию [39]. Отсутствие информации об управлении рисками может ввести инвесторов в заблуждение при принятии инвестиционных решений.

### Постановка гипотез исследования

На основании проведенного анализа литературы, посвященной оценке влияния практик инклюзивного роста на финансовые показатели и стоимость компании, можно сформулировать гипотезы исследования.

Первая гипотеза касается экологических практик:

**H1:** результативность экологических практик инклюзивного роста положительно влияет на финансовые показатели и стоимость компаний.

Так как металлургическая отрасль оказывает влияние на экологию несколькими способами, то и результативность экологических практик должна быть измерена несколькими показателями. В связи с этим нужно сформулировать отдельную гипотезу для каждого показателя (Таблица 1).

Таблица 1. Гипотезы о результативности экологических практик

Гипотезы	ROA	SPREAD	PREMIUM
Сокращение выбросов парниковых газов	H.1.1.1	H.1.1.2	H.1.1.3
Сокращение выбросов группы оксидов азота	H.1.2.1	H.1.2.2	H.1.2.3
Сокращение выбросов группы оксидов серы	H.1.3.1	H.1.3.2	H.1.3.3
Потребление энергии из возобновляемых источников	H.1.4.1	H.1.4.2	H.1.4.3
Сокращение забора воды из водоемов	H.1.5.1	H.1.5.2	H.1.5.3
Сокращение образования отходов	H.1.6.1	H.1.6.2	H.1.6.3
Сокращение образования опасных отходов	H.1.7.1	H.1.7.2	H.1.7.3
Рост коэффициента переработки отходов	H.1.8.1	H.1.8.2	H.1.8.3
Инициативы по сокращению воздействия на земельные ресурсы	H.1.9.1	H.1.9.2	H.1.9.3

Источник: составлено автором.

Далее необходимо сформулировать гипотезы о результативности социальной практики:

**H2:** результативность социальной практики инклюзивного роста положительно влияет на финансовые показатели и стоимость компаний.

Так как результативность социальной практики и эффективность деятельности компании измеряются несколькими показателями, необходимо составить гипотезы отдельно для каждого из них. Мы будем использовать показатель наличия наград за социальную/общественную деятельность (AWARD) и ESG-рейтинги: ESG Community Score и ESG Human Rights Score (Таблица 2).

Таблица 2. Гипотезы о результативности социальной практики

Гипотезы	ROA	SPREAD	PREMIUM
AWARD	Гипотеза Н.2.1.1	Гипотеза Н.2.1.2	Гипотеза Н.2.1.3
ESG Community Score	Гипотеза Н.2.2.1	Гипотеза Н.2.2.2	Гипотеза Н.2.2.3
ESG Human Rights Score	Гипотеза Н.2.3.1	Гипотеза Н.2.3.2	Гипотеза Н.2.3.3

Источник: составлено автором.

Следующая практика – практика, связанная с человеческим капиталом. Первым важным показателем этой практики является деятельность профсоюзов в компании. На основе теорий коллективного голоса и институциональной реакции выдвигаются следующие гипотезы:

**Н3.1.1:** представление интересов сотрудников профсоюзами положительно влияет на *ROA*.

**Н3.1.2:** представление интересов сотрудников профсоюзами положительно влияет на *SPREAD*.

**Н3.1.3:** представление интересов сотрудников профсоюзами положительно влияет на *PREMIUM*.

Вторым важным показателем этой практики является взаимосвязь между травматизмом, финансовыми показателями и стоимостью компании:

**Н.3.2.1:** снижение коэффициента общего травматизма положительно влияет на *ROA*.

**Н.3.2.2:** снижение коэффициента общего травматизма положительно влияет на *SPREAD*.

**Н.3.2.3:** снижение коэффициента общего травматизма положительно влияет на *PREMIUM*.

Третьим важным показателем этой практики является влияние разрыва между заработной платой топ-менеджмента и средней заработной платой работников на финансовые показатели и стоимость компаний. Гипотезы о разрыве в оплате труда таковы:

**Н.3.3.1:** сокращение коэффициента разрыва оплаты труда положительно влияет на *ROA*.

**Н.3.3.2:** сокращение коэффициента разрыва оплаты труда положительно влияет на *SPREAD*.

**Н.3.3.3:** сокращение коэффициента разрыва оплаты труда положительно влияет на *PREMIUM*.

Четвертым важным показателем этой практики является обучение сотрудников. Гипотезы о влиянии обучения таковы:

**Н.3.4.1:** обучение сотрудников положительно влияет на *ROA*.

**Н.3.4.2:** обучение сотрудников положительно влияет на *SPREAD*.

**Н.3.4.3:** обучение сотрудников положительно влияет на *PREMIUM*.

Следующая практика связана с бизнес-моделью и инновациями. В данной практике для компаний металлургической отрасли приоритетной является практика управления цепочкой поставок. Гипотезы об управлении цепочкой поставок таковы:

**Н.4.1:** управление инклюзивной цепочкой поставок положительно влияет на *ROA*.

**Н.4.2:** управление инклюзивной цепочкой поставок положительно влияет на *SPREAD*.

**Н.4.3:** управление инклюзивной цепочкой поставок положительно влияет на *REMIUM*.

Последней из рассматриваемых нами практик является управленческая практика, включающая соблюдение бизнес-этики и управление рисками. По поводу влияния бизнес-этики выдвигаются следующие гипотезы:

**Н.5.1.1:** споры о деловой этике, налоговом мошенничестве, антиконкурентном поведении негативно влияют на *ROA*.

**Н.5.1.2:** споры о деловой этике, налоговом мошенничестве, антиконкурентном поведении негативно влияют на *SPREAD*.

**Н.5.1.3:** споры о деловой этике, налоговом мошенничестве, антиконкурентном поведении негативно влияют на *PREMIUM*.

Эффективная система управления рисками считается одним из ключевых механизмов, помогающих компаниям достигать своих целей, улучшать финансовую отчетность и защищать репутацию. Гипотезы о результативности управления рисками таковы:

**Н.5.2.1:** эффективное управление рисками положительно влияет на *ROA*.

**Н.5.2.2:** эффективное управление рисками положительно влияет на *SPREAD*.

**Н.5.2.3:** эффективное управление рисками положительно влияет на *PREMIUM*.

## Модели исследования и описание переменных

Зависимыми переменными в данном исследовании будут показатели эффективности, внутренней и рыночной стоимости компании:

- *ROA* – как показатель эффективности, поскольку металлургическая отрасль является капиталоемкой.
- *SPREAD* – как показатель внутренней стоимости компании. Он позволяет учитывать альтернативные издержки, связанные с риском инвестированного капитала.
- *PREMIUM* – как показатель рыночной стоимости. В качестве среднеотраслевой совокупной акционерной доходности был взят S&P Metals&Mining Select Industry Index, определяющий совокупную акционерную доходность по компаниям, отраслевой классификатор GICS которых соответствует Metals&Mining.

Теперь рассмотрим *независимые переменные*. Результативность практики по снижению выбросов парниковых газов отражает *показатель удельных выбросов* (GHG). Использовать абсолютное значение выбросов парниковых газов не имеет смысла, так как компания может наращивать производство, и абсолютные выбросы парниковых газов будут расти, при этом выбросы на единицу произведенной продукции могут снижаться. Целесообразнее рассматривать объемы выбросов, нормализованные на выручку.

Согласно Киотскому протоколу, принятому в 1997 г., парниковыми газами в отчетности компаний признаются шесть категорий выбросов: CO<sub>2</sub> (диоксид углерода), CH<sub>4</sub> (метан), N<sub>2</sub>O (азотистый оксид), HFCS (фторуглероды), PFCS (перфторуглероды), SF<sub>6</sub> (фторид серы) [40]. При этом в текущем исследовании парниковые выбросы учитывают первую сферу охвата выбросов (Score 1), к которой относятся прямые выбросы из источников, находящихся в собственности или под контролем компании, и вторую сферу охвата (Score 2), к которой относятся косвенные выбросы от потребления покупной электроэнергии, тепла или пара, происходящие на объекте, где производится электричество, пар или тепло [40].

Как и для выбросов парниковых газов, остальные показатели экологической результативности будут нормализовываться на выручку. В качестве показателей качества воздуха используются выбросы группы оксидов азота (NOX) и группы оксидов серы (SOX). Согласно SASB, к группе оксидов азота (NOX) относятся следующие газы: NOx (оксид азота), включая NO (оксид азота) и NO<sub>2</sub> (диоксид азота); к группе оксидов серы (SOX) относятся: SO<sub>2</sub> (диоксид серы), SO (монооксид серы), SO<sub>3</sub> (триоксид серы).

Так как потребление энергии из невозобновляемых источников является основной причиной образования выбросов парниковых газов, то включение в переменные данного показателя лишено смысла. При этом важным аспектом в практике управления энергией является ее потребление из возобновляемых источников энергии. Однако количество наблюдений по объему использования энергии из возобновляемых источников мало в анализируемой выборке, в связи с этим в анализе будет использоваться дамми-показатель использования энергии из возобновляемых источников – RENEW.

Результативность практики управления водными ресурсами измеряется удельным водозабором пресной воды (WATER), а не ее общим потреблением. Так как компании могут использовать воду повторно в производственных циклах, то сокращение водозабора из источников пресной воды является инклюзивной практикой.

Результативность практики управления отходами измеряется по удельным показателям общих (WASTE) и опасных

отходов (HWASTE), коэффициенту переработки отходов (WASTERR).

Так как нет четкого показателя, который бы свидетельствовал о снижении воздействия компании на биоразнообразие и земельные ресурсы, в работе используется дамми-показатель инициатив по сокращению воздействий на земельные ресурсы – LAND. Он отражает факт раскрытия компанией в своей отчетности сведений о рекультивации земель.

Для оценки результативности социальных практик, как мы отмечали выше, используются несколько показателей. Первый – наличие наград за социальную/общественную деятельность (AWARD). Однако наличие наград за социальную и общественную деятельность не отражает в достаточной мере усилия компании по соблюдению прав человека и выстраиванию отношений с обществом, так как является одномерным показателем [24]. Поэтому дополнительными переменными в этой практике являются ESG-рейтинги, которые рассчитывает агентство Refinitiv, а именно: ESG Community Score, измеряющий эффективность компании в выстраивании отношений с обществом, и ESG Human Rights Score, измеряющий эффективность компании в отношении соблюдения основных конвенций по правам человека.

*Практики инклюзивного роста, связанные с человеческим капиталом*, представлены следующими показателями:

- доля работников, состоящих в независимых профсоюзах или охваченных коллективными договорами (UNION);
- общая заработная плата топ-менеджмента (или самая высокая заработная плата), разделенная на среднюю заработную плату и пособия (SALARYGAP);
- расходы на обучение на одного сотрудника в долларах США (TRAINING). В данном случае рациональнее всего использовать удельный показатель, чтобы учесть размер компании;
- общее количество травм и смертельных случаев, включая травмы без потери рабочего времени, относительно 1 млн отработанных часов (TIR).

Для того чтобы оценить *результативность управления цепочкой поставок*, был составлен индекс управления (INCLUSIVE\_INDEX), который дополнительно включает такие практики, как права и здоровье сотрудников поставщиков. Инициативы и политики, на основании которых составляется индекс, представлены в Таблице 3.

Индекс является суммой дамми по 10 представленным политикам. Он измеряет степень инклюзивности цепочки поставок от 0 (слабая) до 10 (сильная).

**Таблица 3.** Составляющие индекса управления инклюзивной цепочкой поставок

Показатель	Описание показателя	Значение
Политика экологичной цепочки поставок	Есть ли у компании политика включения цепочки поставок в усилия компании по уменьшению общего воздействия на окружающую среду?	1 – да; 0 – нет
Экологическое управление цепочками поставок	Использует ли компания экологические критерии в процессе выбора своих поставщиков или партнеров по снабжению?	1 – да; 0 – нет
Экологический мониторинг цепочки поставок	Проводит ли компания исследования экологических показателей своих поставщиков?	1 – да; 0 – нет

Показатель	Описание показателя	Значение
Прекращение партнерства в цепочке поставок	Сообщает ли компания или показывает ли она, что готова прекратить сотрудничество с партнером, если экологические критерии не соблюдаются?	1 – да; 0 – нет
Обучение поставщиков ESG-факторам	Предоставляет ли компания обучение своим поставщикам ESG-факторам?	1 – да; 0 – нет
Политика здоровья и безопасности в цепочке поставок	Есть ли у компании политика по улучшению здоровья и безопасности сотрудников в цепочке поставок?	1 – да; 0 – нет
Обучение по охране труда и технике безопасности в цепочке поставок	Обучает ли компания своих руководителей или ключевых сотрудников вопросам здоровья и безопасности сотрудников в цепочке поставок?	1 – да; 0 – нет
Улучшение здоровья и безопасность цепочки поставок	Показывает ли компания с помощью опросов или измерений, что она повышает уровни здоровья и безопасности сотрудников в своей цепочке поставок?	1 – да; 0 – нет
Соблюдение прав человека	Сообщает ли компания или показывает, что использует критерии прав человека в процессе выбора либо мониторинга своих поставщиков или партнеров по поиску поставщиков?	1 – да; 0 – нет
Нарушения прав человека	Сообщает ли компания или показывает ли она, что готова прекратить сотрудничество с партнером-поставщиком, если не будут соблюдены критерии прав человека?	1 – да; 0 – нет

Источник: агентство Refinitiv.

В качестве показателей результативности управленческой практики используются:

- количество споров о деловой этике, налоговом мошенничестве, антиконкурентном поведении (CONTR);
- наличие систем управления рисками (CRIMGT).

В исследовании используются следующие **контрольные переменные**:

- размер компании (SIZE). Крупные компании могут оказывать положительное влияние на свои финансовые показатели и стоимость из-за эффекта масштаба. Знак перед переменной может быть как положительным, так и отрицательным;
- рост (GROWTH). Возможности роста могут генерировать дополнительную отдачу от освоения новых рынков или внедрения продуктов. Ожидается положительное влияние на финансовые показатели и стоимость компаний;
- маржинальность по EBITDA (EBITDA\_MARGIN). EBITDA – прибыль до вычета расходов по выплате процентов, налогов, износа и начисленной амортизации. Показатель EBITDA является прокси показателя денежного потока. Предполагается положительное влияние маржинальности по EBITDA на финансовые показатели и стоимость компании;
- финансовый рычаг (LEVERAGE). Значительный финансовый рычаг может свидетельствовать о высоких рисках компании. Ожидается негативное влияние на финансовые показатели и стоимость компаний;
- капиталоемкость (CAPEX). Предыдущие эмпирические исследования утверждали, что капиталоемкость является важной детерминантой финансовых показателей и стоимости компаний. Однако знак коэффициента может быть как положительным, так и отрицательным.

Для того чтобы проверить гипотезы, в исследовании для каждой независимой переменной будут построены по три модели. В первую модель будут включены только зависимые переменные, относящиеся к экологическим практикам, во вторую – социальные практики и практики, связанные с человеческим капиталом, в третью – управленческие практики и практики, связанные с бизнес-моделью.

Формулы регрессионных моделей исследования выглядят следующим образом:

$$CFP_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^N Metric_{t, environmental} + \sum_{k=1}^K FCV_t + \varepsilon_t; \quad (1)$$

$$CFP_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^N Metric_{t, social} + \sum_{i=1}^N Metric_{t, human} + \sum_{k=1}^K FCV_t + \varepsilon_t; \quad (2)$$

$$CFP_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^N Metric_{t, businessmodel} + \sum_{i=1}^N Metric_{t, governmental} + \sum_{k=1}^K FCV_t + \varepsilon_t, \quad (3)$$

где  $CFP$  – зависимые переменные исследования;  $Metric_{t, environmental}$  – независимые переменные экологических практик;  $Metric_{t, social}$  – независимые переменные социальных практик;  $Metric_{t, human}$  – независимые переменные практик инклюзивного роста, связанных с человеческим капиталом;  $Metric_{t, businessmodel}$  – независимые переменные практик инклюзивного роста, связанных с бизнес-моделью;  $Metric_{t, governmental}$  – независимые переменные управленческих практик;  $FCV$  – финансовые контрольные переменные.

Исследуемая выборка состоит из 602 наблюдений по 102 крупнейшим компаниям отрасли Metals&Mining с 2016 по 2021 г. Источником обширной финансовой информации о международных компаниях с учетом заданных параметров, необходимых для полноценного анализа, является агентство Refinitiv. Оно также составляет собственный ESG-рейтинг на основании более 630 открытых нефинансовых показателей компании [41].

Выборка имеет панельную структуру данных, поскольку именно такая структура способна учесть индивидуальные эффекты каждого наблюдения с учетом изменения во времени. Выборка включает данные компаний из 29 стран. При этом 17 стран относятся к развитым, а 11 – к развивающимся странам. Более 50% компаний анализируемой

выборки относятся к следующей пятерке стран: Китай, Австралия, Канада, Россия и ЮАР. Все финансовые данные выражены в долларах США. В качестве периода исследования были выбран промежуток 2016–2021 гг.

Далее мы рассмотрим описательные статистики выборки (Таблица 4), рассчитаем коэффициент вариации, отражающий неоднородность по каждой переменной. Самым неоднородным показателем в выборке является PREMIUM. Также неоднородными показателями являются выбросы газов группы оксида серы и группы оксида азота, образование отходов. Достаточно высок коэффициент вариации и у показателя CONTR (количество споров о деловой этике, налоговом мошенничестве, антиконкурентном поведении). В целом выборка сбалансирована, показатели достаточно однородны.

Таблица 4. Описательные статистики

Переменная	Количество наблюдений	Среднее	Стандартное отклонение	Коэффициент вариации	Минимум	Максимум
GHG	612	1.2342	1.4714	1.1922	0.0012	9.7318
NOX	612	0.0038	0.0241	6.3302	0.0000	0.3297
SOX	612	0.0036	0.0176	4.8538	0.0000	0.2484
RENEW	612	0.7565	0.4295	0.5678	0.0000	1.0000
WATER	612	15.4835	19.0237	1.2286	0.0014	174.8304
HWASTE	612	1.1829	4.0241	3.4020	0.0000	29.1705
WASTERR	612	22.3339	33.6645	1.5073	0.0000	99.9230
WASTE	612	25.4730	47.3159	1.8575	0.0003	368.6643
LAND	612	0.6503	0.4773	0.7339	0.0000	1.0000
AWARD	612	0.5131	0.5002	0.9750	0.0000	1.0000
ESG Community Score	612	63.6418	28.4230	0.4466	3.5000	99.9022
ESG Human Rights Score	612	58.0771	28.3735	0.4885	2.0642	97.3684
UNION	612	68.2770	29.1674	0.4272	0.0000	100.0000
SALARYGAP	612	124.5127	296.1682	2.3786	0.0824	931.6400
TRAINING	612	250.9382	530.4904	2.1140	0.0000	3659.6900
TIR	612	4.7486	4.3375	0.9134	0.0270	37.9100
INCLUSIVE_INDEX	612	4.2157	2.9205	0.6928	0.0000	10.0000
CRIMGT	612	0.6520	0.4767	0.7312	0.0000	1.0000
CONTR	612	0.2402	0.9311	3.8764	0.0000	10.0000
ROA	612	0.0590	0.0854	1.4482	-0.1859	0.5072
SPEAD	612	0.0950	0.1575	1.6585	-0.2106	0.5860
PREMIUM	612	0.0561	0.5430	9.6839	-1.4904	3.1842
SIZE	612	22.9142	1.1455	0.0500	18.9083	25.6329

Переменная	Количество наблюдений	Среднее	Стандартное отклонение	Коэффициент вариации	Минимум	Максимум
GROWTH	612	0.1445	0.2675	1.8517	-0.4756	1.6014
EBITDA_MARGIN	612	0.3120	0.1965	0.6300	0.0140	0.7980
LEVERAGE	612	0.1979	0.1512	0.7637	0.0000	0.9051
CAPEX	612	0.0575	0.0431	0.7485	0.0000	0.2694

Источник: составлено автором.

## Результаты исследования

Панельный анализ предполагает построение регрессионных моделей с использованием трех основных спецификаций: объединенная модель панельных данных (Pool), модель панельных данных с фиксированными эффектами (FE) и модель панельных данных со случайными эффектами (RE). Для выбора более подходящей модели из трех используются тесты Вальда, Бройша – Пагана и Хаусмана.

Результаты для экологических практик представлены в Таблице 5. Согласно проделанным тестам, для моделей с зависимыми переменными ROA и SPREAD предпочтительными являются модели панельных данных с фиксированными эффектами (FE), а для модели с зависимой переменной PREMIUM – объединенная модель панельных данных (Pool).

Таблица 5. Результаты регрессионного анализа для экологических практик

	ROA		SPREAD		PREMIUM	
	средний предельный эффект	стандартная ошибка	средний предельный эффект	стандартная ошибка	средний предельный эффект	стандартная ошибка
GHG	-0.0113**	-0.0057	0.0047	-0.0087	0.0006	-0.0148
NOX	-0.494**	-0.2000	-0.3130	-0.2220	1.5740	-1.0790
SOX	-0.4570	-0.3680	-2.025***	-0.3670	-1.6150	-1.2120
RENEW	-0.0054	-0.0091	0.0113	-0.0156	0.0067	-0.0553
WATER	-0.0002	-0.0002	-0.0006	-0.0004	0.00231**	-0.0012
HWASTE	-0.0009	-0.0008	0.0006	-0.0011	0.0017	-0.0053
WASTERR	0.00027***	-0.0001	0.0005	-0.0003	0.0001	-0.0007
WASTE	-0.0003	-0.0002	-0.000450*	-0.0002	-0.0004	-0.0006
LAND	0.0263	-0.0172	0.0271	-0.0185	-0.0304	-0.0537
SIZE	0.0298	-0.0244	-0.126***	-0.0276	-0.0384*	-0.0209
GROWTH	0.0619***	-0.0123	0.0558***	-0.0157	0.476***	-0.0836
EBITDA_MARGIN	0.0472	-0.0299	0.650***	-0.0671	0.517***	-0.1290
LEVERAGE	-0.322***	-0.0477	-0.285***	-0.0475	0.246*	-0.1440
CAPEX	0.0685	-0.0839	0.300***	-0.0884	-0.6190	-0.5310
2017.years			0.0032	-0.0067	0.489***	-0.0708
2018.years			0.0023	-0.0073	0.375***	-0.0703
2019.years			0.0074	-0.0104	0.462***	-0.0700
2020.years			0.0590***	-0.0125	0.458***	-0.0715
2021.years			0.0400***	-0.0120	0.1250	-0.0777
Constant	-0.5780	-0.5560	2.784***	-0.6180	0.3590	-0.4710
Observations	612		612		612	
R-squared	0.381		0.589		0.206	
Number of ric	102		102			
P-value	0		0		0	
Спецификация	FE		FE		Pool	

\*\*\* p < 0,01; \*\* p < 0,05; \* p < 0,1.

Согласно полученным результатам, на 5%-м уровне значимости удельные выбросы парниковых газов и удельные выбросы газов группы оксидов азота оказывают негативное влияние на ROA. Уменьшение соотношения выбросов парниковых газов и выручки на единицу (1 т / 1 тыс. долл.) повышают ROA на 1,13%, а уменьшение соотношения выбросов газов группы оксидов и выручки на 0,1 (1 т / 1 тыс. долл.) повышают ROA на 4,94%. По выбросам газов группы оксидов не имеет смысла интерпретировать снижение на единицу удельных выбросов, так как их максимальное значение по анализируемой выборке – 0,3297. Таким образом, гипотезы Н.1.1.1 и Н.1.2.1 подтверждаются. Также на 1%-м уровне значимости коэффициент переработки отходов положительно влияет на ROA. Рост коэффициента переработки отходов на 1% способствует росту ROA на 0,027%. Гипотеза Н.1.8.1 подтверждается. Остальные показатели экологической результативности статистически незначимы для ROA. Гипотезы Н.1.3.1, Н.1.4.1, Н.1.5.1, Н.1.6.1, Н.1.7.1, Н.1.9.1 не подтверждаются.

Размер компании статистически незначим для ROA. Контрольная переменная GROWTH статистически значима на 1%-м уровне с положительным знаком, как и предполагалось в исследовании. Маржинальность по EBITDA статистически незначима для ROA. LEVERAGE статистически значим на 1%-м уровне с отрицательным знаком, как и предполагалось. Контрольная переменная CAPEX статистически незначима. Также на основании проведенного F-теста для ROA с независимыми переменными, отражающими результативность экологических практик, не имеет смысла включать в модель временные эффекты. На 1%-м уровне значимости удельные выбросы газов группы оксидов серы отрицательно влияют на SPREAD. Это означает, что снижение соотношения выбросов газов группы серы и выручки на 0.01 (1 т / 1 тыс. долл.) улучшают SPREAD на 2.03%. Гипотеза Н.1.3.2 подтверждается. На 10%-м уровне значимости удельное образование отходов также отрицательно влияет на SPREAD. Это означает, что уменьшение соотношения объемов образования отходов и выручки на единицу (1 т / 1 тыс. долл.) улучшают SPREAD на 0.045%. Гипотеза Н.1.7.2 подтверждается. Остальные показатели результативности экологической практики статистически незначимы для SPREAD. Гипотезы Н.1.1.2, Н.1.2.2, Н.1.4.2, Н.1.5.2, Н.1.6.2, Н.1.8.2, Н.1.9.2 не подтверждаются.

Для зависимой переменной SPREAD все контрольные переменные значимы на 1%-м уровне, знаки соответствуют ожидаемым. Временные эффекты, согласно проделанному F-тесту, должны быть включены в регрессию; 2020 и 2021 гг. значимы на 1%-м уровне. Эти годы для мирового сообщества связаны с пандемией COVID-19, но показали положительное влияние на SPREAD и другие показатели металлургических компаний. Так, по сравнению с 2019 г. чистая прибыль анализируемых компаний в 2020 г. выросла на 15%, денежные средства в кассе – на 40%, а рыночная капитализация увеличилась почти на две трети [42]. Согласно информационной базе Statista, средний мультипликатор EV/EBITDA для отрасли Metals&mining в 2019 г. составлял 6.03, в 2020 г. – 7.57, в 2021 г. – 10.2 [43].

Переменные результативности экологической практики статистически незначимы для PREMIUM, кроме удельного водозабора пресной воды (WATER). Однако знак у данной переменной не соответствует ожидаемому. Гипотезы Н.1.1.3–Н.1.9.3 не подтверждаются. Этот результат может свидетельствовать о том, что эффективность экологических практик не способствует опережению компаниями своих конкурентов по созданию стоимости для акционеров. Контрольные переменные GROWTH, EBITDA\_MARGIN статистически значимы на 1%-м уровне с ожидаемым знаком, а контрольная переменная SIZE значима на 10%-м уровне с ожидаемым знаком. Переменная LEVERAGE значима на 5%-м уровне с положительным знаком. Долговое финансирование во многих случаях способно снизить стоимость капитала компании. Рост долгового финансирования может положительно влиять на создание акционерной доходности. CAPEX незначим. В соответствии с результатами F-теста временные эффекты были включены в регрессию.

Таким образом, результативность экологических практик может положительно влиять на финансовые показатели и стоимость компании. При этом не подтверждается теория компромиссов о негативном влиянии экологических практик на финансовые показатели и стоимость компаний. То есть общая гипотеза для экологических практик H1 частично подтверждается.

Результаты регрессионного анализа для социальных практик и практик, связанных с человеческим капиталом, представлены в Таблице 6.

**Таблица 6.** Результаты регрессионного анализа для социальных практик и практик, связанных с человеческим капиталом

Показатели	ROA		SPREAD		PREMIUM	
	средний предельный эффект	стандартная ошибка	средний предельный эффект	стандартная ошибка	средний предельный эффект	стандартная ошибка
AWARD	0.0038	-0.0110	-0.0143	-0.0126	0.124***	-0.0443
ESG Community Score	0.0000	-0.0003	0.0000	-0.0003	-0.0005	-0.0009
ESG Human Rights Score	0.0000	-0.0003	0.0003	-0.0003	0.00152*	-0.0008
UNION	0.0002	-0.0003	-0.0005	-0.0004	0.0003	-0.0007
SALARYGAP	0.00003***	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-0.0001
TRAINING	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
TIR	0.0027	-0.0021	0.0013	-0.0013	0.0013	-0.0050

Показатели	ROA		SPREAD		PREMIUM	
	средний предельный эффект	стандартная ошибка	средний предельный эффект	стандартная ошибка	средний предельный эффект	стандартная ошибка
SIZE	0.0232	-0.0255	-0.114***	-0.0262	-0.0464**	-0.0207
GROWTH	0.0692***	-0.0135	0.0590***	-0.0148	0.480***	-0.0827
EBITDA_MARGIN	0.0359	-0.0284	0.649***	-0.0689	0.479***	-0.1170
LEVERAGE	-0.321***	-0.0536	-0.303***	-0.0464	0.294**	-0.1400
CAPEX	0.0157	-0.0744	0.305***	-0.0872	-1.085**	-0.5330
2017.years	-0.0013	-0.0076	0.0057	-0.0066	0.478***	-0.0705
2018.years	0.0115*	-0.0067	0.0102	-0.0087	0.364***	-0.0700
2019.years	0.0116	-0.0080	0.0178	-0.0110	0.448***	-0.0695
2020.years	0.0190**	-0.0083	0.0741***	-0.0148	0.437***	-0.0699
2021.years	0.0278**	-0.0133	0.0591***	-0.0177	0.0920	-0.0767
Constant	-0.4760	-0.5830	2.533***	-0.5950	0.4460	-0.4780
Observations	612		612		612	
R-squared	0.381		0.57		0.212	
Number of ric	102		102			
P-value	0		0		0	
Спецификация	FE		FE		Pool	

\*\*\* p < 0,01; \*\* p < 0,05; \* p < 0,1.

Переменная AWARD статистически значима на 1%-м уровне только для PREMIUM, для ROA и SPREAD статистически значимый эффект отсутствует. Таким образом, наличие награды за социальную или общественную деятельность ведет к увеличению PREMIUM на 12.4%. Гипотеза H.2.1.3 подтверждается, а гипотезы H.2.1.1 и H.2.1.2 нет.

ESG Human Rights Score, рассчитанный агентством Refinitiv, статистически значим для PREMIUM на 10%-м уровне. Увеличение рейтинга ESG Human Rights Score на 1 б. п. способствует росту PREMIUM на 0.15%. Гипотеза H.2.3.3 подтверждается. Для остальных рассматриваемых зависимых переменных ESG Human Rights Score статистически незначим. Также ESG Community Score не оказывает статистически значимого эффекта ни на одну из переменных. Гипотезы H.2.2.1–H.2.3.2 не подтверждаются. Таким образом, общая гипотеза для социальных практик H2 подтверждается частично.

В части инклюзивных практик, связанных с человеческим капиталом, первой анализируемой переменной является доля работников, представленных независимыми профсоюзными организациями или охваченных коллективными договорами. Данная переменная статистически незначима ни для одной из зависимых переменных. Таким образом, гипотезы H.3.1.1–H.3.1.3 не подтверждаются.

Коэффициент общего травматизма статистически незначим во всех трех моделях. Гипотезы H.3.2.1–H.3.2.3 не подтверждаются. Данный результат говорит о том, что выгоды от инвестиций в безопасность на рабочих местах не превышают сами инвестиции, поэтому уровень травматизма не

оказывает влияния на финансовые показатели и стоимость металлургических компаний.

Следующей инклюзивной практикой, связанной с человеческим капиталом, является сокращение разрыва между заработной платой генерального директора (топ-менеджмента) и средней заработной платой работников. Разрыв в оплате труда статистически значим для ROA на 1%-м уровне и незначим для зависимых переменных SPREAD и PREMIUM. Рост разрыва оплаты труда на единицу способствует росту ROA на 0,003%. Данные результаты говорят в пользу теории турниров, согласно которой разрыв в заработной плате повышает мотивацию руководителей и положительно влияет на производительность. Таким образом, гипотезы H.3.3.1–H.3.3.3 не подтверждаются.

Последней рассматриваемой практикой, связанной с человеческим капиталом, является обучение сотрудников. Независимая переменная расходов на обучение на одного сотрудника статистически незначима ни в одной из моделей. Полученные результаты говорят о том, что инвестиции в обучение сотрудников не дают конкурентного преимущества компании. Таким образом, гипотезы H.3.4.1–H.3.4.3 не подтверждаются.

Контрольные переменные во всех трех моделях сохраняют значимость, знаки и относительную стабильность в оценках коэффициентов, кроме переменной CAPEX в модели с зависимой переменной PREMIUM. Контрольная переменная CAPEX в модели с зависимой переменной PREMIUM статистически значима с отрицательным знаком, что соответствует ожиданиям исследования.

Более того, согласно проделанному F-тесту, временные эффекты должны быть включены в каждую из трех анализируемых моделей; 2020 и 2021 гг. статистически положительно значимы для зависимых переменных ROA и SPREAD, что объяснялось ранее в исследовании.

Результаты регрессионного анализа для управленческих практик и практик, связанных с бизнес-моделью, представлены в Таблице 7.

Инклюзивный индекс цепочки поставок статистически значим на 10%-м уровне для зависимой переменной PREMIUM. Рост индекса на единицу способствует росту PREMIUM на 1.28%. Можно сделать вывод, что выстраивание инклюзивной цепочки поставок положительно оценивается рынком и создает дополнительную доходность для акционеров относительно рынка. Однако нет стати-

стически значимого эффекта для ROA и SPREAD. Таким образом, гипотеза H.4.3 подтверждается, а гипотезы H.4.1 и H.4.2 нет.

Количество споров о деловой этике, налоговом мошенничестве, антиконкурентном поведении статистически незначимо ни в одной из трех моделей. Данные результаты противоречат теории легитимности, которая постулирует, что неэтичное поведение компаний приводит к проблемам и потери репутации. При этом и нет подтверждений тому, что, например, коррупция способствует росту эффективности компании. Таким образом, можно сделать вывод, что потери при огласке нарушений деловой этики компании могут компенсироваться выгодами, к которым эти нарушения приводят. Гипотезы H.5.1.1–H.5.1.3 не подтверждаются.

**Таблица 7.** Результаты регрессионного анализа для управленческих практик и практик, связанных с бизнес-моделью

Показатели	ROA		SPREAD		PREMIUM	
	средний предельный эффект	стандартная ошибка	средний предельный эффект	стандартная ошибка	средний предельный эффект	стандартная ошибка
INCLUSIVE_INDEX	0.0027	-0.0026	0.0001	-0.0032	0.0128*	-0.0083
CRIMGT	-0.0145*	-0.0084	-0.0172	-0.0147	-0.0509	-0.0462
CONTR	-0.0031	-0.0023	-0.0055	-0.0034	-0.0029	-0.0234
SIZE	0.0237	-0.0258	-0.109***	-0.0273	-0.0443**	-0.0216
GROWTH	0.0697***	-0.0138	0.0596***	-0.0143	0.465***	-0.0827
EBITDA_MARGIN	0.0346	-0.0282	0.648***	-0.0693	0.495***	-0.1110
LEVERAGE	-0.330***	-0.0528	-0.294***	-0.0473	0.207*	-0.1390
CAPEX	0.0279	-0.0745	0.306***	-0.0911	-0.7670	-0.5250
2017.years	-0.0041	-0.0075	0.0052	-0.0064	0.479***	-0.0706
2018.years	0.0072	-0.0068	0.0113	-0.0084	0.361***	-0.0700
2019.years	0.0062	-0.0082	0.0199*	-0.0114	0.447***	-0.0698
2020.years	0.0133	-0.0088	0.0770***	-0.0148	0.441***	-0.0709
2021.years	0.0222*	-0.0131	0.0605***	-0.0163	0.0990	-0.0775
Constant	-0.4490	-0.5880	2.415***	-0.6150	0.5280	-0.4870

	ROA	SPREAD	PREMIUM
Показатели	средний предельный эффект стандартная ошибка	средний предельный эффект стандартная ошибка	средний предельный эффект стандартная ошибка
Observations	612	612	612
R-squared	0.372	0.568	0.199
Number of ric	102	102	
P-value	0	0	0
Спецификация	FE	FE	Pool

\*\*\* p < 0,01; \*\* p < 0,05; \* p < 0,1.

Последней практикой инклюзивного роста для металлургических компаний является управление рисками. На 10%-м уровне значимости наличие системы управления рисками статистически значимо для ROA, а именно, снижает на 1.45%. Выстраивание системы управления рисками может быть затратным для компаний, что в конечном счете негативно влияет на финансовые показатели. При этом нет статистически значимого эффекта для SPREAD. На основании этого можно предположить, что наличие систем управления рисками снижает риски компании, поэтому отрицательное воздействие на ROA есть, а на SPREAD нет. Таким образом, гипотезы H.5.2.1–H.5.2.3 не подтверждаются.

Контрольные переменные в моделях для управленческих практик и практик, связанных с бизнес-моделью, ведут себя так же, как и в двух предыдущих случаях. Наблюдается относительная стабильность коэффициентов оценок. Согласно проделанному F-тесту, временные эффекты должны быть включены в каждую из трех анализируемых моделей; 2020 и 2021 гг. также статистически положительно значимы для зависимых переменных ROA и SPREAD.

При построении всех моделей были проведены тесты Бройша – Пагана на гетероскедастичность, и при ее наличии учитывались робастные ошибки. Построенные модели были протестированы на мультиколлинеарность с использованием коэффициента VIF (variance inflation factor). Ни один результат не превышал значения 4, что говорит об отсутствии мультиколлинеарности.

## Заключение

Данная статья посвящена оценке влияния практик инклюзивного роста на финансовые результаты и стоимость металлургических компаний. В рамках исследования были определены практики для металлургических компаний, проведен анализ академической литературы, показавший отсутствие консенсуса среди ученых о влиянии каждой из рассматриваемой практик на финансовые показатели и стоимость компаний, выдвинуты гипотезы о влиянии практик на финансовые результаты и стоимость компаний. В процессе исследования были подтверждены некоторые из поставленных гипотез. При этом было доказано, что не все практики инклюзивного роста оказывают положительное влияние на финансовые показатели и стоимость компаний.

Данное исследование имеет ряд ограничений, а именно:

- для выделения практики инклюзивного роста в основном использовались стандарты SASB;
- в работе рассматривалась только одна отрасль, результаты не могут быть применены для других отраслей;
- использовался панельный анализ данных, альтернативные методы не рассматривались;
- для показателей результативности экологических практик не предполагалось тестирование нелинейной зависимости.

Ограничения данной работы являются также потенциальными направлениями для дальнейшего анализа.

## Список литературы

1. Alexander O., Charles A., Kastoun R., Libby S., Mellor R., O'Callaghan A., O'Connell K. Asset and wealth management revolution 2022: Exponential expectations for ESG. PricewaterhouseCoopers, 2022.
2. Pérez L., Hunt V., Samandari H., Nuttall R., Biniek K. Does ESG really matter and why? The McKinsey Quarterly, 2022.
3. Beal D., Eccles R., Hansell G., Lesser R., Unnikrishnan S., Woods W., Young D. Total societal impact: A new lens for strategy. Boston Consulting Group, 2017.
4. Ritchie H., Roser M., Rosado P. CO<sub>2</sub> and greenhouse gas emissions. Our world in data, 2020.
5. Endrikat J., Guenther E., Hoppe H. Making sense of conflicting empirical findings: A meta-analytic review of the relationship between corporate environmental and financial performance. European Management Journal, 2014:32(5):735–751.
6. Levitt T. The Dangers of Social Responsibility. Harvard Business Review, 1958:36:41–50.
7. Feldman S.J., Soyka P.A., Ameer P.G. Does Improving a Firm's Environmental Management System and Environmental Performance Result in a Higher Stock Price? Journal of Investing, 1997:6:87–97.
8. Preston L.E., O'Bannon D. The Corporate Social-Financial Performance Relationship. Business and Society, 1997:36:419–429.
9. King A., Lenox M. Exploring the Locus of Profitable Pollution Reduction. Management Science, 2002:48(2):289–299.
10. Porter M.E., Van der Linde C. Green and Competitive: Ending the Stalemate. Harvard Business Review, 1995:73:120–134.
11. Hart S. L. A Natural-Resource-Based View of the Firm. The Academy of Management Review, 1995:20(4):986–1014.
12. Hart S. L., Dowell G. Invited Editorial: A natural-resource-based view of the firm fifteen years after. Journal of Management, 2011:37:1464–1479.
13. Donaldson T., Preston L. E. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. Academy of Management Review, 1995:20:65–91.
14. Ambec S., Lanoie P. Does it pay to be green? A systematic overview. Academy of Management Perspectives, 2008:22:45–62.
15. Carroll A. B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. Academy of management review, 1979:4(4):497–505.
16. Porter M. E., Kramer M. R. Creating Shared Value – Rethinking Capitalism, Harvard Business Review, 2011:89:62–77.
17. Alexander G. J., Buchholz R. A. Corporate social responsibility and stock market performance. Academy of Management Journal, 1978:21:479–486.
18. Freeman R. E. Strategic Management: A Stakeholder Approach. Pitman, Boston, 1984.
19. McWilliams A., Siegel D., Wright P. M. Guest editors' introduction. Corporate social responsibility: Strategic implications. Journal of Management Studies, 2006:43:1–18.
20. Russo M. V., Fouts P. A. A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. Academy of Management Journal, 1997:20:534–559.
21. Williamson, O. E. The economic institutions of capitalism. NY: The Free Press, 1985.
22. Cornell B., Shapiro A. Corporate social responsibility and financial performance. Academy of Management Review, 1987:4:497–505.
23. Peloza J. Using corporate social responsibility as insurance for financial performance. California Management Review, 2006:48:52–72
24. Galant A., Cadez S. Corporate social responsibility and financial performance relationship: A review of measurement approaches. Economic research-Ekonomiska istraživanja, 2017:30(1): 676–693.
25. Volkova, O.N. The Impact of Corporate Social Responsibility on the Corporate Financial Performance: Evidence from Russian and Dutch Companies, Journal of Corporate Finance Research, 2022:16(2):15–31.
26. Hirsch B. T., Addison J. T. The Economic Analysis of Unions: New Approaches and Evidence, London, Allen & Unwin, 1986.
27. Flaherty S. Strike activity, worker militancy, and productivity change in manufacturing, 1961–1981. ILR Review, 1987:40(4):585–600.
28. Freeman R. B., Medoff J. L. What do unions do. Indus. & Lab. Rel. Rev., 1984:38:244.
29. Lazear E. P., Rosen S. Rank-order tournaments as optimum labor contracts. Journal of political Economy, 1981:89(5):841–864.
30. Gao, J. Literature review of executive compensation gap and company performance. American Journal of Industrial and Business Management, 2019:9(1):109–123.
31. Olaniyan D. A., Ojo L. B. Staff training and development: A vital tool for organizational effectiveness. European journal of scientific Research, 2008:24(3):326–331.

32. Khan A. A., Abbasi S. O. B. H., Waseem R. M., Ayaz M., Ijaz M. Impact of training and development of employees on employee performance through job satisfaction: A study of telecom sector of Pakistan. *Business Management and Strategy*, 2016:7(1):29–46.
33. Gavronski I., Klassen R. D., Vachon S., do Nascimento L. F. M. A resource-based view of green supply management. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 2011:47(6):872–885.
34. Vachon S., Klassen R. D. Environmental management and manufacturing performance: The role of collaboration in the supply chain. *International journal of production economics*, 2008: 111(2):299–315.
35. Fahimnia B., Jabbarzadeh A. Marrying supply chain sustainability and resilience: A match made in heaven. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 2016: 91:306–324.
36. Melinda A., Wardhani R. The effect of environmental, social, governance, and controversies on firms' value: evidence from Asia. In *Advanced Issues in the Economics of Emerging Markets*, 2020:27:147–173. Emerald Publishing Limited.
37. Lindblom C. K. The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure. In *Critical Perspectives on Accounting Conference*, New York, 1994.
38. Fisman R. J., Guriev S., Ioramashvili C., Plekhanov A. Corruption and firm growth: evidence from around the world. *Sciences Po publications 2021-05*, Sciences Po.
39. Ghazieh L., Chebana N. The effectiveness of risk management system and firm performance in the European context. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 2021:26(52): 182–196.
40. Bhatia P., Corbier L., Schmitz S., Gage P., Oren K., Ranganathan J. *The Greenhouse Gas Protocol. Corporate Accounting and Reporting Standard (Revised Edition)*. / *The Greenhouse Gas Protocol*, 2017. Available at: <https://ghgprotocol.org/sites/default/files/standards/ghg-protocol-revised.pdf>
41. Refinitiv Eikon. Environmental, social and governance scores from Refinitiv. May 2022. Available at: [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf)
42. Goddard M., Syed A., Chong A. *Mine 2021: Great expectations, seizing tomorrow*. PricewaterhouseCooper, 2021.
43. Statista, Statista Search. Available at: <https://www.statista.com/>

**Вклад авторов:** в настоящую статью авторы внесли равный вклад.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 11.10.2023; одобрена после рецензирования 13.11.2023; принята для публикации 05.12.2023.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.93-113>

JEL classification: C33, G32, G41



# Влияние ESG-рейтингов на финансовые результаты компаний стран БРИКС

**Анастасия Стрекалина**специалист отдела закупок «Шлюмберже», Тюмень, Россия,  
a.strekalina.sas@gmail.com, [ORCID](#)**Рената Закирова** ✉руководитель финансового отдела, ООО «Юнион Кэмикал Солюшенс», Уфа, Россия,  
re.zakirova@gmail.com, [ORCID](#)**Алена Шинкаренко**ведущий специалист отдела разработки бюджета и управления эффективностью,  
ПАО «НОВАТЭК», Москва, Россия,  
Russia,alena.shinkarenko@yandex.ru, [ORCID](#)**Евгений Вацанюк**заместитель руководителя VC, Social Discovery Group, Лимассол, Кипр,  
E.Vatsaniuk@yandex.ru, [ORCID](#)

## Аннотация

Нефинансовые показатели становятся актуальной темой в контексте понимания успешного развития компаний по всему миру. Целью настоящей работы является исследование взаимосвязи между ESG-оценкой и финансовыми результатами компаний, ведущих деятельность на развивающихся рынках, в контексте стран БРИКС. Данное исследование включает три финансовых показателя, которые охватывают три различные точки зрения: бухгалтерские данные (ROA), рыночную эффективность (TSR) и экономические показатели (спред EVA). Оценки ESG, факторы по отдельности и другие финансовые показатели взяты из базы данных Refinitiv Eikon. Выборка состоит из 257 зарегистрированных на бирже компаний, работавших в странах БРИКС в период с 2017 по 2021 г. Основным методом исследования является метод с фиксированными эффектами для анализа панельных рядов. Результаты показали отсутствие статистической значимости между ESG и ROA. Кроме того, компонент корпоративного управления отрицательно влияет на ROA через оценку корпоративной социальной ответственности (КСО), что объясняется теорией легитимности. Что касается TSR, ESG, социальный и экологический компоненты оказывают положительное воздействие на показатель рыночной эффективности, что соответствует теории заинтересованных сторон. В то же время экономическая эффективность, ESG и социальный компонент рейтинга негативно влияют на спред EVA.

**Ключевые слова:** ESG, устойчивое развитие, финансовые результаты, БРИКС**Цитирование:** Strekalina A., Zakirova R., Shinkarenko A., Vatsaniuk E. (2023) The Impact of ESG Ratings on Financial Performance of the Companies: Evidence from BRICS Countries. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(4): 93-113. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.93-113>

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

## Введение

Тема ключевых детерминант финансовых результатов (ФР) всегда была актуальной. Любая команда руководителей хотела бы знать, как выйти на «верный путь» к успешному развитию своей компании. К сожалению, универсального решения данной задачи не существует. На сегодняшний день с научной точки зрения очевидно, что финансовые результаты компании определяются финансовыми и нефинансовыми факторами, а также их сочетанием.

В последние десятилетия социально-экономические и экологические проблемы становились все более серьезными, что заставило большинство экономик обратить внимание на практики устойчивого развития. Многие компании склоняются к переходу на зеленое развитие, чтобы попытаться бороться с изменениями климата и разрушением окружающей среды. ООН объединила самые актуальные экологические, социальные проблемы и проблемы корпоративного управления. На основании данных понятий она создала всеобъемлющие Цели устойчивого развития (ЦУР), чтобы обеспечить защиту и совершенствование экономических, социальных и экологических аспектов.

Все указанные инновации привлекли пристальное внимание к деятельности компаний со стороны как внутренних, так и внешних стейкхолдеров. Клиенты ожидали внедрения более высоких стандартов в области ESG. Регуляторы и определяющие политику лица стремились к более жесткому контролю за воздействием на окружающую среду,

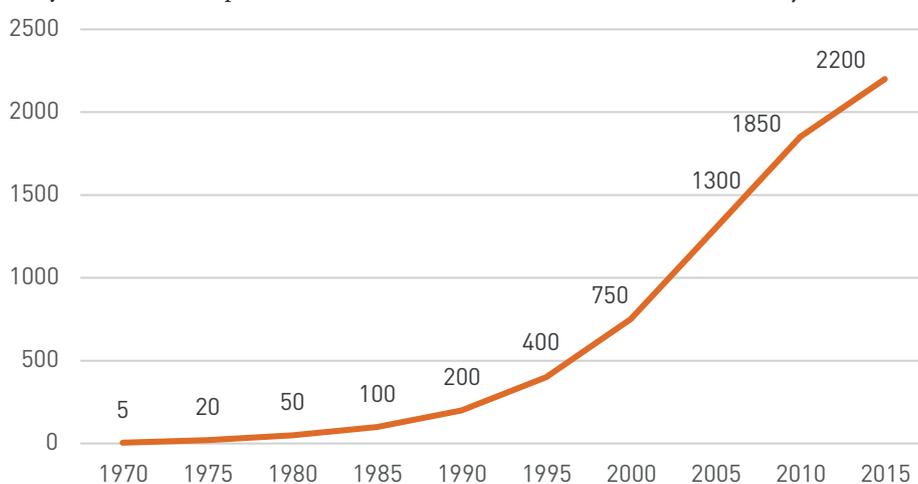
потреблением ресурсов, соблюдением прав человека и прозрачностью компании. Сотрудники и руководство стремились добиться соответствия видению международного сообщества касательно необходимости экологически более безопасных технологических процессов и производственных стратегий [1].

По мере того, как ESG-повестка начала привлекать значительное внимание крупных бизнесменов мирового уровня, на нее начали выделять существенные потоки капитала, инвестиции и расходы. Отсюда возник вопрос, каким образом внедрение практик устойчивого развития влияет на финансовые результаты компаний как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

Цель настоящей работы – подтвердить или опровергнуть существование значимой взаимосвязи между ESG-эффективностью и финансовыми результатами компаний и оценить, положительна или отрицательна данная связь.

Актуальность исследования проистекает из неопределенности влияния ESG-эффективности на финансовые результаты компании. К 2015 г. было опубликовано свыше 2000 научных статей, посвященных взаимосвязи между ESG-деятельностью и финансовыми результатами компании [2]. И их количество постоянно растет. Несмотря на то что этот вопрос широко изучался, в некоторых исследованиях утверждается, что эффективность ESG оказывает значительное положительное воздействие на ФР, а в других отмечается обратное.

**Рисунок 1.** Рост со временем количества исследований взаимосвязи между ESG и ФР



Источник: [2].

Кроме того, в их результатах наблюдаются заметные различия в зависимости от региона. В основном в статьях по данной теме внимание уделяется компаниям, работающим в развитых экономиках, таких как Европа и Северная Америка [3]. В исследованиях взаимосвязи между ESG и ФР компании из развивающихся стран изучались редко несмотря на то что они составляют существенную часть мирового бизнеса (Таблица 1). Такой пробел в литературе можно

объяснить недоступностью надежных данных до определенного времени. Однако сейчас научные исследования свидетельствуют о том, что положительная корреляция между практиками устойчивого развития и финансовыми результатами компаний с развивающихся рынков может превзойти такую корреляцию у компаний на развитых рынках [2].

**Таблица 1.** Страны, наиболее часто изучаемые в литературе по ESG

Номер	Страна	Документы	Цитаты
1	США	26	456
2	Италия	25	360
3	Германия	22	450
4	Великобритания	22	255
5	Испания	20	307
6	Франция	13	219
7	Южная Корея	13	74
8	Австралия	10	202
9	Малайзия	10	20
10	Индия	9	43
11	Канада	7	137
12	Нидерланды	6	18
13	Китай	5	53

Источник: [4].

Новизна настоящего исследования заключается в применении новой прокси финансовых результатов на основе методологии совокупного дохода акционеров (TSR) Бостонской консалтинговой группы [5]. Изучая взаимосвязь между ESG-оценками и TSR, наша работа представляет собой вклад в растущее число исследований устойчивого инвестирования и ответственных корпоративных практик. Данная новая методология TSR позволяет инвесторам и ученым рассмотреть с других точек зрения финансовые результаты компаний и их связи с практиками устойчивого развития.

Результаты данного исследования могут оказаться полезными для инвесторов, которые хотят составить портфель из компаний, представляющих различные отрасли, и стремятся к пониманию, каким образом информация о ESG-деятельности этих компаний может повлиять на стоимость их портфеля. Настоящее исследование может способствовать лучшему пониманию инвесторами и регулируемыми органами влияния эффективности ESG на финансовые результаты компаний и помочь им принять необходимые инвестиционные решения. Оно может также мотивировать руководство компаний проводить более продуктивную и эффективную политику и принимать инициативы в области ESG, поскольку ESG-эффективность может максимально увеличить рыночную стоимость.

Основным вкладом настоящего исследования в существующую литературу является то, что в предыдущих работах в основном рассматриваются бухгалтерские финансовые показатели компаний, ведущих деятельность на развитых рынках, в то время как в нашей статье также рассматриваются рыночные и стоимостные показатели финансовых результатов и уделяется внимание компаниям, работающим на развивающихся рынках.

## Влияние практик устойчивого развития на финансовые результаты: тенденции в литературе

### Происхождение внедрения инициатив устойчивого развития

Высокие финансовые результаты всегда являлись одним из основных приоритетов коммерческих компаний и организаций. Многие научные работы изучают и анализируют различные экономические и неэкономические факторы, влияющие на финансовые результаты компании. Кроме того, понятия корпоративной социальной ответственности и устойчивого развития завоевали большую популярность в контексте финансового рынка и роста результатов деятельности компании. В связи с этим существуют недавние исследования, которые изучали взаимосвязь между ESG и финансовыми результатами компании.

В концепцию ESG входит три основных компонента: экологический, социальный и корпоративное управление. Всеобъемлющие определения ESG-факторов даны в статье М. Т. Ли и И. Су «Понимание воздействия деятельности, соответствующей требованиям экологических, социальных факторов и факторов корпоративного управления на финансовые результаты: аргументы в пользу процессного подхода и подхода комплексного моделирования» (Understanding the Effects of Environment, Social, and Governance Conduct on Financial Performance: Arguments for a Process and Integrated Modelling Approach) [6]. Экологический компонент (E-компонент) оценивает, насколько успешно компании предотвращают нанесение вреда окружающей среде, включая изменение климата, истощение природных ресурсов, отходы и загрязнение. Социальный компонент (S-компонент) определяется взаимоотношениями в трудовом коллективе, условиями труда, разнообразием в организации, правами человека, приобретением акций компании работниками, законностью, инклюзивностью, ответственностью за продукцию, а также обеспечением здравоохранения и безопасности населения. Компонент корпоративной ответственности (G-компонент) отражает качество управления компанией, включая следующие характеристики: функции совета директоров, структура, политика компании, вознаграждение, лоббирование, коррупция и пожертвования.

Компании реализуют особые инициативы в рамках коммерческой деятельности в одном или более направлений ESG, которые стимулируют устойчивое развитие. Однако некоторые из этих действий могут содействовать созданию стоимости компании, в то время как другие могут уменьшать финансовую стоимость. Организации, приверженные принципам ESG, стремятся к более эффективному использованию ресурсов, что обеспечивает более высокую выручку, повышенные дивиденды и сниженные репутационные риски [7]. Компания McKinsey & Company (2019) осветила различные пути, при помощи которых серьезные ESG-установки создают ценность, включая рост доходов от реализации, сокращение расходов, повышение производительности и оптимизацию инвестиций и активов [8]. Тем не менее в то время как многие исследования изучали взгляды стейкхолдеров, текущие исследования все еще рассматривают количественное выражение точного воздействия ESG на создание стоимости.

Таким образом, оценка ESG используется как нефинансовый показатель оценки эффективности устойчивого развития компаний и объясняет, как компании работают в области экологических, социальных вопросов и вопросов корпоративного управления [9]. На данный момент существуют рейтинговые агентства, оценивающие показатели устойчивого развития компаний: Refinitiv, MSCI, Bloomberg, Sustainalytics и пр. Каждый составитель

ESG-рейтинга применяет свою уникальную методологию для оценки ESG-компонентов на основе различных наборов данных, присваивая различный вес каждой категории. В сравнении средняя корреляция между семью наиболее популярными составителями ESG-рейтингов составляет лишь 0,55, в то время как корреляция между различными составителями рейтингов намного выше – 0,99 [10].

### Теоретическая база

Существует две научные точки зрения на взаимосвязь между деятельностью в области ESG и финансовыми результатами компании. Первая точка зрения соотносится с наиболее широко распространенной теоретической концепцией – теорией заинтересованных сторон. Основная позиция целиком сосредоточена на идее, что практики «ответственного корпоративного управления» играют решающую роль в уменьшении агентских издержек, приводя интересы руководства в соответствие с интересами акционеров и реализуя стратегии, повышающие общую производительность. Кроме того, многочисленные источники литературы продемонстрировали, что компании, следующие ESG-принципам, эффективно снижают долгосрочные риски, связанные с авариями и судебными разбирательствами. Эти выводы подтверждают исследования, проведенные Х. Серваесом и А. Тамайю [13], Р. Экклесом с соавт. и Р. Альбукерке с соавт. [11–13].

Вторая точка зрения поддерживает идею повышения затрат на деятельность в области ESG, что отвечает краткосрочным интересам и приносит личную выгоду, а не создает реальную стоимость для компании [14]. Следовательно, несмотря на растущий научный интерес к изучению устойчивого развития взаимосвязь между деятельностью в области ESG и финансовыми результатами компании остается неопределенной, а понимание влияния деятельности в области ESG на финансовые результаты становится ключевым вопросом для обсуждений [2; 15; 16].

Как указано выше, растущее раскрытие ESG-информации быстро привлекло как интерес со стороны ученых, так и внимание инвесторов. Это привело к популяризации двух основных теорий, связанных с G-компонентом ESG-повестки – теории акционеров, которая быстро трансформировалась в теорию заинтересованных сторон [9].

Теория заинтересованных сторон стала одной из основных теоретических концепций в литературе, посвященной ESG [4]. Растущая доступность нефинансовой информации способствовала повышению прозрачности бизнеса и лояльности стейкхолдеров, для которых устойчивое ведение бизнеса является способом оправдания своих ожиданий. По мнению Б. Ченга с соавт., выполнение требований к прозрачности уменьшает информационную асимметрию между компаниями и акционерами, таким образом, снижая риски [17]. Как следствие, ESG-рейтинги стали ценным инструментом измерения удовлетворенности стейкхолдеров и демонстрации низких рисков для фондового рынка [18; 19].

Говоря о социально ответственных действиях компаний, важно упомянуть теорию легитимности, которая играет существенную роль в развитии и глобальной интеграции раскрытия ESG-информации. Теория имеет связь с S-компонентом ESG и поддерживает идею негласного соглашения между компанией и обществом, в котором она действует. У соглашения есть свои условия и положения, включая соответствие действующим социальным законам и нормам государства, а также оправдание ожиданий общества по вопросам ESG.

В литературе по ESG теорию легитимности используют как теоретическую базу, которая помогает понять процесс создания стоимости путем раскрытия нефинансовой информации. Под социальным и политическим давлением компаниям постоянно приходится повышать прозрачность. Несмотря на последующие затраты это может быть способом выполнить условия сделки между бизнесом и обществом, а также подчеркнуть легитимность действий компании [4]. Теория легитимности является примером того, как компания может выйти за рамки цели, заключающейся в получении экономической прибыли, и создать нефинансовую стоимость, которая в какой-то момент может трансформироваться в рост финансовых результатов.

С одной стороны, положительное влияние ESG-повестки на финансовые результаты можно объяснить теорией социального воздействия. А с другой стороны, согласно теории компромисса, существуют свидетельства отрицательного влияния устойчивого развития на финансовый успех компаний.

Теория социального воздействия соотносится с теорией заинтересованных сторон, утверждая, что для создания долгосрочной стоимости компаниям необходимо учитывать интересы всех субъектов. Теория социального воздействия основана на предположении, что положительные результаты в социальной сфере влекут за собой высокие финансовые результаты, удовлетворяя потребности различных стейкхолдеров [20]. Кроме того, ведение деятельности в области ESG помогает компаниям достичь конкурентного преимущества на рынке. Если потребности стейкхолдеров не удовлетворены, риски и затраты растут, что в итоге снижает рентабельность. Таким образом, соблюдение интересов стейкхолдеров в первую очередь улучшает репутацию компании, а затем влияет на ее финансовые результаты [21].

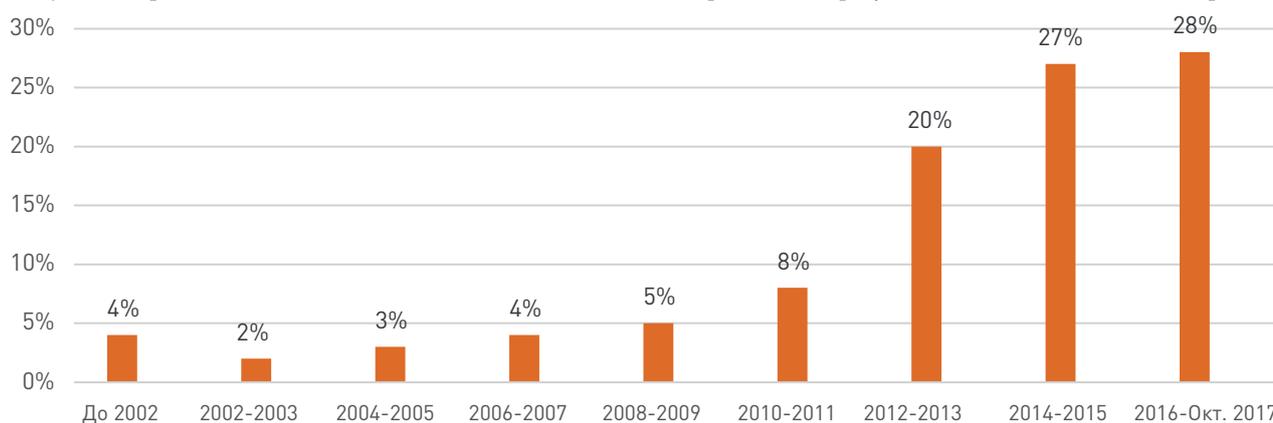
С другой стороны, существуют научные статьи, поддерживающие идею компромиссной гипотезы. Она гласит, что социальная деятельность может оказывать отрицательное воздействие на финансовые результаты компании из-за роста финансовых затрат. Иначе говоря, компромиссная гипотеза, или традиционное представление, подразумевает, что причиной роста расходов и падения прибыльности может быть достижение социальных и экологических целей [20].

Компании, развернувшие серьезную социально ответственную деятельность, включая благотворительность, инновации в области окружающей среды, инвестиции в социальную сферу и т.д., могут испытывать отток ресурсов и капитала, что приводит к относительному отставанию от фирм, проявляющих меньшую социальную активность. Более того, некоторые научные статьи показали, что из-за растущих финансовых расходов у таких компаний может наблюдаться падение котировок акций [21].

### Обсуждение существующих исследований

#### *Распределение по периодам времени*

В последние десятилетия можно наблюдать растущее количество исследований по данной теме. Согласно Дж. Фриду с соавт., с 1970-х гг. по 2014 г. опубликовано около 2250 эмпирических исследований, посвященных причинно-следственной связи между ESG и финансовыми результатами, более 1000 научных исследований появились с 2015 г. [2; 6; 16]. Тем не менее многочисленные работы не приблизили окончательный единообразный вывод о влиянии эффективности в области ESG на финансовые результаты (Рисунок 2).

**Рисунок 2.** Процентный показатель статей о соотношении ESG и финансовых результатов компании (ФПК) по периодам

Источник: [22].

Исследования взаимосвязи между ESG и финансовыми результатами можно разделить на различные группы по разным методам, разным выборкам компаний, разным переменным, взятым как прокси финансовых результатов, и разным показателям устойчивого развития компаний.

#### Распределение показателей финансовых результатов

В целом работы подразделяются на два типа: исследования, ориентированные на компанию, и исследования, ориентированные на инвесторов. Исследования, ориентированные на компанию, изучают операционные показатели, такие как рентабельность капитала (ROE), рентабельность активов (ROA) или доходность акций в виде прибыли на акцию (EPS). В исследованиях, ориентированных на инвесторов, результаты деятельности компании рассматриваются с точки зрения инвестора с применением следующих показателей: Q Тобина или коэффициент Шарпа к портфелю акций.

В отчете исследователей Центра Стерна Нью-Йоркского университета изучалась разница между результатами этих двух видов работ на основании около 245 научных статей, опубликованных с 2015 по 2020 г. [16]. Основные выводы представлены на Рисунке 3. Среди исследований, ориентированных на компанию, в 58% работ, использовавших операционные показатели, сделаны выводы о положительном и статистически значимом влиянии ESG на финансовые результаты, 8% – показали отрицательные результаты, в 21% – сделали вывод о смешанном влиянии, а 13% не обнаружили статистической значимости. Что касается исследований, ориентированных на инвесторов, 33% научных работ показали положительное воздействие, 14% – отрицательные результаты, 26% – смешанные результаты, а в 26% – не выявлено статистической значимости. Таким образом, в исследованиях нет единого мнения касательно влияния ESG и финансовых результатов компаний независимо от их ориентированности на компанию или инвесторов.

**Рисунок 3.** Результаты исследований по соотношению между ESG и финансовыми результатами

Источник: [16].

Как указано выше, в исследованиях, ориентированных на компанию, используются операционные показатели финансовых результатов, такие как ROA, ROE, ROCE (прибыль на задействованный капитал) и т.д. Однако среди этих исследований нет единства: в одних обнаружена положительная взаимосвязь [23; 24], в других сделаны выводы об отрицательной связи [25], также были примеры со смешанными результатами по различным бухгалтерским показателям

[26] и, наконец, несколько исследователей не обнаружили статистически значимого воздействия [27; 28].

С одной стороны, существуют многочисленные исследования, подтверждающие идею, что успешность ESG положительно соотносится с финансовыми результатами. Согласно этой точке зрения, высокая эффективность компании в области ESG отражает ее приверженность устойчивому развитию и управлению рисками, и оба эти вида

деятельности могут повысить финансовые результаты организации. Исследователи выявили, что по сравнению со своими конкурентами компании с высоким ESG-рейтингом в долгосрочной перспективе зачастую демонстрируют более высокие финансовые результаты. Согласно выводам настоящего исследования, у предприятий с хорошо налаженными ESG-практиками наблюдается тенденция к более высоким показателям операционной деятельности и меньшей опасности для окружающей среды. Ченгхонг Чжао с соавт. изучили взаимосвязь между ESG и финансовыми результатами в 20 крупных энергетических компаниях Китая, торгующихся на бирже, за 10-летний период [24]. Их вывод: ESG-оценки положительно влияют на прибыль на задействованный капитал (ROCE).

С другой стороны, некоторые исследователи заявляют, что между ESG и финансовым успехом может быть отрицательная связь, при этом другие предполагают, что между этими двумя показателями нет существенной взаимосвязи. Согласно данной точке зрения, деятельность в области ESG может отвлекать ресурсы от деятельности, приносящей прибыль, что может негативно сказаться на финансовых результатах. Е. Дюк-Грисалес и Х. Агилера-Каракуэль исследовали воздействие ESG-оценок и ROA на 104 компаниях из Бразилии, Чили, Колумбии, Мексики и Перу с 2011 по 2015 г. [25]. Выводы продемонстрировали статистически значимое отрицательное воздействие ESG-оценки и ее компонента на ROA. Это означает, что компании с более высокой эффективностью в области ESG имели более низкие финансовые результаты. Иначе говоря, не всегда компании с исключительно высокими достижениями в области устойчивого развития оказывались самыми прибыльными. Данный результат устанавливает основу для обратной зависимости между рациональным использованием природных ресурсов и прибыльностью в мире бизнеса.

Более того, воздействие на различные бухгалтерские показатели может быть разным. Карнини Пулино с соавт. изучали влияние ESG на EBIT (прибыль до уплаты процентов и налогов) и ROA на выборке из самых крупных итальянских компаний, котирующихся на бирже, с 2011 по 2020 г. [26]. Выводы свидетельствуют о положительном воздействии компонентов ESG на EBIT, но отрицательном влиянии на ROA. В частности, экологический и социальный компоненты оказывают положительное влияние на EBIT.

Кроме того, исследования, ориентированные на инвесторов, также добавляют рыночные показатели финансовых результатов, такие как Q Тобина, доходы и пр. При этом выводы также противоречивы. Например, в одном из предыдущих исследований Д. Д. Ли, Р. В. Фафф и К. Лангфельд-Смит изучали воздействие ESG как на ROA, ROS и ROE как бухгалтерские показатели эффективности, так и на абсолютный доход за три года, однофакторную и шестифакторную альфу как прокси рыночных показателей [29]. В выборку вошло около 500 компаний из индекса Доу Джонса (DJGI). Что касается результатов, авторы обнаружили отрицательную взаимосвязь между ESG и рыночными показателями, но не выявили воздействия ESG на бухгалтерские показатели. Более позднее исследование Патрика Вельте изучало воздействие ESG и его компонентов на ROA и Q Тобина [19]. Выборка состояла из 412 компаний, котирующихся на Первоклассном стандарте Германии за 2010–2014 гг. Результаты данного исследования противоречат предыдущей работе Д. Д. Ли, Р. В. Фаффа и К. Лангфельд-Смита. На основе регрессионного анализа

П. Вельте выяснил, что ESG и его компоненты оказывают положительное воздействие на ROA, однако для Q Тобина статистически значимые коэффициенты не обнаружены. Поэтому из-за различных значений влияние на рыночные и бухгалтерские показатели финансовых результатов может быть разным.

Тем не менее Р. Атан с коллегами изучал воздействие ESG на ROE и Q Тобина публичных компаний с ограниченной ответственностью из Малайзии [30]. Они проанализировали 54 компании за 2010–2013 гг. Регрессионный анализ не выявил статистической значимости как для ROE, так и для Q Тобина.

Более того, в некоторых работах обнаружено разное воздействие различных ESG-компонентов. Например, Д. Шарма, С. Бхаттачарья и С. Тхукрал концентрировались в своем исследовании на причинно-следственной связи между ESG-оценкой и раскрытием финансовых результатов компаний в Индии. В выборку вошли 99 компаний из индекса BSE-500 за 2011–2015 гг. Финансовые результаты определяли на основании ROA и Q Тобина. В исследовании сделан вывод об отрицательном влиянии ESG и его компонентов на бухгалтерские и рыночные показатели ФР. Однако социальный компонент положительно влияет на Q Тобина, а размер компании играет смягчающую роль в этой взаимосвязи [31].

Отдельный ряд статей посвящен теме стоимостно-ориентированного управления (COU). Стоимостно-ориентированные методы способствуют максимизации экономической ценности организации, распределяя активы компании с наибольшей эффективностью. Капитал не достается бесплатно; у него есть цена, которую необходимо учитывать при его использовании. Одним из наиболее широко применяемых в научных статьях показателей COU является экономическая добавленная стоимость (EVA). EVA измеряет добавочную стоимость, созданную руководителями, отражая рост или снижение стоимости компании за определенный период. Ее можно использовать как для прогнозирования, так и для ретроспективы [32]. EVA или экономическая прибыль – это расчет фактической прибыли, полученной предприятием в течение года, и она в значительной степени отличается от его бухгалтерской прибыли, поскольку последняя не учитывает стоимость акционерного капитала. EVA отображает прибыль, оставшуюся после учета стоимости всего капитала, включая акционерный капитал, в то время как бухгалтерская прибыль определяется без добавления затрат на акционерный капитал [33]. Технически EVA – это прибыль до выплаты процентов минус балансовая стоимость компании, умноженная на среднюю стоимость капитала [34].

Проблемы с EVA начались, когда аналитики попытались описать этот параметр, придав ему значение, которого у него фактически нет. Создание стоимости всегда зависит от ожиданий заинтересованных сторон. Реальная ситуация, когда значение EVA и экономическая прибыль в определенный год положительны и даже превысили ожидаемые показатели, но во то же время стоимость компании или структурного подразделения уменьшилась, потому что из-за слабого управления снизились ожидания [34].

Другое исследование, доказывающее, что EVA все-таки влияет на ESG – это «Исследование соотношения между ESG-эффективностью и экономической добавленной стоимостью», авторами которого являются Джинг Хуанг, Гикиан Ли, Чжишу Ли. В этой работе для исследования используются данные выборки, в которую входят котирующиеся на бирже компании с акциями класса А, с 2012 по 2019 г., чтобы проанализировать влияние между эффективностью

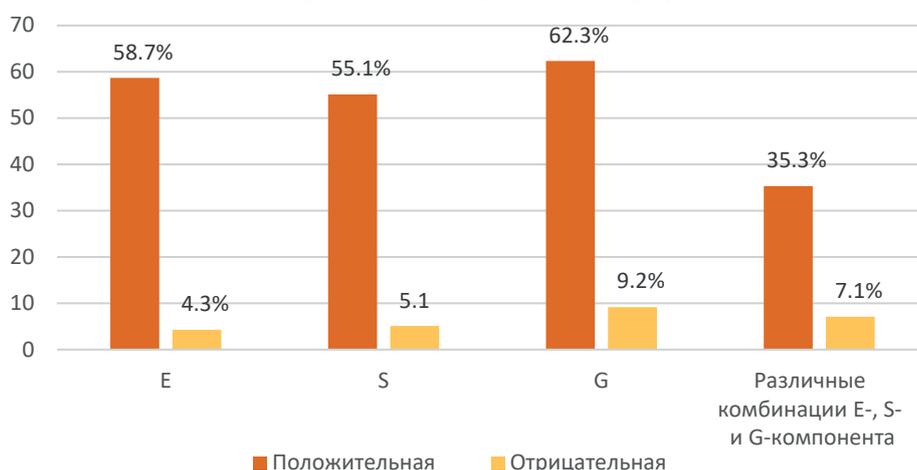
в области ESG и EVA путем эмпирического исследования, которое показало, что эффективность в области ESG существенно и положительно связана с EVA, а также что высокая эффективность в области ESG может влечь за собой рост показателя EVA [35]. Все три ESG-компонента оказывают существенно положительное воздействие на EVA. Что еще интереснее, данное исследование также выявило, что эффективность в области ESG сохраняет высокую важность в повышении показателя EVA у компаний, принадлежащих к отраслям с высокими выбросами углерода.

Более того, ESG-факторы влияют на финансовые результаты компаний по-разному. Некоторые компании могут сфокусироваться на инициативах в одной из этих трех областей, таким образом, повышая стоимость, в то время как другие могут фактически снизить финансовую стоимость. Например, компания может отдавать приоритет социальным практикам и взаимодействию с заинтересованными сторонами, при этом пренебрегать экологической ответственностью либо иметь корпоративное управление на низком уровне. Следовательно, более углубленное изуче-

ние отдельных факторов может обеспечить ценные аналитические выводы о том, каким образом ESG-деятельность влияет на финансовые результаты [25].

Таким образом, исследования могут рассмотреть лишь одну часть концепции ESG. В. Л. Крисостомо с коллегами изучили воздействие КСО на ROA и Q Тобина на 78 бразильских компаниях за 2001–2006 гг. [36]. Результаты свидетельствуют о существенно отрицательном соотношении между КСО и Q Тобина. Однако между КСО и Q Тобина не наблюдалось статистически значимой связи. Т. Г. Ланди и М. Скиарелли также рассматривали, как КСО воздействует на аномальную доходность итальянских компаний с 2007 по 2015 г. [37]. Аномальную доходность измеряли при помощи подхода Фама – Френча. В исследовании использовали отношение EBITDA (прибыль до вычета процентов, налогов, износа и амортизации) к акционерному капиталу, отношение задолженности к собственному капиталу, общие активы и ставку реинвестирования. Применяв модель с фиксированными эффектами для регрессионного анализа, авторы выявили незначительное влияние ESG на аномальную доходность.

**Рисунок 4.** E-, S- и G-категории и их связь с финансовыми результатами компании



Источник: [2].

Другим направлением исследований является нелинейная взаимосвязь между ESG и финансовыми результатами. В связи с этим М. Шаббир с коллегами изучали линейную и нелинейную взаимосвязь между КСО и финансовыми результатами. В исследовании используются данные по 350 компаниям, котирующимся на Фондовой бирже Карачи в Пакистане за 2008–2017 гг. [38]. В данной работе использовали два основных показателя эффективности компании: избыточную биржевую прибыль, а также ROA и ROC. В качестве контрольных переменных авторы применили показатель продаж, расходы на раскрытие информации по НИОКР и финансовый рычаг. При помощи линейного панельного регрессионного анализа авторы обнаружили, что существенная взаимосвязь между КСО и показателями финансовых результатов отсутствует. Тем не менее нелинейные модели указывают на то, что оценки раскрытия ESG-информации имели значимую U-образную связь ESG с ROA и ROC, но по биржевой прибыли показатели статистически незначимы.

### Географические различия

На взаимосвязь между ESG и ФР может влиять географическая зона, на территории которой работает компания. Наиболее распространенное географическое деление в научной литературе применяется в сравнительных исследованиях

развивающихся и развитых стран. Институциональный контекст развитых и развивающихся экономик существенно различается. В развитых экономиках существует реально функционирующее обязательственное право, эффективно распространяется информация и присутствует большое количество активных потребителей. В развивающихся экономиках, напротив, слабое функционирование обязательственного права, плохо развито распространение информации и мало активных потребителей.

В развитых экономиках надежно обеспечено применение обязательственного права, а это означает, что физические лица или организации могут привлекаться к ответственности за вред, причиненный другим лицам. Благодаря этому у юридических и физических лиц возникает чувство ответственности, побуждающее действовать в рамках этических норм и принимать меры по предотвращению нанесения вреда другим лицам. Обеспечено также эффективное распространение информации, позволяющее потребителям принимать обоснованные решения в отношении продукции и услуг. Эту деятельность поддерживают многочисленные активные потребители, которые занимаются активным поиском информации и привлекают предприятия к ответственности за их действия.

С другой стороны, в развивающихся экономиках применение обязательственного права обеспечено на низком уровне, а это означает, что физические лица или организации невозможно привлечь к ответственности за вред, причиненный другим лицам. Такая безнаказанность создает культуру вседозволенности, при которой неэтичное поведение не встречает противодействия. Кроме того, распро-

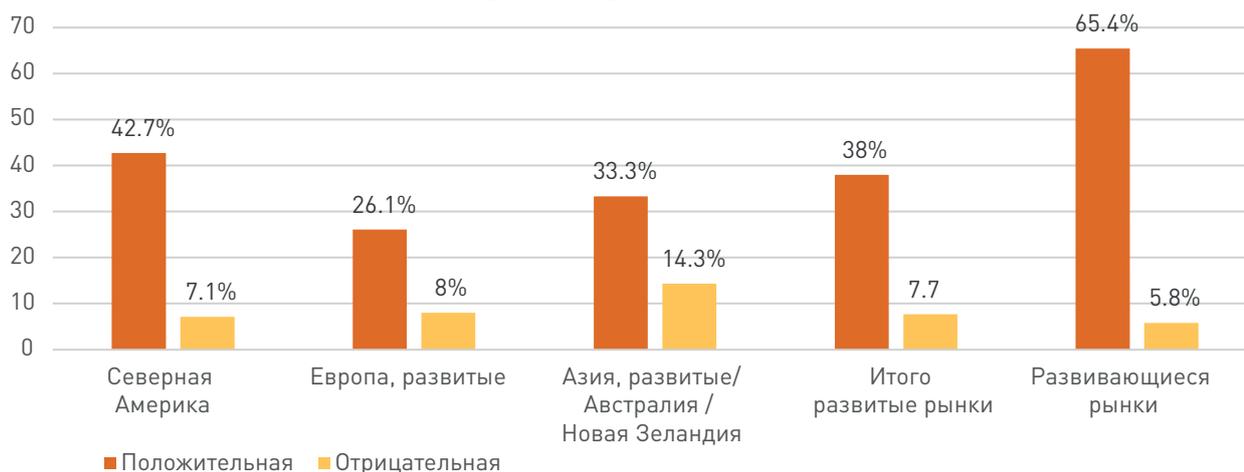
странение информации ограничено, из-за чего потребителям трудно принимать обоснованные решения. Наконец, в развивающихся экономиках активные потребители немногочисленны. Это означает, что предприятия испытывают меньшее давление, побуждающее их действовать в соответствии с этическими нормами [39].

**Рисунок 5.** Процентный показатель распространения публикаций в зависимости от развитости экономики



Источник: [22].

**Рисунок 6.** Взаимосвязь между ESG и ФПК в различных регионах



Источник: [2].

В некоторых исследованиях авторы концентрируются на том, каким образом воздействие эффективности в области ESG на финансовые результаты компании отличается в развитых и развивающихся странах в контексте ROA, ROE и Q Тобина. Например, Н. Наим, С. Канкая и Р. Билдик проанализировали 305 экологически вредных компаний из развитых стран и 78 – с развивающихся рынков [40]. Полученные результаты свидетельствуют о том, что влияние ESG-эффективности экологически вредных компаний на финансовые результаты в развитых странах выше. Между ESG с компонентами и всеми переменными финансовых результатов статистически значимой взаимосвязи не обнаружено. Что касается развитых стран, E-компонент оказывает положительное воздействие на ROA, S-компонент отрицательно влияет на ROA, ESG и G-компонент оказывают положительное воздействие на ROE. Более того, ESG и E-компонент положительно влияют на Q Тобина в развитых странах.

Другим примером является сравнительное исследование И. В. К. Тинга с соавт., в котором авторы изучали разни-

цу во влиянии ESG-оценки на ФП между развивающимися и развитыми рынками [41]. Исследование было основано на ESG-оценках из базы данных Thomson Reuters и охватывало 1317 компаний с развивающихся рынков и 3569 компаний с развитых рынков. Работа показала, что компании, работающие на развивающихся рынках, имели более высокую ESG-оценку по таким параметрам, как трудовые ресурсы, права человека, использование ресурсов и КСО. Однако влияние ESG-оценки на стоимость компании было статистически значимым и положительным только в развитых странах.

В заключение необходимо отметить, что исходя из опыта других исследований тему причинно-следственной связи между ESG-оценкой и финансовыми результатами компаний можно рассматривать с различных точек зрения. В некоторых работах рассматриваются различные зависимые переменные финансовых результатов: бухгалтерские или рыночные показатели. Кроме того, выборки также отличаются в зависимости от одной страны или группы стран. Другим видом исследования является изучение нелинейной взаимосвя-

зи. Эти разнообразные работы не дают преимущественного ответа на вопрос о влиянии ESG на финансовые результаты. В связи с этим данное исследование концентрируется на изучении такой причинно-следственной связи при помощи трех аспектов переменных финансовых результатов путем применения новых методов Бостонской консалтинговой группы.

### Выдвижение гипотез

На основании анализа литературы настоящее исследование рассматривает взаимосвязь между ESG-рейтингом и финансовыми результатами в качестве основной темы. Мы решили охватить три разных вида показателей финансовых результатов, чтобы проанализировать способность различных компаний создавать стоимость. Кроме того, мы сосредоточиваем данное исследование на странах БРИКС, чтобы понять воздействие ESG-деятельности в развивающихся странах. Также мы включаем в анализ не только ESG-оценку, но и подкомпоненты, чтобы раскрыть более детальное воздействие. Таким образом, с учетом вышеупомянутых пробелов в исследованиях мы выдвигаем следующую гипотезу.

H1a: Общая ESG-оценка и оценки по компонентам оказывают отрицательное влияние на ROA ( $\beta_1 < 0$ ).

Мы предполагаем, что влияние эффективности в области ESG на ROA будет отрицательным.

Мы считаем, что связь между бухгалтерскими критериями финансовых результатов и ESG-эффективности соотносится с принципами теории легитимности. Теория легитимности гласит, что компании занимаются ESG-деятельностью, чтобы выполнить требования нормативных актов, удовлетворить ожидания внешних стейкхолдеров и продемонстрировать свое стремление к благополучию общества даже ценой расчетных убытков и расходов. В целом отрицательное влияние ESG-оценки на ROA можно объяснить действием таких факторов, как возросшие издержки, затраты на выполнение требований нормативных актов и незрелость рынка.

H1b: Общая ESG-оценка и оценки по компонентам оказывают положительное влияние на TSR ( $\beta_1 > 0$ ).

Мы ожидаем, что данный показатель продемонстрирует положительную взаимосвязь с ESG-оценкой. Наше предположение основано на нескольких научных статьях, которые рассуждают о повышении ожиданий и доверия инвесторов на основании высоких ESG-рейтингов. Положительная

взаимосвязь рыночных критериев финансовых результатов с ESG-оценкой согласуется с теорией заинтересованных сторон. Прозрачность и сравнительно большее соответствие этическим принципам компаний с более высокой ESG-оценкой привлекают инвесторов. Компании, активно внедряющие ESG-повестку в свою деятельность, вызывают большее доверие со стороны стейкхолдеров, что положительно влияет на котировки их акций.

H1c: Общая ESG-оценка и оценки по компонентам оказывают положительное влияние на EVA ( $\beta_1 < 0$ ).

Мы ожидаем, что данный показатель продемонстрирует положительную взаимосвязь с ESG-оценкой. Данная гипотеза выведена из предыдущих исследований, указывающих на положительное соотношение между ESG-эффективностью и финансовыми результатами. Это дает основания предполагать, что устойчивые практики ведения бизнеса и ответственное корпоративное поведение оказывают положительное воздействие на способность компании создавать экономическую стоимость, превышающую ее стоимость капитала.

В целом значительную положительную взаимосвязь между ESG-эффективностью и EVA можно объяснить взаимозависимостью между операционной эффективностью, снижением риска, отношениями со стейкхолдерами и доступом к капиталу.

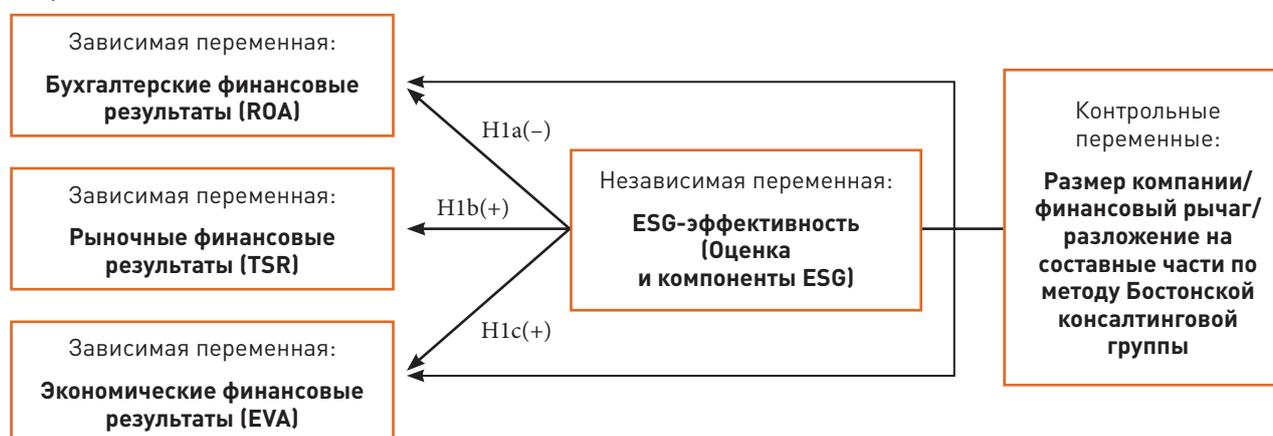
### Методология исследования и данные

#### Данные и создание выборки

Целью настоящего исследования является изучение влияния ESG-оценок на финансовые результаты. Для достижения данной цели в работе применяется количественный метод, придающий особое значение объективным показателям и применению численного, статистического и математического анализа данных. Применяя точные количественные методики, данная работа стремится найти эмпирические доказательства и получить точное понимание сути взаимосвязи между оценками ESG и финансовыми результатами.

На Рисунке 7 представлена схема исследования, примененная в работе. В исследовании используется одна независимая переменная, представленная ESG-оценкой, и три зависимых переменных, представленных тремя показателями финансовых результатов. Для каждого показателя финансовых результатов определены отдельные контрольные переменные.

Рисунок 7. Схема исследования



Источник: составлено авторами.

В настоящей работе мы использовали годовые данные различных компаний, ведущих деятельность в странах БРИКС. Выбор стран БРИКС обусловлен наблюдением, что взаимосвязи между ESG и финансовыми результатами в развивающихся экономиках недостаточно широко изучены в существующей литературе из-за того, что компании, ведущие деятельность на развивающихся рынках, часто имеют более низкие ESG-рейтинги. Причиной могут быть ограниченные требования к раскрытию нефинансовой информации и относительно низкий уровень принятия ESG-стандартов, что вызвано более высокими инвестиционными рисками и волатильностью ресурсов. Однако следует отметить, что развивающиеся экономики с более высокими темпами роста, включая страны БРИКС, могут предложить компаниям возможности инвестирования в ESG-практики и эффективного их применения, таким образом, достигая более высоких ESG-оценок [2].

В окончательную выборку настоящего исследования вошло 257 компаний из стран БРИКС: 45 компаний из Бразилии, составляющих 76% рыночной капитализации страны (за исключением финансовых компаний), 27 компаний из России (78% рыночной капитализации страны), 63 компании из Индии (41% рыночной капитализации страны), 82 компании из Китая (26% рыночной капитализации страны) и 40 компаний из ЮАР (81% рыночной капитализации страны).

Окончательный набор данных охватывает период последних пяти лет с 2017 по 2021 г. В целом использование ESG-рейтингов странами БРИКС началось в 2010 г., когда появилась возможность получать ESG-данные из базы данных Refinitiv. Тем не менее важно отметить, что часть компаний не приняла интегрированную отчетность сразу в 2010 г. В связи с этим количество компаний, имевших ESG-рейтинг в 2010 г., довольно небольшое. Таким образом, критерием отбора для максимального охвата как можно большего количества котирующихся на бирже компаний из стран БРИКС является наличие данных, начиная с 2017 г. Итак, в окончательную выборку настоящего исследования вошло 257 компаний из стран БРИКС за период с 2017 по 2021 г.

## Измерение и определение переменных

### Зависимые переменные

В настоящем исследовании используется набор показателей финансовых результатов, среди которых бухгалтерские, рыночные и экономические показатели. Наш подход основан на развитии показателей финансовых результатов, начиная с базовых бухгалтерских показателей, таких как чистая прибыль или рентабельность активов (ROA), и заканчивая рыночными показателями, такими как совокупный доход акционеров (TSR), и экономическими показателями, такими как экономическая добавленная стоимость (EVA). Анализ литературы, проведенный выше, свидетельствует о том, что существуют исследования, ориентированные на компанию, которые концентрируют внимание на бухгалтерских показателях финансовых результатов, и работы, ориентированные на инвесторов, которые используют рыночные показатели финансовых результатов. Результаты отличаются друг от друга из-за различных зависимых переменных. В связи с этим мы решили рассмотреть несколько показателей финансовых результатов, чтобы понять разницу во влиянии ESG-оценки на неодинаковые финансовые результаты.

Работа Амира Хоссейна Рахдари посвящена созданию специальной тройной структуры рейтинга с рейтингами

корпоративного управления, корпоративной социальной ответственности и корпоративных финансовых результатов [21]. Часть этой структуры рейтинга, касающаяся финансовых результатов, рассматривает его с трех точек зрения: бухгалтерской, рыночной и экономической. Исходя из этого, мы также решили выбрать по одному показателю из каждого направления.

В качестве бухгалтерского показателя мы выбрали наиболее широко распространенный в исследованиях показатель – рентабельность активов (ROA). Ее рассчитывают по следующей формуле: Чистая прибыль : Общие активы. Это отношение отображает, насколько эффективно компании управляют своими операциями и используют активы для получения прибыли. Преимущество бухгалтерских показателей заключается в том, что они могут предоставить исчерпывающие доказательства взаимозависимости между бухгалтерской и экономической прибылью. Кроме того, ROA служит основополагающим индикатором финансовых результатов, нормализуя сравнение компаний, устраняя влияния различий в размере. ROA также описывает ежегодные изменения в условиях ведения бизнеса. В предыдущих исследованиях интегрированной отчетности, таких как работы Д. Шармы с соавт., П. Маларвижи и Р. Матта, Н. Наима с соавт., ROA также используется в качестве показателя [28; 31; 40]. Тем не менее ROA может подвергнуться критике из-за того, что этот показатель не отражает перспективу и не принимает во внимание факторы риска. Этот недостаток можно нивелировать, включив в модель контрольные переменные.

В отношении рыночных и экономических показателей мы решили ввести в наше исследование новшество и изучить воздействие ESG-эффективности на такие показатели, как совокупный доход акционеров и экономическая добавленная стоимость. Эти показатели финансовых результатов помогают оценить эффективность деятельности компании с внешней и внутренней точек зрения соответственно.

TSR – это показатель эффективности деятельности компании, представленный Бостонской консалтинговой группой, который отображает самые важные финансовые изменения в компании с точки зрения инвестора [5]. Его расчет основывается на изменении в цене акции в процентах за период и учитывает дивиденды на одну акцию за установленный период. Рост TSR привлекает инвесторов, поскольку представляет собой всесторонний коэффициент, указывающий на увеличение показателей, целевых для инвесторов. Этот показатель также позволяет инвесторам проводить всесторонние сравнения, поскольку его расчетами трудно манипулировать.

На сегодняшний день влияние повестки устойчивого развития стало одним из важных факторов при принятии инвестиционных решений. Это особенно справедливо в отношении устойчивых инвестиций и ответственных корпоративных практик. Понимание влияния высокой ESG-эффективности на финансовые результаты компании и создание биржевой стоимости может помочь инвесторам принимать обоснованные решения. Данное исследование влияния TSR на ESG способствует разрешению вопроса о важности включения ESG-факторов в инвестиционные стратегии.

Тем не менее TSR обеспечивает понимание только внешнего процесса создания стоимости, соответственно, необходимо оценить внутренний процесс создания стоимости, обеспечивающий глубинное понимание ключевых сти-

мулов, лежащих в основе фундаментальных показателей эффективности предприятия. Если говорить о стоимостно-ориентированных показателях, то EVA используется в научной литературе чаще других. EVA – это показатель финансовых результатов, предназначенный для оценки способности компании создавать экономическую стоимость, повышающую ее стоимость капитала. EVA завоевала широкое признание в качестве ценного инструмента оценки финансовых результатов компании и создания стоимости. Экономическую добавленную стоимость рассчитывают путем вычитания стоимости капитала для компании из ее чистой операционной прибыли после налогов (NOPAT). Формула расчета EVA следующая:

$EVA = NOPAT - (\text{Вложенный капитал} \cdot \text{Стоимость капитала})$ .

Далее представлена разбивка на компоненты, используемые в расчетах:

Чистая операционная прибыль после налогов (NOPAT) – это операционная прибыль, полученная компанией после вычета налогов. Ее рассчитывают путем умножения EBIT на разность единицы и налоговой ставки.

Вложенный капитал означает общий капитал, используемый компанией, включая заемный и собственный капитал. Он представляет собой денежные средства, вложенные в деятельность компании, и обычно рассчитывается как разность между общими активами и текущими пассивами.

Стоимость капитала – это норма прибыли, необходимая инвесторам для компенсации риска, связанного с инвестированием в компанию. Она представляет собой альтернативные издержки использования капитала для определенной инвестиции. Стоимость капитала обычно выражается в процентах и включает стоимость заемного и собственного капитала.

Для повышения сопоставимости переменной мы используем спред EVA. Спред EVA рассчитывается путем вычитания стоимости капитала из ROIC, где ROIC – отношение NOPAT к задействованному капиталу. Спред EVA показывает, выше или ниже требуемой нормы прибыли доходность, создаваемая компанией. Положительный спред EVA свидетельствует о том, что компания создает избыточную прибыль, а отрицательный спред EVA означает, что компания не покрывает свои расходы на капитал. Анализ спреда EVA в динамике по времени может помочь оценить эффективность создания стоимости компанией и ее способность создавать доходность, превышающую стоимость капитала.

### **Независимые переменные**

В нашей работе применяются такие независимые переменные, как показатели ESG. Мы использовали ESG-оценку и связанные с ней компоненты Refinitiv в качестве прокси ESG-эффективности [42]. Общая ESG-оценка Refinitiv состоит из трех оценок по компонентам, включающих 10 оценок по категориям ESG. Оценки по категориям охватывают 186 элементов данных, соответствующих каждой отрасли, а элементы данных, в свою очередь, объединяют 630 элементов данных, благодаря чему ESG-оценка Refinitiv является одной из самых всесторонних оценок.

В связи с этим E-компонент состоит из показателей использования ресурсов, выбросов и инноваций; в S-компонент входят трудовые ресурсы, права человека и ответственность за продукцию; G-компонент касается управления, акционеров и стратегии корпоративной социальной ответственности (КСО). Вес всех категорий нормализован до процентных показателей от 0 до 100.

Методология Refinitiv по оценке ESG-рейтингов является общепризнанным инструментом анализа того, насколько эффективно компании ориентируются в быстро меняющемся мире, адаптируясь к вопросам, важным для мирового сообщества. Оценка Refinitiv всеобъемлюща, насколько это возможно, и охватывает широкий спектр вопросов от глобального потепления до равноправия полов. Как следствие, данные Refinitiv по ESG широко применяют в научной литературе для изучения и тестирования научных гипотез [26; 40; 41; 43; 44].

### **Контрольные переменные**

На основании предыдущих научных статей мы определили наиболее широко используемые и значимые переменные и решили взять отдельные контрольные переменные для различных показателей финансовых результатов.

Для ROA и EVA мы выбрали размер компании, финансовый рычаг и отношение капитальных затрат к активам. Данные переменные выбраны в соответствии с теоретическими ожиданиями и совпадают с переменными из предыдущих исследований, которые изучали влияния ESG-оценок на финансовые результаты компаний [3; 31; 40; 43; 45; 46].

Размер компании определяется при помощи натурального логарифма объема продаж фирмы. Одно из предыдущих исследований стабильно показывало положительную корреляцию между размером компании и финансовыми результатами [4; 47]. Это можно объяснить действием различных факторов, которые имеются в распоряжении крупных компаний, таких как преимущество экономии за счет масштаба и области применения, доступности свободных ресурсов и более жесткий контроль стейкхолдеров. Кроме того, крупные компании являются объектом повышенного внимания СМИ и внешнего давления, что заставляет их более полно следовать политике корпоративного управления [43].

Финансовый рычаг определяется как отношение общей суммы обязательств к общим активам. С одной стороны, обеспечение выплаты задолженности на постоянной основе может способствовать эффективному управлению. Однако избыточный финансовый рычаг, высокие процентные ставки или существенные суммы выплат по долгам могут сократить доступные денежные потоки для будущих инвестиций [40]. У компаний с большой долей заемных средств выше вероятность агентских издержек по задолженности и издержек, связанных с финансовыми затруднениями. Кроме того, повышенная сумма финансовых обязательств данных компаний может привести к их уязвимости и снижению финансовых результатов [43]. Таким образом, мы ожидаем отрицательную корреляцию между финансовым рычагом и финансовыми результатами компании.

CAPEX, представляющий капитальные затраты как долю общих активов, служит прокси для инвестиций. С точки зрения долгосрочной перспективы принято считать, что у CAPEX положительная корреляция с экономическими результатами компании [43].

Что касается модели с TSR, мы следовали методологии Бостонской консалтинговой группы по разложению TSR на составные части и использовали эти части в качестве контрольных переменных [48]. Бостонская группа предлагает три основных драйвера, влияющих на TSR: основная стоимость, ожидания инвесторов и распределение свободного денежного потока.

Основная стоимость представляет собой балансовую стоимость будущих денежных потоков компании, принимая во

внимание ее рентабельность, производительность активов, перспективы роста и стоимость капитала. Работая над этими фундаментальными аспектами, компания может повлиять на восприятие и оценку рынком ее деятельности, что потенциально может увеличить цену ее акций. Сочетание роста продаж и изменения уровня рентабельности дает приблизительное представление о повышении основной стоимости компании. В данном исследовании мы используем изменение рентабельности по ЕБИТ в качестве прокси основной стоимости.

Ожидания инвесторов измеряются при помощи премии за ожидания, которая показывает, как оценочный коэффициент компании соотносится с коэффициентами равнозначных компаний из той же отрасли. Создавая положительное впечатление у инвесторов и вызывая доверие, компания может способствовать повышению ожиданий, что повлечет за собой рост биржевой стоимости акций. Коэффициент по ЕБИТДА служит показателем оценочного коэффициента компании и широко применяется инвесторами для приблизительной оценки будущих перспектив компании. Его определяют, разделив стоимость предприятия, включающую рыночную стоимость собственного и заемного капитала, на ЕБИТДА. В данном исследовании мы намеренно предпочли мультипликатор EV/Выручка мультипликатору EV/ЕБИТДА, понимая, что некоторые компании из нашей выборки отчитались об отрицательной прибыли за определенные годы, вошедшие в наш анализ.

Помимо этого, оптимизация распределения свободного денежного потока может способствовать повышению TSR. Дивиденды оказывают непосредственное влияние на TSR, а другие механизмы, такие как выкуп акций и выплата задолженности, могут косвенно повлиять на стоимость компании, таким образом, увеличивая общие доходы акционеров. Дивидендный доход, изменение стоимости акций на руках акционеров и изменение чистой задолженности являются способами распределения свободного денежного потока инвесторам, а вместе взятые, они формируют прибыль от свободного денежного потока.

**Таблица 2.** Результаты регрессионной модели для H1a: модель с фиксированными эффектами с робастными стандартными ошибками

Модель 1a: ESG в качестве независимой переменной	Зависимая переменная: ROA	Модель 1a: G-компонент в качестве независимой переменной	Зависимая переменная: ROA	Модель 1a: КСО в качестве независимой переменной	Зависимая переменная: ROA
ESG	-0.0004 (0.0003)	G-компонент	-0.0003* (0.0002)	КСО	-0.0004** (0.0002)
Ln (Продажи)	0.163*** (0.046)	Ln (Продажи)	0.159*** (0.044)	Ln (Продажи)	0.168*** (0.044)
Обязательства к активам	-0.249* (0.198)	Обязательства к активам	-0.250* (0.197)	Обязательства к активам	-0.250* (0.197)
Капитальные затраты к активам	0.162* (0.065)	Капитальные затраты к активам	0.153* (0.063)	Капитальные затраты к активам	0.150 (0.066)

## Методология

### Спецификация эконометрической модели

H1a: Общая ESG-оценка и оценки по компонентам оказывают отрицательное влияние на ROA ( $\beta_1 < 0$ ).

H1b: Общая ESG-оценка и оценки по компонентам оказывают положительное влияние на TSR ( $\beta_1 > 0$ ).

H1c: Общая ESG-оценка и оценки по компонентам оказывают положительное влияние на EVA ( $\beta_1 < 0$ ).

Модели по гипотезам представлены следующими уравнениями:

$$ROA_{n,t} \sim \alpha + \beta_1 \cdot ESG_{n,t} + \beta_2 \cdot Size_{n,t} + \beta_3 \cdot Leverage_{n,t} + \beta_4 \cdot Capex_{n,t} + \varepsilon_{n,t};$$

$$TSR_{n,t} \sim \alpha + \beta_1 \cdot ESG_{n,t} + \beta_2 \cdot EBIT\_mg_{n,t} + \beta_3 \cdot Multiple_{n,t} + \beta_4 \cdot FCF_{n,t} + \varepsilon_{n,t};$$

$$EVA_{spread}_{n,t} \sim \alpha + \beta_1 \cdot ESG_{n,t} + \beta_2 \cdot Size_{n,t} + \beta_3 \cdot Leverage_{n,t} + \beta_4 \cdot Capex_{n,t} + \varepsilon_{n,t},$$

где  $ESG_{n,t}$  – один из 14 описанных выше ESG-показателей;  $\alpha$  – свободный член, принимающий во внимание ненаблюдаемые фиксированные эффекты;  $\varepsilon_{n,t}$  – параметр ошибки.

## Эмпирические результаты

### Результаты бухгалтерского показателя

В Таблице 2 представлены результаты общей модели с ESG-оценкой в качестве независимой переменной устойчивого развития и ROA – в качестве зависимой переменной. Мы рассмотрели следующие переменные: Size (размер компании), Leverage (финансовый рычаг) и коэффициент CAPEX (капитальные затраты). Знаки при коэффициентах полностью соответствуют нашим ожиданиям, заключавшимся в том, что размер компании и коэффициент CAPEX имеют статистически значимые положительные коэффициенты, а у финансового рычага – статистически значимый отрицательный коэффициент.

Модель 1a: ESG в качестве независимой переменной		Модель 1a: G-компонент в качестве независимой переменной		Модель 1a: КСО в качестве независимой переменной	
Наблюдения	1274	Наблюдения	1274	Наблюдения	1276
R <sup>2</sup>	0.216	R <sup>2</sup>	0.216	R <sup>2</sup>	0.221
F-статистика	69.323*** (df = 4; 1009)	F-статистика	69.691*** (df = 4; 1009)	F-статистика	71.853*** (df = 4; 1011)
Примечание:	*p<0,1**p<0,05***p<0,01	Примечание:	*p<0,1**p<0,05***p<0,01	Примечание:	*p<0,1**p<0,05***p<0,01

Примечание: сгенерировано RStudio («Stargazer»).

Источник: составлено авторами.

Помимо этого, более глубокий анализ ESG-компонентов, коэффициентов экологической и социальной оценки также указывает на отсутствие статистически значимого влияния. Чтобы лучше изучить этот результат, мы определяем, какая категория компонента корпоративного управления играет решающую роль в данном влиянии. Результаты свидетельствуют о том, что у категории КСО отрицательный статистически значимый коэффициент, равный  $-0.0004$  (статистически значим на уровне 5%) (См. Таблицу 2). Таким образом, первая часть первой гипотезы не отклоняется для ESG-оценки и компонента корпоративного управления. Отрицательное влияние ESG-оценок на ROA в странах БРИКС можно объяснить несколькими факторами, характерными для развивающихся экономик.

В странах БРИКС может быть разная степень строгости регулирования и исполнения законов в отношении ESG-практик. Это согласуется с теорией легитимности, поскольку компании, ведущие деятельность в данных регионах, могут пострадать от издержек соблюдения законодательства, штрафов или правовой ответственности, связанными с экологическими, социальными вопросами и вопросами корпоративного управления. Эти факторы снижают прибыльность и отрицательно влияют на ROA. Кроме того, страны БРИКС могут столкнуться с ограничениями по ресурсам, такими как ограниченный доступ к экологически чистым технологиям, неразвитая инфраструктура или неэффективное использование ресурсов. Эти ограничения также могут повысить операционные издержки и снизить производительность, что затем отрицательно отразится на ROA.

Еще одним фактором может быть то, что компании, функционирующие в странах БРИКС, находятся в процессе перехода к более передовым ESG-практикам. Первоначальные инвестиции, необходимые для соблюдения ESG-стандартов, такие как инвестиции в обновление инфраструктуры или внедрение экологических инноваций, могут временно снизить прибыльность. Например, Китай с неизменно самыми низкими ESG-оценками в настоящее время находится в процессе перехода к более устойчивому развитию. Таким образом, компаниям, работающим в таких условиях, приходится идти на дополнительные затраты, чтобы соответствовать новым требованиям. Поэтому на таких развивающихся рынках у компаний может наблюдаться кратковременное отрицательное воздействие ESG-оценок на финансовые результаты.

Восприятие инвесторами и динамика рынка играют крайне важную роль в определении оценки стоимости и финансовых результатов компании. Если рынок не полностью одобряет или вознаграждает компании за их усилия в области ESG, компании с более высокими ESG-оценками могут не почувствовать быстрого положительного влияния на их ROA. Это может привести к отрицательной корреляции между ESG-оценками и ROA.

### Результаты рыночных показателей

В Таблице 3 приведены результаты общей модели с ESG-оценкой в качестве независимой переменной устойчивого развития и TSR – в качестве зависимой переменной. Знаки при коэффициентах полностью соответствуют нашим ожиданиям, заключавшимся в том, что все контрольные переменные имеют статистически значимые положительные коэффициенты. Таким образом, ESG-оценки оказывают положительное влияние на рыночные результаты компании. В связи с этим увеличение ESG на 1 пункт влечет за собой увеличение TSR на 0.009.

Кроме того, при более глубоком анализе ESG-компонентов коэффициенты экологической и социальной оценки также демонстрируют положительное статистически значимое воздействие (См. Таблицу 3). Однако часть ESG, относящаяся к корпоративному управлению, не имеет статистически значимого коэффициента (см. Приложение 1).

В связи с этим увеличение экологического компонента на 1 пункт приведет к увеличению TSR на 0.006 (статистически значимо на уровне 5%). Для более качественного изучения данного результата мы также рассматриваем различные категории экологического компонента. Результат свидетельствует о том, что у категории использования ресурсов есть статистически значимый коэффициент, равный 0.005 (статистически значим на уровне 5%) (См. Таблицу 3). Согласно методологии Refinitiv, категория использования ресурсов отражает эффективность деятельности компании и ее способность снизить количество используемого сырья, энергии или воды, а также найти более экологичные решения, усовершенствовав управление цепочкой поставок. Поэтому совершенствование практик использования ресурсов может привести к более высоким рыночным результатам компаний.

**Таблица 3.** Результаты регрессионной модели для H1b: модель с фиксированными эффектами с робастными стандартными ошибками

Модель 1b: ESG в качестве независимой переменной	Зависимая переменная: TSR	Модель 1b: E-компонент в качестве независимой переменной	Зависимая переменная: TSR	Модель 1b: Использование ресурсов в качестве независимой переменной	Зависимая переменная: TSR
ESG	0.009*** (0.003)	E-компонент	0.006** (0.002)	Использование ресурсов	0.005** (0.002)
Рост рентабельности по EBIT	0.010* (0.008)	Рост рентабельности по EBIT	0.010* (0.008)	Рост рентабельности по EBIT	0.010 (0.004)
Рост отношения EV к выручке	0.277*** (0.086)	Рост отношения EV к выручке	0.278*** (0.086)	Рост отношения EV к выручке	0.226*** (0.086)
Доход от свободного денежного потока	-0.0001 (0.001)	Доход от свободного денежного потока	-0.0001 (0.001)	Доход от свободного денежного потока	-0.0001 0.001
Наблюдения	1128	Наблюдения	1 128	Наблюдения	1 128
R2	0.079	R2	0.075	R2	0.078
F-статистика	14.908*** (df = 4; 699)	F-статистика	14.244*** (df = 4; 699)	F-статистика	14.915*** (df = 4; 702)
Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01		Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01		Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01	

Примечание: сгенерировано RStudio (Stargazer).

Источник: составлено авторами.

Помимо этого, у социального компонента есть положительный статистически значимый коэффициент по TSR, равный 0.011 (статистически значим на уровне 1%) (Таблица 4). Поэтому рост социального компонента на 1 пункт приведет к увеличению TSR на 0.011. Кроме того, регрессия по категориям социального компонента показывает, что все категории оказывают положительное и статистически значимое воздействие на TSR. Таким образом, все категории социального компонента, включая трудовые ресурсы, права человека, сообщество и ответственность за продукцию, важны для повышения рыночных результатов. Однако компонент корпоративного управления и его категории не оказывают статистически значимого влияния на TSR. Следовательно, мы не отклоняем вторую часть первой гипотезы для ESG-оценок, экологического и социального компонента. Положительное воздействие ESG-оценок на TSR в странах БРИКС может быть вызвано приведенными ниже причинами.

В первую очередь, согласно теории заинтересованных сторон, компании с более высокими ESG-оценками обычно имеют более тесные связи с клиентами, сотрудниками и органами власти. Причиной является то, что компании, ори-

ентированные на более ответственные экологические и социальные процессы, наряду с прозрачным корпоративным управлением, обладают лучшей социальной репутацией и завоевывают дополнительное доверие стейкхолдеров. Хорошие отношения со стейкхолдерами могут повысить лояльность клиентов, удовлетворенность сотрудников и их производительность, а также способствовать возникновению поддерживающего нормативно-правового регулирования, что в конечном итоге положительно скажется на финансовых результатах компании и TSR. Кроме того, существует растущая тенденция по поиску инвесторами возможностей экологически ответственного инвестирования, которое соответствует их ценностям и способствует положительному экологическому и социальному влиянию. Компании с высокими ESG-оценками часто воспринимаются как располагающие большими возможностями для решения возникающих социальных проблем, адаптации к изменениям в нормативном регулировании и соответствия ожиданиям стейкхолдеров. Такое восприятие привлекает социально ответственных инвесторов, что ведет к повышенному спросу на акции компаний и потенциально стимулирует рост стоимости акций, соответственно, и рост TSR.

**Таблица 4.** Результаты регрессионной модели для H1b: модель с фиксированными эффектами с робастными стандартными ошибками

Модель 1b: S-компонент в качестве независимой переменной	
	Зависимая переменная TSR
S-компонент	0.011*** (0.003)
Рост рентабельности по ЕБИТ	0.009* (0.004)
Рост отношения EV к выручке	0.264*** (0.040)
Доход от свободного денежного потока	-0.0001 (0.001)
Наблюдения	1128
R2	0.086
F-статистика	16.508*** (df=4; 699)
Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01	

Примечание: сгенерировано RStudio (Stargazer).

Источник: составлено авторами.

Во-вторых, компании с высокими ESG-результатами имеют тенденцию следовать бизнес-практикам, ориентированным на устойчивое развитие, которые учитывают экологические факторы наряду с финансовыми вопросами. Эти практики могут снизить риски и улучшить репутацию, в конечном итоге способствуя долгосрочному созданию стоимости. Что касается снижения риска, компании в странах БРИКС, ориентированные на ESG, с большей вероятностью будут соблюдать экологические и социальные нормы. Путем эффективного управления рисками, связанными с воздействием на окружающую среду, социальными спорами и проблемами корпоративного управления, компании могут избежать затратных юридических штрафов, репутационных потерь и прерывания производственного процесса. Данный упреждающий подход к управлению рисками обеспечивает повышение TSR.

И последний важный момент касается того, что поскольку выборка исследования состояла из развивающихся компаний, важно отметить инвестиционные возможности. У компаний из стран БРИКС с высокими ESG-оценками может быть более легкий доступ к капиталу и более низкие проценты по займам. Инвесторы, сознательные в области ESG, включая социально ответственные инвестиционные фонды и институциональных инвесторов, все больше интересуются компаниями с высокими ESG-результатами. Облегченный доступ к капиталу и растущие инвестиционные возможности могут предоставить компаниям ресурсы, необходимые для стимулирования роста, инноваций и расширения на рынке, что ведет к повышению TSR.

## Результаты по экономическим показателям

В Таблице 5 приведены результаты модели с ESG-оценкой в качестве независимой переменной устойчивого развития и спреда EVA – в качестве зависимой переменной. Учитывая воздействие ESG на спред EVA, отрицательный коэффициент ESG статистически значим и равен  $-0,008$  (статистически значим на уровне 10%). В связи с этим увеличение ESG на 1 пункт влечет за собой снижение спреда EVA на 0.008.

Кроме того, при более глубоком анализе ESG-компонентов коэффициенты экологического компонента, компонента корпоративной ответственности и их категорий также демонстрируют отсутствие статистически значимого воздействия. Тем не менее у социальной части ESG коэффициент статистически значим и равен  $-0,007$  (статистически значим на уровне 10%) (См. Таблицу 5). Это означает, что при увеличении социального компонента на 1 спред EVA снизится на 0.007. Для более качественного изучения данного результата мы также выясняем, какая категория социального компонента играет ключевую роль в данном воздействии. Результат свидетельствует о том, что у категории трудовых ресурсов есть отрицательный статистически значимый коэффициент, равный 0.007 (статистически значим на уровне 1%) (См. Таблицу 5). Согласно методологии Refinitiv, категория трудовых ресурсов отражает эффективность деятельности компании в области повышения удовлетворенности работой, обеспечения защиты здоровья и безопасности на рабочем месте, разнообразия в организации и равных возможностей, а также создания условий роста для трудовых ресурсов. Таким образом, мы не отклоняем последнюю часть первой гипотезы для ESG-оценки и социального компонента. Отрицательное влияние ESG-оценки на EVA в странах БРИКС можно объяснить действием нескольких факторов, характерных для этих экономик.

Компании стран БРИКС все еще находятся на ранних этапах процесса полного внедрения ESG-практик в свои стратегии и деятельность. Неполная осведомленность, низкий спрос со стороны инвесторов на инвестиции, ориентированные на ESG, или нехватка ресурсов для осуществления ESG-инициатив могут ослабить взаимосвязь между ESG-оценкой и EVA. Первоначальные инвестиции и корректировки, необходимые для приведения в соответствие со стандартами ESG, могут временно повлиять на прибыльность и препятствовать росту EVA. Однако в долгосрочной перспективе данные действия могут способствовать повышению устойчивости и созданию стоимости.

**Таблица 5.** Результаты регрессионной модели для Н1с: модель с фиксированными эффектами с робастными стандартными ошибками

Модель 1с: ESG в качестве независимой переменной	Зависимая переменная:	Модель 1с: S-компонент в качестве независимой переменной	Зависимая переменная:	Модель 1с: Трудовые ресурсы в качестве независимой переменной	Зависимая переменная:
	Спред EVA		Спред EVA		Спред EVA
ESG	-0.008* (0.005)	S-компонент	-0.007* (0.004)	Трудовые ресурсы	-0.007*** (0.003)
Ln (Продажи)	2.501*** (0.468)	Ln (Продажи)	2.493*** (0.465)	Ln (Продажи)	2.518*** (0.455)
Обязательства к активам	-1.224*** (0.452)	Обязательства к активам	-1.246*** (0.455)	Обязательства к активам	-1.244*** (0.466)
Капитальные затраты к активам	3.180** (1.681)	Капитальные затраты к активам	3.300** (1.697)	Капитальные затраты к активам	3.418** (1.694)
Наблюдения	1 266	Наблюдения	1 266	Наблюдения	1 272
R2	0.078	R2	0.079	R2	0.084
F-статистика	21.271*** (df = 4; 1001)	F-статистика	21.355*** (df = 4; 1001)	F-статистика	23.114*** (df = 4; 1007)
Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01.		Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01.		Примечание: *p<0.1**p<0.05***p<0.01.	

Примечание: сгенерировано RStudio (Stargazer).

Источник: составлено авторами.

Для более подробного описания необходимо отметить, что компании, работающие на развивающихся рынках, таких как БРИКС, и активно инвестирующие в устойчивое развитие, осуществляют значительные расходы, связанные с экологическими инициативами и соблюдением стандартов. Эти расходы, включающие затраты на улучшение условий труда, совершенствование корпоративного управления и внедрение новых технологий, отрицательно влияют на прибыльность компании и, соответственно, на EVA.

Кроме того, как отмечалось ранее, страны БРИКС сталкиваются с дополнительными трудностями при внедрении практик устойчивого развития. Это может быть связано с ограниченным доступом к информационным технологиям, недостаточной осведомленностью общества об устойчивом развитии, а также с неэффективным использованием ресурсов. Эти факторы также влияют на операционные расходы компаний и отрицательно влияют на экономическую стоимость.

Наконец, из-за широко распространенного восприятия EVA с точки зрения инвестора важно отметить, что в рыночной среде стран БРИКС присутствует волатильность, политическая неопределенность и дополнительные риски. Неопределенность рынка влияет на поведение инвесторов и их способы принятия решений. Инвесторы могут обращать внимание на другие факторы, таким образом не уделяя должного внимания долгосрочным финансовым преимуществам от внедрения ESG-практик. Это препятствует росту EVA, несмотря на усилия компаний по улучшению ESG-показателей.

## Вывод и рекомендации

### Обсуждение результатов

Повестка устойчивого развития активно внедряется в деловую сферу стран БРИКС. За последние годы в этом направлении был достигнут определенный прогресс, однако

для преодоления существующих трудностей и совершенствования практик устойчивого развития необходимы дополнительные усилия.

Для улучшения внедрения ESG-практик в странах БРИКС необходимо усилить нормативно-правовую базу, особенно в отношении прозрачности раскрытия информации и введения обязательных стандартов отчетности по устойчивому развитию. Другим важным аспектом является необходимость уделять дополнительное внимание социальным аспектам устойчивого развития с точки зрения прав человека, трудовых ресурсов и общества в целом. Для достижения успеха необходимо поощрять международное сотрудничество, а также обмен знаниями и практиками в области ESG-опыта.

Несмотря на то что высокие ESG-оценки компаний из стран БРИКС могут отрицательно влиять на показатели прибыльности, в частности на ROA, эта взаимосвязь может быть разной в зависимости от отраслевых и географических факторов. По мере роста приверженности компаний устойчивому развитию, регулирование требований к отчетности будет ужесточаться, а отношение к устойчивому развитию изменится. Таким образом, мы полагаем, что в долгосрочной перспективе отрицательное влияние ESG-показателей на ROA, вероятно, снизится, и между этими показателями появится более положительная взаимосвязь.

Подобное предположение можно сделать и для EVA. По мере того, как практики устойчивого развития набирают темп и развивается нормативная база, компании, эффективно решающие вопросы устойчивого развития, могут со временем повысить свою экономическую стоимость. Снижение рисков путем внедрения практик устойчивого развития способствует созданию устойчивой стоимости в долгосрочной перспективе.

Внедрение ESG-повестки в бизнес-процессы компаний оказывает положительное влияние на рыночную стоимость компании и повышает доходность акционеров, в частности, показатель TSR. Отраслевые и страновые факторы могут влиять на состояние рынка и, следовательно, на степень положительной взаимосвязи между ESG-эффективностью и финансовыми результатами. Тем не менее несмотря ни на что на данный момент повестку устойчивого развития все больше признают как один из стимулов обеспечения стабильности и гарантии высоких финансовых результатов

### **Значение исследования**

Настоящая работа несет важную информацию для инвесторов. Результатом исследования стало понимание, каким образом ESG-оценка эффективности работы компании может повлиять на рыночную стоимость акций, которая, в свою очередь, может повлиять на инвестиционные стратегии. Данная информация также может заинтересовать регуляторов, позволяя им принимать более обоснованные решения в области инвестирования в устойчивое развитие. Помимо этого, данное исследование может быть полезным для руководителей компаний и может помочь им принимать более эффективную ESG-политику и инициативы. Признавая наличие у практик устойчивого развития потенциала к увеличению рыночной стоимости, компании могут уделять больше внимания внедрению ESG-повестки в свои бизнес-стратегии. Как следствие, они могут повысить свои финансовые результаты и способствовать достижению более всеобъемлющих целей в области устойчивого развития. Настоящее исследование вносит существенный вклад в имеющуюся литературу, выводя область анализа за преде-

лы традиционных бухгалтерских финансовых показателей. Данная работа подчеркивает важность изучения влияния устойчивого развития на финансовые показатели, рассматривая более одного финансового показателя, поскольку это позволяет увидеть результаты с различных точек зрения и оценить разное влияние.

Данная работа расширяет рамки исследования, добавив новую прокси финансовых результатов – совокупный доход акционеров. Результаты данной работы могут служить руководством для инвесторов, стремящихся привести свои портфели в соответствие с устойчивыми ценностями, предоставляя им возможность принимать обоснованные решения. Кроме того, исследование способствует принятию обоснованных решений компаниями при их попытках создать долгосрочную стоимость, подчеркивая важность внедрения ESG-практик в свои стратегии. Наконец, исследование вносит вклад в развитие устойчивого инвестирования, подчеркивая важность ESG-эффективности и ее влияния на финансовые результаты. Таким образом, в будущих исследованиях полезно изучить влияние TSR на финансовые показатели более обширной выборки компаний.

Кроме того, в то время как предыдущие работы в основном уделяли внимание компаниям, ведущим деятельность на развитых рынках, наше исследование особо сосредоточено на компаниях, работающих на развивающихся рынках, таким образом обеспечивая глубинное понимание определенного контекста и проясняя динамику финансовых показателей в этих странах. Рассматривая более широкий спектр финансовых показателей и изучая условия развивающихся рынков, данное исследование углубляет понимание взаимосвязи между финансовыми показателями и предпринимательской средой. Результаты исследования подчеркивают важность изучения влияния географии на взаимосвязь между ESG и финансовыми результатами. Даже в рамках одной группы стран у каждой страны свой уровень внедрения и применения практик устойчивого развития. Несмотря на существование общих основ каждая страна по-разному адаптирует повестку устойчивого развития и выделяет важные для себя аспекты.

### **Ограничения и будущие исследования**

Важно признать ограничения, вызванные выбранной структурой настоящего исследования. Во-первых, набор данных, применяемый в данном исследовании, ограничен компаниями, зарегистрированными на биржах в странах БРИКС в определенный момент времени. Временной период анализа также ограничен данными, доступными на момент проведения исследования.

Тем не менее нехватка существующих исследований по данной теме указывает на потенциальные возможности для будущих исследований. В будущих исследованиях необходимо рассмотреть более широкую выборку стран с развивающейся экономикой на более длительном временном горизонте. Важно сравнить также различные статистические методы анализа данных, дополнить и подтвердить выводы, полученные с помощью данного метода.

Вопрос доступности и качества ESG-данных может создавать проблемы для стран БРИКС, влияя на точность и сопоставимость ESG-оценок. Несогласованные стандарты отчетности, пробелы в данных и ограниченная практика раскрытия информации могут препятствовать достовер-

ной оценке ESG-эффективности компании. А это затруднит точную оценку взаимосвязи между ESG-оценкой и финансовыми показателями.

Другим ограничением измерения ESG-оценки являются разные методологии, применяемые различными рейтинговыми агентствами. Если ESG-оценки неточно отражают реальную ESG-эффективность компании или не учитывают характерные для конкретной отрасли нюансы, результаты могут оказаться недостоверными.

Учитывая описанные ограничения, в будущих исследованиях необходимо рассмотреть возможность проверки аналогичных гипотез с применением альтернативных баз данных, таких как MSCI или Bloomberg. Сравнительный анализ основных различий между разными ESG-оценками может дать ценное представление о различиях в рейтингах и их воздействии на стоимость компании. Понимание этих различий поможет провести перекрестную проверку и повысит доверие стейкхолдеров к ESG-рейтингам.

Кроме того, дальнейшее изучение расходов на внедрение ESG позволит компаниям лучше понять потенциальное увеличение стоимости. Изучение финансовых последствий и потребностей в ресурсах, связанных с внедрением ESG-практик, поможет компаниям принимать обоснованные решения по распределению ресурсов и ожидаемой отдаче от своей деятельности в области устойчивого развития. Данное исследование внесет вклад в обоснование необходимости принятия ESG и обеспечит глубокое понимание экономических аспектов деловой практики, основанной на принципах устойчивого развития.

## Вывод исследования

В предыдущих источниках литературы, посвященной стимулированию больших достижений в компаниях, внимание в основном уделялось развитым экономикам. При этом они упускали из виду важность развивающихся рынков, несмотря на их значительную представленность в глобальной картине бизнеса. Недостаток внимания к ESG-эффективности на развивающихся рынках можно частично объяснить недостатком достоверных данных до относительно недавнего времени.

На основе анализа данных по 257 компаниям, торгующимся на биржах стран БРИКС, и при помощи 14 отдельных показателей ESG-эффективности, включая общую ESG-оценку, оценки отдельно по ESG-компонентам и их соответствующим категориям, целью нашего исследования была проверка гипотезы о том, что ESG-эффективность оказывает как отрицательное влияние на финансовые результаты компаний из стран БРИКС (измеренные по бухгалтерским метрикам, таким как ROA), так и положительное влияние на экономические и рыночные показатели финансовых результатов.

Полученные результаты указывают на то, что практики устойчивого развития оказывают отрицательное воздействие на показатели бухгалтерских и экономических результатов. Такая отрицательная взаимосвязь свидетельствует о том, что компании с высокой ESG-эффективностью имеют тенденцию к более низкой прибыльности. Эти результаты соответствуют существующим исследованиям, посвященным корпоративной экологической легитимности компаний из стран БРИКС, притом, что эти компании инвестируют в ESG-практики для поддержания своей репутации и обеспечения соответствия необходимым стандартам.

Кроме того, исследование обнаружило положительное воздействие практик устойчивого развития на рыночные результаты деятельности компаний. Положительная корреляция говорит о том, что у компаний с более высокими ESG-оценками существует тенденция к более высоким ценам на акции и большему благосостоянию акционеров. Эти результаты согласуются с принципами теории заинтересованных сторон, которые утверждают, что компании, ведущие деятельность в странах БРИКС, придерживаются практик устойчивого развития, чтобы удовлетворить потребности своих стейкхолдеров и завоевать доверие.

Продemonстрировав благоприятную взаимосвязь между практиками устойчивого развития и рыночными результатами деятельности, настоящее исследование подчеркивает важность учета ESG-повестки как одного из ключевых стимулов успеха на рынке. Оно предоставляет эмпирические доказательства, что компании, отдающие предпочтение инициативам устойчивого развития, с большей вероятностью получают положительные результаты в области результативности на фондовом рынке и ценности для акционеров. Данное ценное наблюдение помогает понять более всеобъемлющие последствия практик устойчивого развития, подчеркивая соответствие интересам стейкхолдеров и потенциальное создание долгосрочной стоимости компаниями, работающими в странах БРИКС.

В целом настоящее исследование помогает понять ESG-эффективность на развивающихся рынках, раскрывая суть потенциальных плюсов и минусов между практиками устойчивого развития и финансовыми результатами. Оно подчеркивает важность учета особенностей отраслевых и страновых факторов при изучении связи между эффективностью в области устойчивого развития и финансовыми результатами, что является ценным вкладом в литературу по данной теме.

## Список литературы

1. Alkaraan, F., Albitar, K., Hussainey, K., & Venkatesh, V. G. (2022). Corporate transformation toward Industry 4.0 and financial performance: The influence of environmental, social, and governance (ESG). *Technological Forecasting and Social Change*, 175(March 2021), 121423. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2021.121423>
2. Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
3. Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135–147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>
4. Khan, M. A. (2022). ESG disclosure and Firm performance: A bibliometric and meta analysis. *Research in International Business and Finance*, 61(April), 101668. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101668>
5. Boston Consulting Group. (2000). *New Perspectives on Value Creation : A Study of the World's Top Performers*. <https://media-publications.bcg.com/pdf/>

- VCR/2000-VCR-New-Perspectives-on-Value-Creation.pdf
6. Lee, M. T., & Suh, I. (2022). Understanding the effects of Environment, Social, and Governance conduct on financial performance: Arguments for a process and integrated modelling approach. *Sustainable Technology and Entrepreneurship*, 1(1), 100004. <https://doi.org/10.1016/j.stae.2022.100004>
  7. Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572–597. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001>
  8. Henisz, W., Koller, T., & Nuttall, R. (2019). Five ways that ESG creates value. *McKinsey Quarterly*, November, 1–12.
  9. Hedqvist, L., Larsson, A., Hansen, F., & Duras, T. (2020). ESG or Financial Performance – Does It Have to Be a Choice? May.
  10. Deloitte. (2023). Quantifying ESG How ESG implementation impacts key valuation metrics (Issue January). [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/be/Documents/mergers-acquisitions/be\\_quantifying\\_esg\\_report\\_en\\_.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/be/Documents/mergers-acquisitions/be_quantifying_esg_report_en_.pdf)
  11. Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness. *Management Science*, 59(5), 1045–1061. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630>
  12. Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
  13. Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*, 65(10), 4451–4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>
  14. Agoraki, M. E. K., Giaka, M., Konstantios, D., & Patsika, V. (2023). Firms' sustainability, financial performance, and regulatory dynamics: Evidence from European firms. *Journal of International Money and Finance*, 131, 102785. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102785>
  15. Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66(June 2020), 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
  16. Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015-2020. NYU | STERN Report, 520–536. [https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM\\_ESG-Paper\\_2021\\_Rev\\_0.pdf](https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021_Rev_0.pdf)
  17. Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1–23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
  18. Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400–407. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.019>
  19. Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
  20. Preston, L., & O'Bannon, D. P. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship. *Business and Society*, 36(4), 419–429.
  21. Rahdari, A. H. (2016). Developing a fuzzy corporate performance rating system: A petrochemical industry case study. *Journal of Cleaner Production*, 131, 421–434. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.05.007>
  22. Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential. *Sustainability (Switzerland)*, 10(2). <https://doi.org/10.3390/su10020494>
  23. Haninun, H., Lindrianasari, L., & Denziana, A. (2018). The effect of environmental performance and disclosure on financial performance. *International Journal of Trade and Global Markets*, 11(1–2), 138–148. <https://doi.org/10.1504/IJTG.2018.092471>
  24. Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China's listed power generation companies. *Sustainability (Switzerland)*, 10(8), 1–18. <https://doi.org/10.3390/su10082607>
  25. Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2019). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multinationals: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
  26. Pulino, S. C., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S., & Nasta, L. (2022). Does ESG Disclosure Influence Firm Performance? *Sustainability (Switzerland)*, 14(13), 1–18. <https://doi.org/10.3390/su14137595>
  27. Kim, S., & Li, Z. (2021). Understanding the impact of esg practices in corporate finance. *Sustainability (Switzerland)*, 13(7). <https://doi.org/10.3390/su13073746>
  28. Malarvizhi, P., & Matta, R. (2016). "Link between Corporate Environmental Disclosure and Firm Performance"-Perception or Reality? Review of Integrative Business and Economics Research, 5(3), 1–34. <http://www.latimes.com/world/europe/la-fg-climate-change-talks-paris-updates-htlmstory.html>
  29. Lee, D. D., Faff, R. W., & Langfield-Smith, K. (2009). Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Per-

- formance? *Australian Journal of Management*, 34(1), 21–49. <https://doi.org/10.1177/031289620903400103>
30. Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182–194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
31. Sharma, D., Bhattacharya, S., & Thukral, S. (2019). Resource-based view on corporate sustainable financial reporting and firm performance: Evidences from emerging Indian economy. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 13(4), 323–344. <https://doi.org/10.1504/IJBGE.2019.099565>
32. Petravičius, T., & Tamošiuniene, R. (2008). Corporate performance and the measures of value added. *Transport*, 23(3), 194–201. <https://doi.org/10.3846/1648-4142.2008.23.194-201>
33. Wallace, J. S. (1997). Adopting residual income-based compensation plans: Do you get what you pay for? *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), 275–300. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00009-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00009-3)
34. Fernandez, P. (2003). Three residual income valuation methods and discounted cash flow valuation (Vol. 31, Issue 2). <https://doi.org/10.53841/bpspr.2016.31.2.33>
35. Huang, J., Li, G., & Li, Z. (2022). Research on the Correlation between ESG Performance and Economic Value Added. *Forest Chemicals Review*, 1501, 1501–1514. <http://www.forestchemicalsreview.com/index.php/JFCR/article/view/1019%0Ahttp://www.forestchemicalsreview.com/index.php/JFCR/article/download/1019/957>
36. Crisóstomo, V. L., De Souza Freire, F., & De Vasconcellos, F. C. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295–309. <https://doi.org/10.1108/17471111111141549>
37. Landi, G., & Sciarelli, M. (2019). Towards a more ethical market: the impact of ESG rating on corporate financial performance. *Social Responsibility Journal*, 15(1), 11–27. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0254>
38. Shabbir, M. S., Aslam, E., Irshad, A., Bilal, K., Aziz, S., Abbasi, B. A., & Zia, S. (2020). Nexus between corporate social responsibility and financial and non-financial sectors' performance: a non-linear and disaggregated approach. *Environmental Science and Pollution Research*, 27(31), 39164–39179. <https://doi.org/10.1007/s11356-020-09972-x>
39. McWilliams, A., Siegel, D. S., & Wright, P. M. (2006). Corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of Management Studies*, 43(1), 1–18. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2006.00580.x>
40. Naeem, N., Cankaya, S., & Bildik, R. (2022). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. *Borsa Istanbul Review*, 22, S128–S140. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.014>
41. Ting, I. W. K., Azizan, N. A., Bhaskaran, R. K., & Sukumaran, S. K. (2020). Corporate social performance and firm performance: Comparative study among developed and emerging market firms. *Sustainability (Switzerland)*, 12(1). <https://doi.org/10.3390/SU12010026>
42. Refinitiv. (2022). Environmental, social, and governance scores from Refinitiv. Refinitiv. [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf)
43. Gonçalves, T. C., Louro, D., & Barros, V. (2023). Can Corporate Sustainability Drive Economic Value Added? Evidence from Larger European Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(4). <https://doi.org/10.3390/jrfm16040215>
44. Umar, M., Mirza, N., Rizvi, S. K. A., & Naqvi, B. (2022). ESG scores and target price accuracy: Evidence from sell-side recommendations in BRICS. *International Review of Financial Analysis*, 84(October), 102389. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102389>
45. Gholami, A., Sands, J., & Rahman, H. U. (2022). Environmental, Social and Governance Disclosure and Value Generation: Is the Financial Industry Different? *Sustainability (Switzerland)*, 14(5). <https://doi.org/10.3390/su14052647>
46. Saini, N., Antil, A., Gunasekaran, A., Malik, K., & Bala-kumar, S. (2022). Environment-Social-Governance Disclosures nexus between Financial Performance: A Sustainable Value Chain Approach. *Resources, Conservation and Recycling*, 186(July), 106571. <https://doi.org/10.1016/j.resconrec.2022.106571>
47. Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance — A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 148–160. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001>
48. Boston Consulting Group. (2004). The next frontier. In *The value creators report*. <https://doi.org/10.7748/ldp2011.12.14.10.11.p7144>

## Приложение 1

### Результаты регрессионной модели для H1b: модель с фиксированными эффектами с робастными стандартными ошибками

Model 1b: Трудовые ресурсы в качестве независимой переменной	
	Зависимая переменная:
	TSR
Трудовые ресурсы	0.004* (0.002)
Рост рентабельности по ЕБИТ	0.010** (0.004)
Рост отношения EV к выручке	0.266*** (0.040)
Доход от свободного денежного потока	-0.0001 (0.001)
Наблюдения	1128
R2	0.073
F-статистика	13.760*** (df = 4; 702)
Примечание:	*p<0.1**p<0.05***p<0.01

Model 1b: Права человека в качестве независимой переменной	
	Зависимая переменная:
	TSR
Права человека	0.005*** (0.002)
Рост рентабельности по ЕБИТ	0.010*** (0.008)
Рост отношения EV к выручке	0.268*** (0.085)
Доход от свободного денежного потока	-0.0001 (0.001)
Наблюдения	1128
R2	0.079
F-статистика	15.009*** (df = 4; 702)
Примечание:	p<0.1**p<0.05***p<0.01

Model 1b: Сообщество в качестве независимой переменной	
	Зависимая переменная:
	TSR
Сообщество	0.005** (0.002)
Рост рентабельности по ЕБИТ	0.010* (0.008)
Рост отношения EV к выручке	0.263*** (0.086)
Доход от свободного денежного потока	-0.0002 (0.001)
Наблюдения	1128
R2	0.076
F-статистика	14.338*** (df = 4; 702)
Примечание:	*p<0.1**p<0.05***p<0.01

Model 1b: Ответственность за продукцию в качестве независимой переменной	
	Зависимая переменная:
	TSR
Ответственность за продукцию	0.005*** (0.002)
Рост рентабельности по ЕБИТ	0.009 (0.008)
Рост отношения EV к выручке	0.258*** (0.086)
Доход от свободного денежного потока	-0.0002 (0.0005)
Наблюдения	1128
R2	0.078
F-статистика	14.794*** (df = 4; 702)
Примечание:	*p<0.1**p<0.05***p<0.01

Примечание: сгенерировано RStudio (Stargazer).

Источник: составлено авторами.

**Вклад авторов:** в настоящую статью авторы внесли равный вклад.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 14.10.2023; одобрена после рецензирования 15.11.2023; принята для публикации 05.12.2023.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.114-131>

JEL classification: G30, G32



# Дивидендная политика российских компаний: эффект Cancel Culture

**Максим Белоус**старший аудитор, Сбербанк, Москва, Россия,  
maks.belous.01@mail.ru, [ORCID](#)

## Аннотация

Статья посвящена дивидендной политике российских компаний в условиях санкционного давления, осуществляемого США и странами ЕС и особенно усилившегося в 2022 г. в связи с изменившейся геополитической обстановкой в мире. Против России была применена культура отмены (Cancel Culture), что осложнило финансовую, инвестиционную и операционную деятельность отечественных компаний.

В статье анализируется выборка из 73 российских компаний, котирующихся на бирже и не входящих в банковский сектор, и 317 наблюдений за 2017–2022 гг. Рассматривается влияние санкций против компаний, совета директоров и генеральных директоров на их дивидендную политику.

В качестве модели была использована логистическая регрессия, чтобы определить вероятность воздействия изменения исследуемых переменных на решение о выплате дивидендов. Выборка разделена на две части: 2017–2020 гг. и 2021 г. и показано поведение компаний в период относительно стабильной политической обстановки в мире и во время ее обострения.

Проведенное исследование показало, что санкции против совета директоров и прямые ограничения деятельности компании оказывают отрицательное воздействие на вероятность дивидендных выплат, санкции против генерального директора в период обострения политических рисков оказывают положительное воздействие. Эффект Cancel Culture – отказ США и ЕС от сотрудничества с Россией и наложение санкций против нее, оказал существенный негативный эффект на дивидендные выплаты российских компаний.

**Ключевые слова:** дивидендная политика, Cancel Culture, санкции, генеральный директор, совет директоров**Цитирование:** Belous M. (2023) Dividend Policy of Russian Companies: Cancel Culture Effect. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(4): 114-131. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.114-131>

## Введение

В 2022 г. российская экономика столкнулась с рядом трудностей и повышенной неопределенностью из-за введения против нее колоссального числа санкций со стороны стран Запада. Ограничения довольно сильно изменили конъюнктуру российского рынка [1], из-за чего многим компаниям пришлось принимать оперативные меры для адаптации к текущим реалиям. Такие быстрые изменения повлияли на их корпоративные решения, поскольку санкции воздействуют на финансовую, инвестиционную и операционную деятельность компаний.

До 2022 г. российский фондовый рынок активно развивался, росло внимание инвесторов к российскому фондовому рынку. Для большинства российских компаний были характерны высокие дивидендные выплаты относительно мировых показателей. Однако после начала специальной военной операции беспрецедентно усилилось санкционное давление на Россию со стороны западных стран, и многие компании приняли решение об отмене выплат дивидендов. По отношению к нашей стране была применена Cancel Culture, или культура отмены, как способ привлечь отдельных лиц, организации или целые страны к ответственности за свои неправомерные действия.

Все это делает актуальным исследование дивидендной политики российских компаний в современных условиях. Важно понимать, как компании сейчас принимают корпоративные решения. Следует рассмотреть факторы, влияющие на цену акций, в России.

В статье анализируются данные за 2017–2022 гг. по 73 российским компаниям, котирующимся на бирже и не входящим в банковский сектор, и 317 наблюдениям. Предпринята попытка определить, как санкции против компаний,

советов директоров и генеральных директоров влияют на их дивидендную политику.

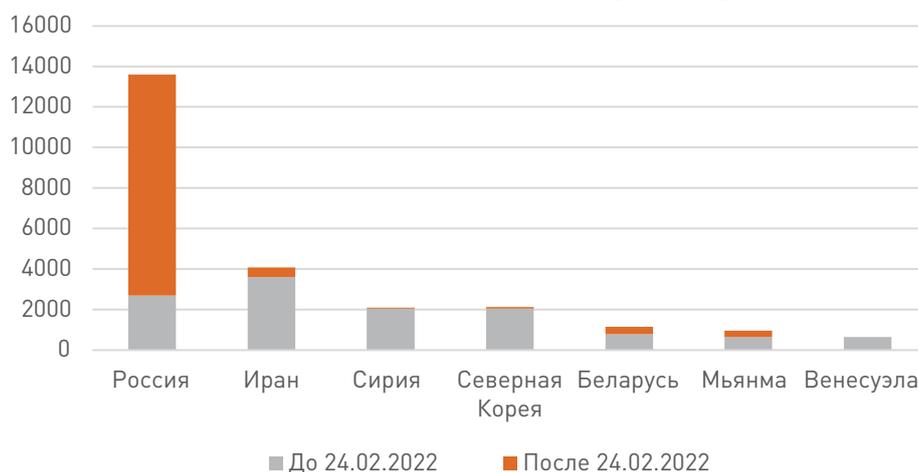
В качестве модели была использована логистическая регрессия для определения того, с какой вероятностью изменение исследуемых переменных влияет на решение о выплате дивидендов. Выборка разделена на две части: 2017–2020 гг. и 2021 г., чтобы определить, как ведут себя компании в период относительно стабильной политической обстановки в мире и во время ее обострения.

## Обзор понятия Cancel Culture в контексте России

Cancel Culture, или культура отмены [2], – термин, используемый для описания практики публичного осуждения отдельных лиц или организаций за их предполагаемое оскорбительное поведение или убеждения. Сторонники культуры отмены утверждают, что это эффективный способ, позволяющий привлечь отдельных лиц, организации или целые страны к ответственности за свои действия и восстановить социальную справедливость.

В 2022 г. данный подход был применен в отношении России [3]. Западные страны ввели огромное количество экономических и политических санкций, под которые попали отечественные компании, их владельцы, руководители и активы. Они вводились с известной регулярностью и до 2022 г., однако не в таком масштабе. По данным открытых источников, бывший лидер по этому показателю Иран с 1979 г. получил около 4080 санкций. Против России с 22.02.2022 было введено более 13 тыс. санкций (Рисунок 1), что, несомненно, сказалось на ее макроэкономических показателях и операционной деятельности отечественных компаний. Наибольшее количество ограничений было введено со стороны США.

**Рисунок 1.** Количество введенных санкций в отношении разных стран



Источник: [4].

Американские санкции делятся на прямые, предназначенные для ограничения взаимодействия с физическими и юридическими лицами из списка SDN<sup>1</sup>, или на секторальные, направленные на затруднение работы значимо важных отраслей страны [5]. Ограничения предусматривают заморозку активов, запрет на какое-либо взаимодействие с подсанкционным лицом. Компании из списка SDN стал-

киваются с рядом проблем. Во-первых, ограничиваются рынки сбыта, поскольку американские контрагенты боятся юридической ответственности за совершение операций с подсанкционным лицом, а лица, не находящиеся в законодательном поле США, боятся попасть под вторичные санкции или не хотят брать на себя репутационные риски. Компании также сталкиваются с проблемами доступа на

<sup>1</sup> Список особо обозначенных граждан и заблокированных лиц – санкционная мера правительства США.

рынки капитала. Им становится тяжелее найти внешнее финансирование и привлечь инвестиции для будущих проектов, что негативно сказывается на их масштабировании. Важно отметить, что санкции распространяются не только на лицо, попавшее в список SDN, но и на все его подконтрольные компании, если его доля в структуре собственности превышает 50% [6]. Евросоюз проводит аналогичную санкционную политику.

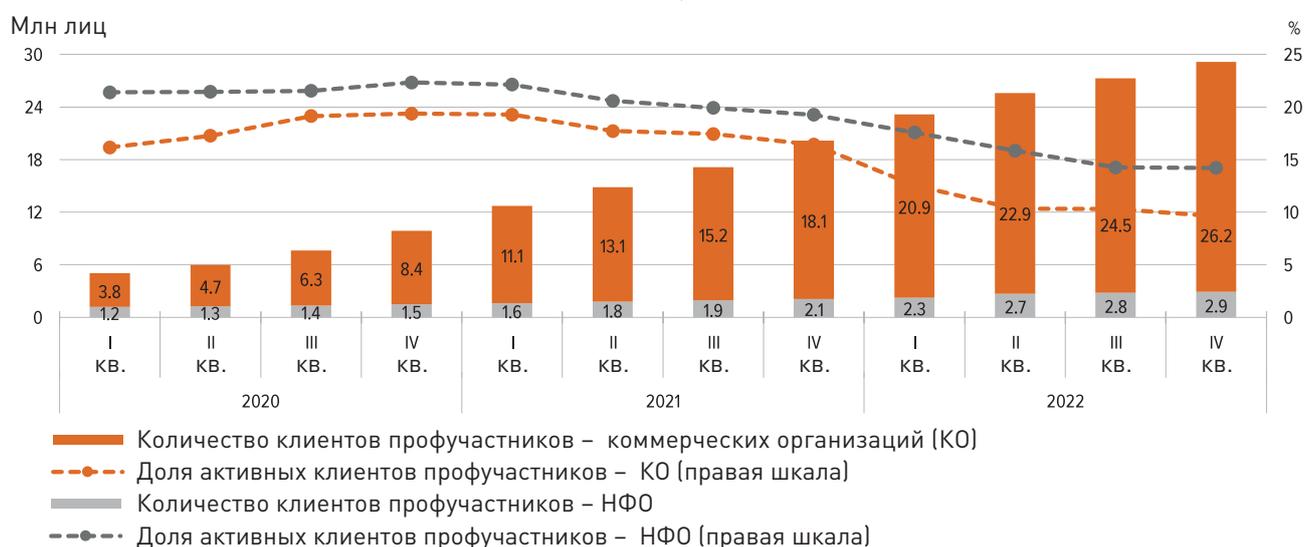
## Анализ фондового рынка

### Обзор участников торгов на Московской бирже

До 2022 г. российские финансовые рынки активно развивались, о чем свидетельствуют данные Банка России о динамике числа зарегистрированных брокерских аккаунтов. Люди проявляли повышенный интерес к инвестициям и

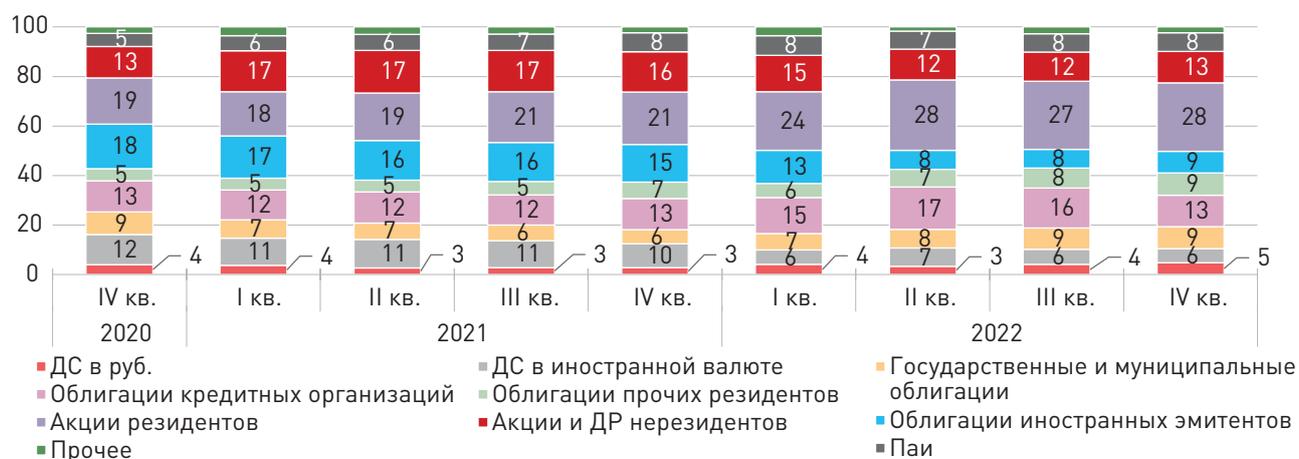
увеличению своего капитала. С 2020 до 2022 г. количество зарегистрированных аккаунтов выросло более чем в пять раз – с 5 млн пользователей до 29.1 млн, что составляет около трети экономически активного населения. Количество профессиональных участников также выросло почти в три раза, что свидетельствует о росте финансово-грамотных лиц, поскольку для получения статуса нужно сдавать профильные тесты. Это говорит об увеличении количества участников с возможностью потенциальных инвестиций от 6 млн руб. Важно отметить, что доля активных клиентов с 2020 г. сокращалась, однако меньшими темпами чем количество аккаунтов, что говорит о росте активных участников рынка в абсолютном выражении. Однако в I кв. 2022 г. уменьшилось число активных участников, что прежде всего связано с обострением мировой геополитической обстановки и непониманием большинства физических лиц того, как действовать в таких условиях (Рисунок 2).

Рисунок 2. Динамика количества клиентов на брокерском обслуживании и доли активных клиентов



Источник: [7].

Рисунок 3. Оценочная структура активов на брокерском обслуживании, %



Источник: [7].

Исследование фондового рынка является актуальным, поскольку доля акций в портфелях инвесторов росла от года к году, за 2022 г. увеличение составило 10.8% – с 37 до 41%. Несмотря на увеличившуюся неопределенность экономических перспектив российской экономики в 2022 г. и снижение совокупной стоимости активов на брокерских счетах до 6 трлн руб. (–28%), отток средств из акций российских компаний показал наименьшую динамику, а доля их активов увеличилась до 28%. Доля иностранных акций уменьшилась до 13%, что связано с повышенными политическими рисками (Рисунок 3).

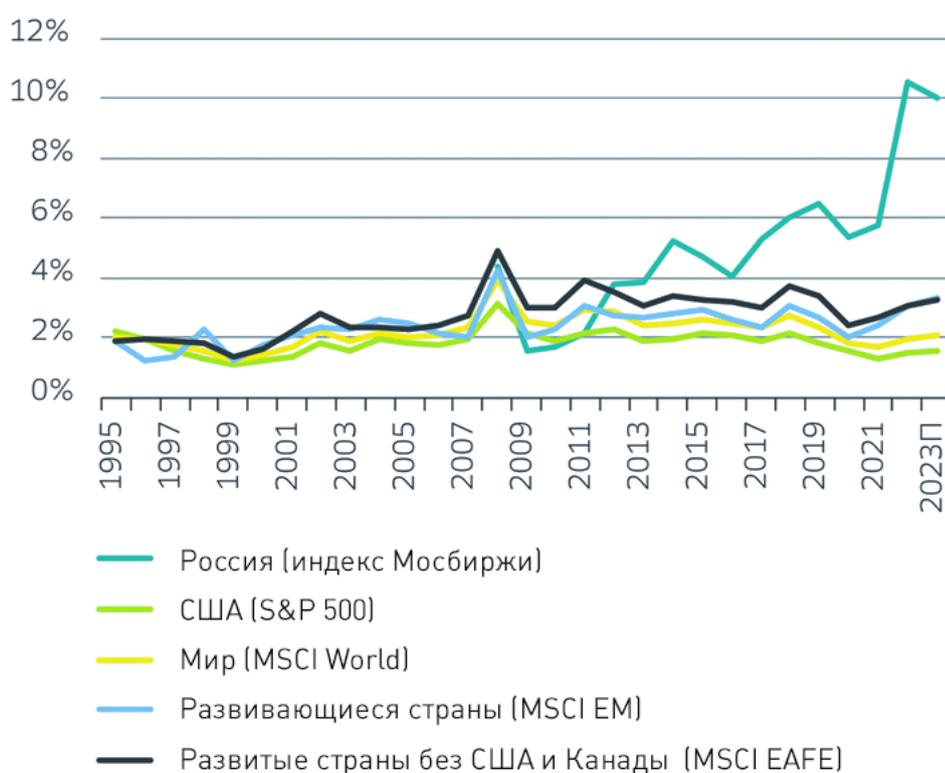
Таким образом, несмотря на ухудшение инвестиционной привлекательности российских активов, наблюдается рост числа новых участников финансовых рынков. Инвесторы

должны понимать, как действовать на значительно изменившемся российском рынке. Для этого необходимо анализировать привлекательность инвестиций и способствовать снижению потенциальных рисков.

### Дивидендная политика российских компаний

С 1995 по 2013 г. дивидендная доходность российских акций коррелировала с мировыми показателями. На протяжении 23 лет мировая доходность акций составляла в среднем 2% и наблюдалась повышательная тенденция (Рисунок 4). В 2013 г. начался бурный рост дивидендной доходности российских акций, в 2022 г. она составила 10%, опередив мировую на 7%.

Рисунок 4. Дивидендная доходность в мире, %



Источник: [8].

Во многом такой бурный рост был спровоцирован несколькими факторами. Во-первых, Россия богата природными ресурсами, и ее экономика имеет сырьевой характер. Большинство компаний являются экспортоориентированными. В 2014 г. рубль начал сильно девальвироваться, из-за чего многие компании получали дополнительные средства за счет продажи валюты. Кроме того, российская экономика с 2014 г. подвержена высоким политическим рискам, что дополнительно снижает цену акций компаний, потому что инвесторы закладывают в них вероятность наложения новых санкций, который будут затруднять деятельность компании. В-третьих, с 2013

г. наблюдалась тенденция увеличения доли выплат инвесторам в чистой прибыли. Прежде всего это было связано с низким средним значением отношения чистого долга к EBITDA – низким уровнем закредитованности и отсутствием необходимости держать дополнительные средства в виде нераспределенной прибыли и резервов на балансе на случай непредвиденных ситуаций. Это также означало, что у компаний нет потенциально перспективных проектов внутри страны, а инвестиции в иностранные сопряжены с политическими рисками. Поэтому российские эмитенты предпочитают распределять свои средства между инвесторами.

**Рисунок 5.** Дивидендная доходность индекса Мосбиржи и норма выплаты дивидендов, %

Источник: [8].

Дивидендная политика является одним из важнейших инструментов корпоративного управления. Компания, исходя из размера своей полученной и прогнозируемой чистой прибыли, принимает решение о ее распределении на выплаты дивидендов и на реинвестирование в бизнес. Размеры выплат напрямую влияют на стоимость компании и на ее перспективы развития. Правильно выстроенная стабильная дивидендная политика привлекает и удерживает инвесторов, поскольку является надежным источником дохода. Однако если она неоптимальная, то вредит репутации фирмы, снижает ее будущие денежные потоки и ухудшает перспективы развития. Понимание дивидендной политики помогает инвесторам принимать обоснованные решения о выборе компаний исходя из их целей и склонности к риску.

## Фундаментальные концепции выбора политики выплат

### Агентская теория

Дивиденды в определенном смысле представляют собой инструмент корпоративного управления, позволяющий решить проблему взаимодействия акционеров и топ-менеджмента компании. С помощью дивидендов перераспределяется прибыль компании, уменьшаются объемы денежных средств, хранящихся на ее счетах. Согласно агентской теории, менеджеры имеют доступ к средствам компании и могут их тратить на свои нужды под видом корпоративных привилегий, обслуживая исключительно собственные интересы [9]. Это уменьшает свободные денежные потоки фирмы и полностью противоречит интересам акционеров. Проблема агентских издержек может возникнуть вследствие отсутствия у менеджеров достаточных стимулов работать в полную силу. Если у них нет своей собственной доли в капитале компании, то их выгоды не зависят от финансовых показателей фирмы, и они могут не прикладывать достаточно усилий для оптимизации бизнес-

процессов, что уменьшит потенциальную чистую прибыль компании. Кроме того, благосостояние менеджеров в большей степени зависит от размера компании, чем от ее прибыли. Поэтому у них есть склонность к наращиванию активов компании и ее выручки. Менеджеры обычно стремятся реинвестировать прибыль, нежели оставлять ее на выплату дивидендов. Деньги могут быть инвестированы в проект с меньшей чистой приведенной стоимостью, если он может привести к большому росту стоимости компании. Такая сделка уменьшит потенциальный чистый денежный поток держателей капитала.

Для контроля над деятельностью менеджеров собрание акционеров назначает совет директоров [10]. Именно он наделен полномочиями принимать решения об увольнении и найме руководителей компании, а также следит за прозрачностью отчетностей и бизнеса, финансовыми показателями и делает все возможное, чтобы увеличить стоимость компании и благосостояние акционеров. Совет директоров определяет политику выплат и дает рекомендации собранию акционеров о размере дивидендов. Согласно агентской теории, совет директоров выполняет роль связующего звена между акционерами и менеджерами компании, снижая агентские издержки с помощью эффективного контроля и надзора за руководством компании.

### Сигнальная теория

Одной из проблем, которую помогают решить дивиденды, является уменьшение издержек акционеров, связанных с асимметрией информации [11]. Менеджеры имеют полную информацию о финансово-экономическом положении компании, они могут манипулировать ею при предоставлении инвесторам. Из-за этого экономические агенты находятся в неравном положении. Сигнальная теория предполагает, что дивиденды являются компенсацией за асимметрию информации. Повышение выплат показывает, что операционная деятельность компании устойчиво развивается и что руководство хорошо справляется со своей работой [12].

## Теория жизненного цикла

Одной из широко распространенных концепций в области корпоративных финансов является теория жизненного цикла фирмы. Она подразумевает, что дивидендная политика компании имеет сильную корреляцию со стадией развития, на которой находится компания. Каждая фирма проходит эволюцию от зарождения до зрелости, и каждая новая стадия характеризуется сокращением потенциально выгодных инвестиционных проектов, траекторий развития, снижением темпов роста и стоимости привлечения капитала. По мере прохождения жизненного цикла у компании меняется оптимальная политика дивидендных выплат. Ключевая предпосылка данной теории заключается в том, что фирме постоянно нужно балансировать соотношение средств, идущих на реинвестирование в бизнес и на выплаты дивидендов. На ранних стадиях, как правило, фирма имеет много траекторий развития, новых проектов, возможности масштабироваться быстрыми темпами и захватывать новые рынки. На все эти нужды требуется существенный капитал. Вследствие этого оптимальной дивидендной политикой для новых фирм будет распределение прибыли в пользу реинвестирования, не переплачивая за привлечение дорогого внешнего капитала. По мере взросления фирма начинает постепенно упираться в потолок. Рынки сбыта начинают перенасыщаться, а поиск новых затруднен, из-за чего темпы роста постепенно замедляются. На стадии зрелости оптимальная дивидендная политика – распределение прибыли между акционерами [13]. Однако есть риск того, что менеджмент может распределять средства компании неоптимальным образом, инвестируя средства компании в не самые привлекательные проекты.

## Влияние характеристик корпоративного аппарата управления на дивидендную политику

### Количество независимых членов директоров

Совет директоров определяет размеры выплачиваемых дивидендов. Эта проблема анализировалась многими исследователями, однако они не всегда приходили к одинаковым результатам, поскольку изучали эту проблему на разных временных промежутках и в разных странах. Так, М. Элмагри с соавторами рассматривали компании, размещенные на Лондонской бирже в период с 2010 по 2013 г. [14]. Одной из переменных является количество независимых членов в собрании директоров. Авторы пришли к выводу, что данная переменная отрицательно влияет на размер дивидендных выплат, обосновав это тем, что независимые директора снижают агентские издержки. Они играют важнейшую роль в корпоративном управлении [15], поскольку выражают объективную точку зрения. Основным стимулом качественного выполнения работы для них является поддержание своего имиджа и репутации на рынке труда. В отличие от исполнительных директоров, независимые директора не вовлечены в ежедневный процесс управления компанией, что позволяет им объективно оценивать ее деятельность, финансовые показатели и вектор стратегического направления. Они улучшают контроль и надзор за командой менеджеров, чтобы те, в свою очередь,

принимали эффективные операционные решения и не использовали свой статус и доступ к средствам компании в своих личных целях. Это гарантирует, что деятельность компании ведется в интересах акционеров, из-за чего доверие инвесторов повышается, и совету директоров не требуется принимать решение о выплате излишних дивидендов, чтобы покрыть агентские издержки. А. Кхан пришел к похожим результатам, исследуя турецкие компании в период с 2013 по 2017 г. [16]. Его модель также показала отрицательную взаимосвязь с размерами дивидендных выплат, однако он сделал другой вывод, поскольку связь оказалась незначимой. Турция является развивающейся страной, для которой характерны слабая развитость правовых институтов, высокий уровень коррупции, большая доля семейных трастов, имеющих контрольный пакет акций компаний. Такая негативная взаимосвязь сигнализирует о том, что независимые члены директоров могут играть недостаточно самостоятельную роль в принятии решений, находясь под давлением влиятельных семей. Это может указывать на их сговор с семьями, которые контролируют компании, что говорит о полном ущемлении прав миноритарных акционеров. Хотя это исследование показало незначимое влияние исследуемой переменной, данная работа тоже полезна для нашего анализа. Россия так же является развивающейся экономикой, с большим количеством олигархов, оказывающих существенное влияние на структуру владения компаний.

Однако многие авторы пришли к другим эмпирическим результатам, исследуя данную характеристику совета директоров. С. Яррам и Б. Доллери изучали австралийские компании с 2004 по 2009 г. и сделали вывод, что количество независимых членов директоров положительно и в значительной степени влияет на размер дивидендов, обосновав это компенсацией агентских издержек [17]. М. Раджпут и С. Джунджхунвала тоже пишут о значимой положительной связи, утверждая, что независимость совета директоров и размер дивидендных дополняют друг друга, а не исключают [18]. Фирмам, имеющим положительные дивиденды, следует обращаться на рынок капитала для финансирования своего развития, рынок, в свою очередь, выполняет контролируемую фирму функцию. Более того, авторы получили результаты, полностью отличные от показателей А. Кхана. Независимые директора при наличии семейной структуры владения фирмой оказывают положительное значимое влияние. Это говорит о том, что такое сочетание снижает уровень nepотизма в компаниях, улучшает аппарат управления и гарантирует миноритарным инвесторам честное и оптимальное распределение прибыли, защищая их интересы. Х. Тахир с соавторами пришли к выводу, что этот показатель так же оказывает положительное влияние, однако незначимое [19]. Они рассматривали эту взаимосвязь на примере Малайзии, которая является развивающейся экономикой.

## Влияние размера совета директоров

Еще одной характеристикой совета директоров, влияние которой неоднократно исследовалось в научной литературе, является его размер. Советы директоров со значительным количеством участников обладают большими возможностями контроля над деятельностью менеджеров. Такая характеристика может снизить агентские издержки, минимизировав вероятность того, что менеджеры будут злоупотреблять своим положением, пользоваться корпо-

ративными бонусами в чрезмерном количестве, расходуя бюджет компании в своих целях. Уменьшается вероятность того, что многие участники вступят в сговор с менеджментом и что совет директоров не будет выступать в интересах акционеров. Крупный совет директоров обладает большим опытом, что может положительно сказаться на его эффективности и принятии решений. Однако есть исследования, которые говорят об обратном. Чем больше совет директоров, тем им труднее договориться и прийти к общему умозаключению по поводу той или иной задачи, что будет негативно влиять на корпоративное управление [20]. Качество аппарата управления может двояко влиять на дивидендные выплаты. В первом случае из-за неэффективного совета директоров менеджмент компании может уменьшать свободный денежный поток, принадлежащий акционерам, из-за чего они будут недополучать часть дивидендов. Однако совет директоров с неэффективными характеристиками может в качестве компенсации повысить дивиденды, чтобы просигнализировать инвесторам о хорошем положении дел в компании. М. Элмагри с соавторами исследовали влияние данной переменной на выборке из британских малых и средних компаний в 2010–2013 гг. и пришли к выводу, что значительное количество членов в совете директоров положительно влияет на выплаты дивидендов [14]. А. Баумулеш и Б. Клайн также сделали вывод, что существует положительная зависимость между двумя этими переменными [21]. Однако некоторые авторы утверждают о негативном влиянии данной переменной. Например, Р. Хасеми и его соавторы, изучая выборку, состоящую из 81 иранской компании, получили именно такие результаты [22].

## Влияние двойственности CEO и его значимость

В международной практике зачастую генеральный директор также является председателем совета директоров, что дает ему дополнительные возможности влияния и широкий спектр полномочий. В таком случае генеральный директор вправе накладывать вето на предложения других членов совета директоров, пользуясь своим привилегированным положением топ-менеджера, что может негативно сказываться на выплатах [23]. Согласно сигнальной теории, совет директоров во главе с CEO может увеличить выплаты, тем самым демонстрируя рынку, что топ-менеджеры не злоупотребляют своими полномочиями. Повышенные дивиденды могут служить некой компенсацией за ослабленный контроль над исполнительными органами правления и для привлечения инвесторов. Компании с хорошей системой управления могут предпочесть занижать дивиденды из-за дороговизны привлечения внешнего финансирования. Такие компании обладают преимуществом – низкими агентскими издержками, контролем, репутацией и доверием акционеров. Использование собственного капитала может снизить долговой рычаг и риск банкротства, что положительно скажется на стоимости компании [14].

Существуют и другие факторы, указывающие на то, что у генерального директора есть дополнительная власть при принятии решений, плохо сказывающаяся на управлении. Многие исследователи пришли к выводу, что завышенная заработная плата CEO негативно влияет на корпоративное управление [24; 25]. Этот показатель можно рассчитать с помощью отношения заработной платы CEO к средней

величине заработных плат других высших руководителей. Завышенная величина может указывать на наличие агентских проблем, на то, что CEO максимизирует свои выгоды. Это также может быть фактором демотивации руководителей, стоящих на ступень ниже в иерархии управления. Из-за ощущения несправедливости они могут хуже выполнять свои обязанности, что будет снижать общую эффективность команды.

Другой фактор – доля акций, принадлежащих CEO, в структуре капитала компании может оказывать значительное влияние на корпоративное управление. Когда генеральный директор также является владельцем или крупным акционером компании, существует риск возникновения конфликта интересов, который может подорвать эффективное управление. Генеральный директор может ставить свои личные интересы выше интересов других стейкхолдеров, таких как сотрудники, другие мажоритарные акционеры или миноритарные инвесторы. Это может привести к принятию решений, которые не отвечают долгосрочным интересам компании или не соответствуют ее ценностям и миссии. Более того, когда генеральный директор владеет значительным пакетом акций, он может обладать непропорционально большими властью и влиянием на совет директоров, что может привести к отсутствию сдержек и противовесов при принятии им решений. Это также может создать ситуацию, когда генеральный директор доминирует в совете директоров и принимает решения без надлежащего надзора или подотчетности. Для компаний важно иметь структуру управления, обеспечивающую учет интересов всех сторон. Совокупность факторов, указывающих на влияние CEO на дивидендную политику, рассматривал А. Шахбаз [26]. По его мнению, в целом влиятельные руководители не склонны к выплате или повышению дивидендов. Однако иногда их собственная выгода от совершения этих действий превышает издержки. В период относительно низкой прибыли и высокой волатильности компании может потребоваться привлечение дополнительного финансирования. В такие сложные времена американские фирмы с влиятельными CEO повышают дивиденды. Это сигнализирует рынку о хороших перспективах компании, а также увеличивает выгоды CEO, получающего репутацию менеджера, который действует исключительно в интересах инвесторов.

## Влияние продолжительности работы генерального директора

В научной литературе часто поднимался вопрос о влиянии продолжительности работы генерального директора на своем посту на дивидендную политику. Есть мнение, что две данные переменные имеют отрицательную взаимосвязь. Срок пребывания на посту увеличивает власть CEO, что может расширить спектр его полномочий. Долгое пребывание на посту может также улучшить его взаимоотношения с членами совета директоров и повысить их лояльность, вследствие чего может снизиться контроль за действиями генерального директора, что повысит агентские издержки [27]. В других исследованиях [28] утверждается, что CEO с большим сроком на должности положительно влияют на дивидендные выплаты. CEO, который дольше работает в компании, лучше погружен в ее операционную деятельность, повышается вероятность того, что именно он выстраивал и согласовывал план по стратегическому развитию, принимал

эффективные решения и определял перспективы компании. Исследователи также выявили, что больший срок нахождения на должности негативно связан с инвестициями в разработку и развитие новых проектов, поскольку делает CEO более консервативным. Данный факт говорит о том, что снижаются агентские издержки, поскольку уменьшается вероятность того, что CEO будет действовать не самым оптимальным способом – реинвестировать прибыль в новые, не самые прибыльные проекты, с целью увеличения стоимости компании, а не оптимизации полезности держателей акций. Снижение доли нераспределенной прибыли, предназначенной для реинвестирования, увеличит долю свободных денежных средств, которые будут использоваться в качестве выплат дивидендов. Х. Тахир с соавторами пришли к аналогичным выводам, обосновав это тем, что новые сотрудники с большей долей вероятности склонны идти на риск и инвестировать в новые проекты, поскольку им нужно зарекомендовать себя и продемонстрировать свои навыки и опыт. Повышенный интерес к рискованным проектам будет уменьшать вероятность выплат [19].

## Влияние политического риска

В научной литературе тема влияния санкций на дивидендную политику не столь популярна, хотя некоторые авторы раскрывали схожие темы. Во времена нестабильности менеджеры, рассчитывающие на устойчивое увеличение ожидаемой будущей прибыли, могут снижать все возможные риски сильнее, чем это требуется, и завышать стоимость привлечения внешнего финансирования, из-за чего предпочтут выбрать консервативную политику распределения прибыли, сохраняя нераспределенную прибыль на черный день. Это объяснимо с психологической точки зрения, если провести аналогию с реагированием финансовых рынков на новости разного типа. В среднем котировки сильнее и быстрее падают из-за плохого новостного фона, нежели растут из-за позитивного [29]. Авторы пришли к следующим выводам: фирмы, стабильно выплачивающие дивиденды, вероятнее будут отменять их во время политической нестабильности и в преддверии политического кризиса. В свою очередь, фирмы, не выплачивающие дивиденды, скорее всего, будут и дальше придерживаться такой распределительной политики. Согласно сигнальной теории, компании в период кризисов могут выплачивать дивиденды для привлечения инвесторов, давая понять им, что последствия вероятного коллапса не повлияют на операционную деятельность компании. Видимо, политические риски и чрезмерный страх перевешивают возможные выгоды от репутации стабильно выплачивающей дивиденды компании. Авторы также выявили, что влияние политического риска зависит от степени интегрированности компании в мировую экономику. Международные компании имеют явные преимущества перед фирмами, базирующимися на локальных рынках. Их бизнес лучше диверсифицирован, он крупнее, поскольку работает сразу на нескольких рынках, и у него есть возможность привлекать более дешевое финансирование из-за своих масштабов. Однако взамен он подвержен повышенным международным политическим рискам. Их влияние на отмену выплат дивидендов ярко выражено именно в транснациональных компаниях. Если рассматривать данную проблему в контексте страновых различий, то в передовых экономиках, где развиты правовые институты и политическая система, решения об отмене дивидендов становятся менее чувствительными к данным рискам.

Однако в литературе встречается другая точка зрения на эту тему [30]. Изучая американские фирмы, авторы пришли к результатам, что политические риски положительно влияют на дивидендные выплаты. Отчасти это согласуется с выводами предыдущего анализа [29], поскольку США являются сильнейшей мировой экономикой с минимальными страновыми рисками. В статье также утверждается, что компании с превосходным корпоративным управлением, как правило, выплачивают большие дивиденды, несмотря на то, что подвергаются большему политическому риску на уровне фирмы. Фирмы с большими перспективами роста (высоким соотношением рыночной стоимости к балансовой или значительным ростом продаж) и с плохим аппаратом корпоративного управления тоже подвержены значительному положительному эффекту политического риска на уровне фирмы в отношении их дивидендной политики. Обоснованность влияния данного фактора сигнальной теорией так же поднимается в статье Н. Лоукила, изучавшего структурные изменения политического устройства в Тунисе, которое характеризуется высокой неопределенностью. Он пришел к выводам, что смена главы правительства побуждает фирмы, не выплачивающие дивиденды в прошлом, начать их выплату и препятствует фирмам-плательщикам в прошлом прекращать выплату дивидендов, за исключением тех, которые контролируются правящей семьей [31].

## Исследование влияния санкций, характеристик совета директоров и генерального директора на дивидендные выплаты

### Гипотезы

#### *Санкции против генерального директора*

Санкции в отношении генерального директора могут оказать значительное влияние на корпоративное управление, поскольку он зачастую является ключевым лидером и лицом, принимающим решения в компании. Если генеральный директор подвергается санкциям, это может нарушить нормальное функционирование компании и ограничить ее способность принимать решения и эффективно осуществлять свою деятельность. Одним из потенциальных последствий санкций для генерального директора является то, что они могут ограничить его способность эффективно выполнять свои обязанности.

Например, санкции ЕС предусматривают полный запрет европейским банкам и компаниям на любое экономическое взаимодействие с подсанкционным лицом, а также блокировку его активов, если они находятся в поле юрисдикции ЕС [4]. Это может ограничить способность генерального директора принимать решения, которые наилучшим образом отвечают интересам компании и ее стейкхолдеров. Санкции также могут создать атмосферу страха и неуверенности, что может затруднить выполнение генеральным директором своих обязанностей. Если генеральный директор обеспокоен риском санкций, у него может быть меньше шансов предпринять смелые или новаторские действия, которые принесут пользу компании в долгосрочной перспективе. Во времена политической нестабильности генеральным директорам свойственно лишиться раз перестраховываться и сохранять большее количество прибыли в резервах на счетах компании или в высоколиквидных активах [29].

Это, несомненно, снижает потенциальные выплачиваемые дивиденды и вероятность их распределения среди стейкхолдеров. К тому же блокировка активов CEO может существенно снизить его уровень жизни, из-за чего повышается риск, что у него появляется больше стимулов для использования средств компании для своих личных целей.

*Гипотеза 1:* санкции против CEO негативно влияют на вероятность выплаты дивидендов.

### **Санкции против совета директоров**

Санкции в отношении совета директоров компании могут оказать значительное влияние на корпоративное управление, поскольку они могут нарушить нормальное функционирование совета директоров и ограничить его способность принимать решения и осуществлять надзор за деятельностью компании.

Одним из потенциальных последствий санкций для совета директоров является то, что они могут ограничить способность совета директоров привлекать и удерживать талантливых людей. Российские компании часто принимают в состав корпоративного управления иностранных коллег с международным опытом. К тому же иностранные директора часто являются неаффилированными лицами. Большинство независимых директоров увеличивают контроль над менеджерами и рациональность принятых решений. Однако санкции, введенные против некоторых членов совета директоров, увеличивают репутационные риски иностранных сотрудников. Они часто могут занимать руководящие должности сразу в нескольких компаниях, и факт наложения санкций негативно скажется на их имидже. Из-за этого повышается вероятность ухода независимых членов из состава директоров. В таком случае решения о реструктуризации аппарата управления могут приниматься в кратчайшие сроки, что негативно скажется на выборе новых кандидатов, поскольку поле поиска квалифицированных кадров существенно сужается. Данные факты будут негативно влиять на эффективность корпоративного управления, поскольку увеличивается вероятность реструктуризации совета директоров и найма новых сотрудников, которым нужно время для адаптации. В совокупности с увеличенными страновыми и корпоративными рисками, которые повышают неопределенность будущих денежных потоков, совет директоров, вероятно, будет склоняться к отмене дивидендных выплат.

*Гипотеза 2:* санкции против совета директоров негативно влияют на решение о выплате дивидендов.

### **Санкции против компании**

Включение компании в SDN-лист США или санкционные списки ЕС напрямую влияет на ее операционную, инвестиционную и финансовую деятельность. Во-первых, гражданам и компаниям, учрежденным в ЕС или США, на юридическом уровне запрещается взаимодействовать с компанией, попавшей под санкции. Однако есть небольшие исключения, например, компании ЕС могут закупать продукцию, если она имеет стратегический характер для экономики страны. Для подсанкционных фирм это может означать потерю долгосрочных партнерских отношений и наиболее выгодных рынков сбыта. Выход на новые рынки не всегда может обернуться успехом, поскольку не во всех странах произведенная продукция может пользоваться таким же спросом.

В связи с санкциями может нарушиться проверенная годами логистическая инфраструктура, а на разработку новой

должно уйти некоторое время. Транспортировка сырья часто предполагает наличие определенной инфраструктуры. Для транспортировки газа нужны трубопроводы или заводы по сжижению газа для его дальнейшей отправки морем. Данные сооружения требуют больших капитальных затрат, из-за чего компании потребуются дополнительные средства и инвестиции для их разработки. К тому же процесс смены вектора поставок на другие рынки может занять продолжительное время, что, несомненно, скажется на показателях выручки.

Многие компании находят лазейки для обхода санкций, закупая и продавая товары через третьих лиц. Однако данная стратегия является неоптимальной, поскольку вместо прямого контакта с контрагентом компании приходится платить еще и посреднику, увеличивая тем самым логистические издержки.

Инвестиционная финансовая деятельность также подпадает под ограничительные меры. При включении компании в санкционные списки все ее активы, находящиеся в стране, которая наложила ограничения, замораживаются. Из-за дополнительных рисков уменьшается поле инвестирования в перспективные международные проекты.

У компании также сокращается доступ к международному рынку капитала. Становится труднее привлекать долговое финансирование, из-за чего потенциально может вырасти эффективная ставка стоимости долга компании и увеличиться риск дефолта. Рынок привлечения акционерного капитала также сужается, из-за повышенных политических рисков иностранные инвесторы будут реже инвестировать и поддерживать компании, включенные в санкционные списки. Под таким давлением на все виды деятельности компании вероятность выплат дивидендов будет сокращаться.

*Гипотеза 3:* санкции против компании негативно влияют на вероятность выплаты дивидендов.

### **Присутствие генерального директора в составе совета**

Для изучения взаимосвязи влияния генерального директора и дивидендных выплат многие авторы используют характеристику – является ли генеральный директор одновременно председателем совета директоров. В рамках России мы не можем исследовать данный признак, поскольку законодательно генеральный директор не может занимать эту должность [10]. Поэтому мы рассмотрим влияние нахождения генерального директора в составе совета директоров. Пускай нахождение генерального директора на двух руководящих постах более показательно указывает на повышенное влияние. Однако даже если генеральный директор входит совет директоров, не занимая в нем высшую должность, он все равно оказывает воздействие на принятие корпоративных решений. Вследствие этого увеличиваются агентские издержки и ухудшается контроль за менеджерами.

Мы предполагаем, что в качестве компенсации на ослабленный механизм корпоративного управления совет директоров будет чаще выплачивать дивиденды.

*Гипотеза 4:* присутствие генерального директора в составе совета увеличивает вероятность выплат дивидендов.

### **Количество лет на посту генерального директора**

Как показал анализ литературы, количество лет, проведенных на должности генерального директора, имеет двой-

ственное влияние на дивидендную политику компании. Мы больше склоняемся к тому, что данная переменная оказывает положительное влияние. Генеральный директор с большим сроком присутствия в аппарате управления, будет иметь большую вовлеченность в бизнес-процессы компании и практический опыт руководства компанией, что будет положительно сказываться на ее эффективности. У генеральных директоров с такой характеристикой меньше стимулов инвестировать в инновационные проекты. Согласимся, что молодым компаниям, особенно в сфере хай-тек, которые еще не достигли пика в своем развитии, нужно больше инвестировать в инновационные проекты, и консервативный генеральный директор будет снижать их перспективы. Однако если рассматривать эту проблему в контексте России, то в связи особенностями экономики большинство компаний, котирующихся на бирже, являются поставщиками сырья и находятся на зрелой стадии развития. Доля инновационных компаний на Московской бирже увеличивается, например, Сian и Ozon, однако их прирост незначителен. Мы считаем, что генеральные директора с большим сроком работы будут положительно влиять на эффективность компании и на вероятность выплат дивидендов.

*Гипотеза 5:* количество лет на посту генерального директора положительно влияет на дивидендные выплаты.

#### **Количество независимых директоров**

Независимые директора играют немаловажную роль в наблюдательном совете компании. Такая характеристика предполагает, что директор не имеет аффилированных связей ни с акционерным обществом, ни с самой компанией. Основной целью найма таким сотрудников является определение стратегического развития компании в интересах акционеров, исходя из набора их компетенций и опыта. Они больше исполнительных директоров заинтересованы в поддержании эффективности корпоративного управления для сохранения своего имиджа на рынке труда. Согласно нашим собранным данным в тех компаниях, где CEO является членом совета директоров, количество и доля независимых директоров в совете директоров больше, нежели в тех, где генеральный директор не занимает данную позицию. Этот факт еще раз подчеркивает, что независимые директора осуществляют контроль за эффективностью управления компании и снижения агентских издержек. В связи с этим совету директоров не нужно компенсировать репутационные издержки, связанные с плохим корпоративным аппаратом управления. Таким образом, мы предполагаем, что компании с большим количеством этих директоров реже выплачивают дивиденды.

*Гипотеза 6:* независимые директора негативно влияют на дивидендные выплаты.

#### **Размер совета директоров**

Размер совета директоров является важным фактором при исследовании дивидендной политики компании. Изучив научную литературу, мы выявили, что авторы не могут прийти к однозначным выводам по поводу влияния данной переменной. Результаты во многом зависят от страны и периода, на которых тестировались данные. Мы склоняемся к мнению, что в контексте российских компаний совет директоров с большим количеством участников обладает большей эффективностью, поскольку дает возможность объединить людей с опытом управления в различных сферах. Повышается также вероятность того, что совет директоров будет лучше контролировать работу менеджмента, увели-

чивая его производительность и снижая агентские издержки. Благодаря этому совету директоров не требуется возмещать издержки, связанные с плохим аппаратом управления.

*Гипотеза 7:* размер совета директоров негативно влияет на дивидендные выплаты.

#### **Методология исследования**

Для нашего исследования из открытых источников и раскрываемых ежегодных отчетностей были собраны данные за 2017–2022 гг. по российским компаниям, котирующимся на бирже и не входящим в банковский сектор. Выборка состоит из 73 компаний и 317 наблюдений. В выборку по каждому году не удалось включить информацию по всем 73 компаниям, поскольку в некоторые годы не все они в полной мере раскрывали информацию. Некоторые компании вошли в листинг биржи после 2017 г., и мы включали их только в период после завершения IPO.

В качестве зависимой переменной была выбрана выплата дивидендов (далее DIV). В расчетах мы закодировали ее и сделали дамми переменной, где ставились 1, если компания выплачивала дивиденды за исследуемый год, и 0, если компания отменяла дивиденды. Важно отметить, что большинство компаний имеют годовую дивидендную политику, однако некоторые производят выплаты несколько раз в год. В случае если компания, например, имеет квартальную политику выплат, и она отменила только итоговые дивиденды, мы также ставили 0. В качестве независимых переменных были выбраны: персональные санкции против членов совета директоров (DirectorS), персональные санкции против генерального директора (CEOS), санкции против компании (CompanyS), факт присутствия генерального директора в совете директоров (CEOPart), количество независимых директоров (DB) и срок работы генерального директора (CEOTenure).

Все три переменные, включающие информацию о санкциях, являются дамми, где ставились 0, если санкции не были наложены, и 1 – если были наложены. Отметим, что согласно политике ЕС и США, если основной владелец компании попал под санкции, то против нее также автоматически вводятся ограничения. Мы рассматривали санкции со стороны стран Евросоюза и США, поскольку они являются крупнейшими и наиболее влиятельными экономиками западного мира. Мы предполагаем, что санкции влияют на вероятность выплаты дивидендов с задержкой. Итоговый годовой дивидендный сезон российских компаний приходится на лето. Санкции, наложенные в первом полугодии 2022 г., окажут влияние на решение о выплате дивидендов за 2021 г., поскольку они были наложены до окончательного решения о выплате, логика для предыдущих годов сохраняется. Присутствие генерального директора в составе совета директоров является дамми переменной, где ставились 0, если он не входит в состав совета директоров, и 1 – если присутствует. Переменная число независимых директоров рассчитывалась как доля от общего количества людей, входящих в состав совета директоров. Срок работы генерального директора рассчитывался в годах. Также были выбраны следующие контрольные переменные: соотношение прибыли и дохода (E/R), долговая нагрузка (Leverage), соотношение ликвидных средств и активов (Liquidity).

В качестве модели мы выбрали логистическую регрессию. Поскольку зависимая переменная является дискретной, рассмотрим вероятность влияния независимых переменных на нее.

Функция логистической регрессии –

$$a(x, w) = \frac{1}{1 + e^{-w^T X}}$$

Для выявления мультиколлинеарности мы рассчитывали VIF-коэффициенты, установив пороговое значение VIF = 5. Если данный коэффициент превышал 5, то это говорило о наличии мультиколлинеарности, после чего удаляли переменную или создавали новую из комбинации имеющихся. Также для улучшения качества модели мы балансировали данные по переменным CEO, CEOPart, поскольку наблюдалась диспропорция в выборке.

$$VIF(X_i) = \frac{1}{1 - R_i^2}$$

Таблица 1. Описательная статистика выборки за 2017–2020 гг.

	Div	CompanyS	DirectorS	CEOS	CEOPart	Ind	DB	CEOTenure	Leverage	Liquidity	E/R
mean	0.74	0.2	0.16	0.05	0.78	0.34	10.5	6.7	1.71	0.09	0.11
std	0.44	0.4	0.36	0.21	0.41	0.2	3.2	5.7	10.3	0.11	0.13
min	0	0	0	0	0	0	5	1	-93	0	-0.4
25%	0	0	0	0	0	0.22	9	2	0.6	0.03	0.03
50%	1	0	0	0	1	0.31	10	5	1.23	0.05	0.09
75%	1	0	1	0	1	0.45	11.25	10	2.63	0.11	0.16
max	1	1	1	11	1	0.88	31	27	31	0.98	1.09

Источник: построено автором.

Таблица 2. Описательная статистика выборки за 2021 г.

	Div	CompanyS	DirectorS	CEOS	CEOPart	Ind	DB	CEOTenure	Leverage	Liquidity	E/R
Mean	0.37	0.56	0.49	0.3	0.74	0.39	9.7	6.6	225	0.39	0.14
Std	0.49	0.5	0.5	0.46	0.44	0.17	2.1	6.1	9.8	0.14	0.14
Min	0	0	0	0	0	0	5	0	-37	0	0.12
25%	0	0	0	0	0	0.29	9	2	0.95	0.03	0.04
50%	0	1	0	0	1	0.36	9	5	1.08	0.6	0.11
75%	1	1	1	1	1	0.5	11	9	2.7	0.11	0.24
max	1	1	1	1	1	0.85	15	28	68	0.95	0.68

Источник: построено автором.

Количество компаний, в которых хотя бы один член совета директоров попал под санкции, увеличилось более чем в три раза. В свою очередь, доля независимых членов директоров увеличилась. Это связано с тем, что в среднем каждый совет директоров уволил одного исполнительного директора, уменьшив штат до 9 человек. Количество генеральных директоров, занимающих позицию в совете директоров в 2021 г., также сократилось, однако незначительно. С продолжительностью работы генерального директора дела обстоят аналогичным образом. Что касается финансовых показателей, то 2021 г. оказался выдающимся для большинства компаний. Более 50% фирм показали рентабельность выручки более чем в 11%, аналогичный показатель за предыдущий период составлял 9.5%. Большинство российских компаний продемонстрировали ре-

## Эмпирическое исследование

В Таблице 1 представлена описательная статистика переменных за период с 2017 по 2020 г. В Таблице 2 раскрывается информация о данных за 2021 г. Можно заметить огромную разницу в частоте выплат дивидендов. За 2021 г. около 63% компаний сообщило об отмене дивидендов, когда ранее прослеживалась тенденция, что в среднем 74% компаний стабильно выплачивали дивиденды. Касательно введенных санкций также можно заметить большой перевес в сторону 2021 г. Около 50% исследуемых компаний или их основных акционеров попало под санкции в 2021 г., за 2017–2020 гг. таковых было около 20%. Данные свидетельствуют о значительном увеличении персональных санкций со стороны стран Запада. В 2021 г. количество генеральных директоров, попавших под санкции, увеличилось в шесть раз. Санкции против совета директоров стали также частой мерой ограничений деятельности компании.

кордные показатели прибыли. Данный рост был вызван благоприятной макроэкономической обстановкой в стране, политикой монетарного смягчения и снижения процентных ставок до минимальных значений.

Данные показывают, что средняя величина кредитного плеча в 2017–2020 гг. была значительно меньше. Однако вероятнее всего данный коэффициент не является релевантным и высокое значение вызвано несколькими выбросами. В данном случае будет более показательным медианное значение. Более чем у 50% компаний в 2021 г. долговое плечо стало составлять менее чем 1.07, когда в предыдущие годы аналогичное значение составляло 1.25. Уровень ликвидных средств на счетах компаний по отношению к активам также повысился, что может свидетельствовать о меньшем реинвестировании полученной прибыли в бизнес.

**Рисунок 6.** Распределение дивидендных выплат

Источник: построено автором.

Рисунок 6 демонстрирует распределение дивидендных выплат и наложенных санкций на компанию или на один из аппаратов управления. Можно заметить, что лишь 23% компаний, находящихся хотя бы под одним из видов санкций, отменяли дивидендные выплаты в период с 2017–2020 гг. Видимо, компании в 2022 г. стали намного чувствительнее к данному негативному фактору, увеличив долю отмен до 0.66. Однако также увеличились отмены и у компаний, которые не попали под санкции, причем значительно – до 57%. Это может говорить о том, что большинство компаний не исключали риска попадания под ограничения и считались с повышенной политической неопределенностью.

### Корреляционный анализ

Таблица 3 демонстрирует корреляционную матрицу исследуемых переменных. Определим значения корреляции, где  $r > |0.7|$  является сильной зависимостью,  $|0.5| < r < |0.7|$  считается средней,  $|0.3| < r < |0.5|$  указывает на умеренную взаимосвязь,  $|0.2| < r < |0.3|$  – на слабую корреляцию, ниже значения 0.2 взаимосвязь считается очень слабой.

Около половины комбинаций переменных обладают статистически не значимой корреляцией. Зависимая переменная обладает статистически значимой взаимосвязью с переменными: CompanyS, CEOPart, E/R, Liquidity. Что касается зависимых переменных, то наибольшими значениями корреляции на уровне 0.4 обладают комбинации CompanyS, DirectorS, CEOS. Между этими переменными прослеживается прямая зависимость, что вполне логич-

но. Политика правительства США и ЕС в области выбора объекта санкций направлена в основном на крупные экономико-образующие и государственные компании, а также на лиц, связанных с политикой и государственным аппаратом управления. В ходе сбора данных было обнаружено, что в таких компаниях должность генерального директора и члена совета директоров довольно часто занимают российские олигархи и члены государственного правления, которые являются первоочередными объектами западных санкций. Поскольку корреляция является умеренной, мы считаем, что в дальнейшем исследовании объединение одновременно всех трех переменных в одну валидным, однако также стоит рассмотреть их влияние по отдельности.

Можно заметить еще одну интересную закономерность: количество введенных санкций прямо пропорционально зависит от количества членов совета директоров. Можно объяснить такую корреляцию тем, что больший совет директоров увеличивает вероятность того, что в нем будет находиться лицо, которое связано с политикой. Количество лет на должности генерального директора увеличивает шанс попадания в санкционные списки. Если генеральный директор продолжительное время находится на должности, это может говорить о том, что он или безупречно справляется со своей работой, или имеет тесные связи владельцами компании и правительством. Факт нахождения генерального на двух должностях повышает шансы наложения санкций против органов управления компании, однако зависимость, хотя и является значимой, очень низкая.

**Таблица 3.** Корреляционная матрица

	Div	CompanyS	DirectorS	CEOS	CEOPart	DB	CEOTenure	Ind	E/R	Leverage
CompanyS	-0.01*									
DirectorS	-0.07	0.41***								
CEOS	-0.03	0.37***	0.46***							
CEOPart	0.16***	-0.01	0.15***	0.11**						
DB	-0.01	0.13**	0.2***	0.01	0.02					
CEOTenure	0.04	0.15***	0.14**	0.18***	0.17***	0.17***				
Ind	0.03	-0.05	0.02	0.03	0.17***	-0.1*	0.06			

	Div	CompanyS	DirectorS	CEOS	CEOPart	DB	CEOTenure	Ind	E/R	Leverage
E/R	0.1*	0.08	-0.02	0.08	0.1*	-0.08	-0.04	0.13**		
Leverage	-0.05	0	0.05	-0.03	-0.11*	-0.03	-0.07	0.05	-0.02	
Liquidity	-0.12**	-0.13**	-0.08	-0.03	-0.1*	-0.14**	0.14**	0.05	0.24***	-0.01

Примечание: \*\*\* статистическая значимость на 1%-м уровне; \*\* на 5%-м уровне; \* на 10%-м уровне.

Источник: построено автором.

Таблица 4. Модели логистической регрессии за 2021 г.

Переменные	Модель 1	Модель 2	Модель 3	Модель 4
CompanyS	-0.5479	-0.7753*		
DirectorS	-1.413***			
CEOS	1.1675**	0.6537		
CEOPart	1.1190**	0.6671*	0.9596**	0.8202**
DB	-0.0317		-0.0454	
CEOTenure	0.0101	0.0033	0.0382	
Ind	-3.3367***	-4.4776***	-3.8351***	
E/R	5.2844***	5.9847***	6.0177***	6.2723***
Leverage	0.0593*	0.0582	0.0377	0.0277
Liquidity	-2.6587	-1.5925	-2.0757	-5.1655
AllS			-1.2147**	-3.2786***
DBInd				-0.4248***
CEOTenureS				0.1905***

Примечание: \*\*\* статистическая значимость на 1%-м уровне; \*\* на 5%-м уровне; \* на 10%-м уровне.

Источник: построено автором.

Изначально для проверки наших гипотез мы построили логистическую регрессию, которая включала данные выборки 2021 г. (Таблица 4). Модель 1 показала хорошее качество, где LLR p-value стремилась к 0. Однако не все коэффициенты оказались значимыми. Наихудшее p-value показали переменные DB и CEOTenure, CS так же оказалась незначимой, однако, возможно, из-за наличия корреляции с другими переменными. Остальные параметры оказались значимыми на уровне в 3%. DirectorS и Ind отрицатель-

но повлияли на выплаты дивидендов с коэффициентами -1.413 и -3.336 соответственно. Факт попадания совета директоров под санкции уменьшает вероятность выплат на 141%. Если количество независимых директоров составляют 10% наблюдательного совета, то такая структура будет сокращать вероятность на 33%. В свою очередь, санкции против генерального директора и факт его присутствия увеличивают вероятность выплат на 116 и 112% соответственно.

Таблица 5. VIF-коэффициенты исследуемых переменных

Переменная	VIF 2021	VIF 2017–2020
CompanyS	3.32	1.56
DirectorS	3.04	1.61
CEOS	2.04	1.29
CEOPart	4.45	4.94
DB	8.52	4.99
CEOTenure	2.65	2.60
Ind	6.25	3.94
E/R	2.27	1.89
Leverage	1.15	1.04
Liquidity	1.94	1.78

Источник: построено автором.

Далее мы провели тест на мультиколлинеарность, посчитав VIF-коэффициенты, среднее значение которых составляет 3,5, что говорит о низкой мультиколлинеарности общей модели, однако коэффициенты у переменных DB и Ind превышают пороговый показатель. Мы предполагаем, что они могут косвенно влиять на значения других переменных. Чтобы проверить значимость коэффициента CompanyS, мы решили убрать две переменных, с которыми у CompanyS наблюдается наибольшее значение VIF. Такими параметрами оказались DB и DirectorS. Модель 2 показала, что количество независимых директоров и санкции против компании являются значимыми и оказывают негативное влияние на выплату дивидендов, переменная CEOPart, как и в прошлой регрессии является значимой и оказывает положительное влияние, однако оно уменьшилось почти в два раза. Санкции против генерального директора и его срок на должности оказались незначимыми. Поскольку все три переменные, включающие информацию о санкциях, имеют умеренную и значимую корреляцию между собой, и не в каждой модели все они имеют статистическую значимость, мы решили рассмотреть их в совокупности. Мы создали новую переменную AllS, перемножив CompanyS, DirectorS и CEOPart. Она поможет понять, как строится дивидендная политика компании, если против нее, генерального директора и совета директоров были введены санкции. Модель 3 показала, что переменные Ind, CEOPart снова оказались статистически значимыми, где первая влияет негативно, а вторая положительно с коэффициентами  $-3.8351$  и  $0.9596$  соответственно. DB и CEOTenure оказались незначимыми. Влияние все трех ви-

дов санкций против одной компании оказалось значимым с коэффициентом  $-1.2147$ .

Так как переменные DB и CEOPart не показали значимых результатов в предыдущих моделях, мы решили их объединить с факторами, с которыми они имеют значимую корреляцию. Мы получили новые переменные:  $CEOtenureS = CEOtenure \cdot CEOPart$  и  $DBInd = DB \cdot Ind$ . В новой модели все переменные оказались значимыми на уровне в 5%. Выяснилось, что больший размер совета директоров с высоким соотношением независимых директоров негативно влияет на вероятность выплат, наложение всех трех видов санкций аналогично воздействует. В свою очередь, модель также показала, что вероятность выплат увеличивается, если санкции ввели только против генерального директора, который уже продолжительное время управляет компанией. Каждый год, который CEO под санкциями проработал в компании, увеличивает вероятность выплат на 19%.

Разберем модели 2017–2020 гг. (Таблица 6). После включения всех переменных в модель она показала хорошее качество. В отличие от выборки за 2021 г., незначимым оказался только один показатель – санкции против генерального директора.

В модель 6 были включены все переменные помимо CEOPart. Оказалось, что Ind, CompanyS и DirectorS оказали негативное влияние на зависимую переменную с коэффициентами  $-1.19$ ,  $-0.46$  и  $-0.9$  соответственно, что меньше по модулю аналогичных показателей за 2021 г. CEOTenure, CEOPart и DB положительно воздействуют на решение о выплате дивидендов с коэффициентами  $0.066$ ,  $0.7548$  и  $0.059$  соответственно.

Таблица 6. Модели логистической регрессии за 2017–2020 гг.

Переменная	Модель 5	Модель 6	Модель 7	Модель 8
CompanyS	$-0.4627^{**}$			
DirectorS	$-0.9073^{***}$			
CEOPart	$0.4549^*$	$0.7548^{***}$	$0.7453^{***}$	$0.9367^{***}$
DB	$0.0859^{***}$	$0.0592^{***}$	$0.0771^{***}$	
CEOtenure	$0.0697^{***}$	$0.0661^{***}$		$0.0754^{***}$
Ind	$-1.1931^{**}$	$-1.12367^{**}$	$-0.8582^*$	
E/R	$9.4596^{***}$	$9.2835^{***}$	$8.1409^{***}$	$11.4493^{***}$
Leverage	$-0.075^{***}$	$-0.0734^{**}$	$-0.0624^{***}$	$-0.0516^{***}$
Liquidity	$-8.027^{***}$	$-7.947^{***}$	$-6.954^{***}$	$-8.4305^{***}$
AllS		$-1.0772^{***}$	$-1.0733^{***}$	$-0.887^{***}$
DBInd				$-0.0369^{**}$
CEOtenureS			$2.3906$	

Примечание: \*\*\* статистическая значимость на 1%-м уровне; \*\* – на 5%-м уровне; \* на 10%-м уровне.

Источник: построено автором.

VIF-коэффициент при переменной CEOS равен 1.29, что говорит об отсутствии влияния высокой мультиколлинеарности. В целом вся модель не подвержена сильному влиянию проблемы мультиколлинеарности, поскольку ни один из коэффициентов не превышает 5.

Далее рассмотрим модель 7 с переменными, созданными ранее. Важно отметить, что в данном случае в переменную All мы не будем включать CEOS, поскольку она незначима и будет только портить качество модели. Поэтому в следующих моделях она будет означать, что санкции были введены против компании и ее совета директоров. Введение одновременных санкций против компании и совета директоров имеет отрицательную взаимосвязь. Данная переменная уменьшает вероятность выплат на 107%. Поскольку переменные DB и Ind по-разному влияют на зависимую переменную, мы решили немного модифицировать DBInd, чтобы понять, как влияет DB в эффективных советах директоров. В качестве критерия мы взяли медиану Ind и ставили 1, если значение больше, и 0, если меньше. Оказалось, что каждый член совета директоров будет уменьшать вероятность выплат на 3%, если количество независимых директоров выше медианного значения.

## Результаты и обсуждение

Результаты двух моделей оказались схожими, однако влияние некоторых переменных в выборке за 2021 г. оказалось более существенным. Санкции против компании и персональные санкции против членов совета директоров показали негативное воздействие в 2017–2020 гг. Наши гипотезы оправдались, введение санкций против компании в значительной степени осложняет их функционирование и стратегическое развитие. Во-первых, компании становится гораздо сложнее искать долгосрочных партнеров, поставщиков и крупных покупателей, поскольку из-за введенных ограничений они не имеют права сотрудничать с подсанкционным лицом, что негативно сказывается на операционной деятельности компании. Во-вторых, начинают действовать ограничения к доступу на рынок капитала как долгового, так и частного. США и ЕС являются крупнейшими мировыми экономиками, после попадания в их санкционные списки фирма теряет возможность привлекать новых инвесторов для развития перспективных проектов, а также получать долговое финансирование, что уменьшает возможности масштабирования. Персональные санкции против членов совета директоров оказали негативное влияние на решение о выплате дивидендов. Несмотря на то что данный вид корпоративного аппарата управления непосредственно не участвует в операционной деятельности компании, санкции против отдельных его членов могут сильно навредить репутации компании. Распространенным последствием введенных санкций является реструктуризация наблюдательного совета, что негативно сказывается на его работе.

В выборке за 2021 г. данные переменные показали большее влияние по сравнению с 2017–2020 гг. Это можно объяснить тем, что последствия введенных санкций в 2022 г. имели больший масштаб, а также сильно ухудшились политические отношения и увеличилась неопределенность. Многие компании активно сотрудничали со странами Запада, из-за обострившихся отношений они решили сменить вектор стратегического развития в направлении сотрудничества со странами Азии. В частности, нефтегазовые компании активно начали развивать инфраструктуру

для продажи сырья в Азию, что требует дополнительных существенных капитальных издержек. Многие иностранные компании решили выйти из проектов на территории России, как это случилось, например с итальянской Enel, французской Total и британской Shell.

Хотя мы и не включали банковский сектор в выборку из-за его отличительных особенностей от других секторов экономики, кризис в данной области повлиял и на другие области экономики. У компаний, попавших под санкции, сократился доступ к рынку мирового капитала, а также стало невыгодно получать финансирование внутри страны. Из-за увеличения неопределенности в стране и боязни “bank run” Центробанк России был вынужден поднять ставку рефинансирования до максимальных значений. Данное повышение пришлось как раз на время дивидендного сезона, что еще сильнее подтолкнуло компании оставить нераспределенную прибыль, поскольку они не понимали, как долго продлится текущая ситуация. Одним из фактов большего отрицательного влияния санкционных переменных в выборке 2021 г. является блокировка Национального расчетного депозитария (НРД) [32]. Некоторые компании, которые ведут операционную деятельность в России и имеют российских владельцев, залистингованы на иностранных биржах, а на Московской бирже представлены их депозитарные расписки. Поскольку именно с помощью НРД компания переводила дивиденды держателям депозитарных расписок, после введения санкций это стало невозможным. И даже если компания, попавшая под санкции, и хотела бы выплатить дивиденды, большинство инвесторов не смогли бы их получить.

Мы предполагаем, что санкции против совета директоров в 2022 г. оказали большее негативное влияние по сравнению с предыдущими годами именно из-за политических обстоятельств. В наблюдательные советы российских компаний часто входят иностранные граждане. В 2022 г. было много случаев, что из-за наложения санкций на их коллег они решили покинуть свой пост. Вероятность того, что компания может потерять часть квалифицированных иностранных сотрудников и из-за дополнительных рисков может быть вынуждена заменить директоров, попавших под санкции, негативно влияет на потенциальную эффективность работы совета директоров. Увеличивается также вероятность найма новых сотрудников с меньшим опытом и худшими навыками, что может снизить контроль за менеджерами и обоснованность принятия решений.

Что касается санкций против генерального директора, то наши ожидания не оправдались. В выборке 2017–2020 гг. данная переменная оказалась незначимой, в этот промежуток времени ограничения оказались неэффективными и не выполняли основных своих функций. Однако санкции, введенные в 2022 г., оказали положительное влияние на решение о выплате дивидендов за 2021 г. Ранее мы предполагали, что блокировка иностранных активов генерального директора может повысить его стимулы больше пользоваться корпоративными выгодами, что увеличивает агентские издержки.

В качестве компенсации за несовершенный аппарат управления совет директоров чаще принимает решение о выплате дивидендов. В период относительно стабильной политической обстановки в России в период с 2018–2021 гг. санкции исключительно против CEO не показали значимых результатов, а во время обострения отношений с Западом прослеживалось положительное влияние на дивиденды. Можно сделать вывод, что данный тип санкций

не влияет на функционирование компании и ее развитие. Логика такова, что во время стабильной экономической обстановки в стране инвесторы не воспринимали данные ограничения как негативный сигнал, основываясь на этом, совет директоров никак не опирался на данный факт при решении о выплате дивидендов. Однако в период высокой волатильности рынков и повышенной неопределенности любая негативная информация воспринимается инвесторами с большим пессимизмом.

Опираясь на сигнальную теорию, мы делаем вывод, что при таких вводных совет директоров будет реагировать на санкции против генерального директора решением о выплате дивидендов, чтобы продемонстрировать инвесторам, что данное негативное событие не повлияет на будущие перспективы компании.

Модели обеих выборок показали, что наложение всех трех видов санкций оказало негативное и статистически значимое влияние на решение о выплате дивидендов. Результаты оказались вполне очевидными, поскольку в таком случае компания сталкивается и с репутационными издержками, и с проблемами в финансовой, инвестиционной и операционной деятельности. При таких ограничениях компания скорее всего попытается оставить нераспределенную прибыль в качестве подушки безопасности.

Срок пребывания на должности генерального директора, как мы и предполагали, оказался значимым и показал положительное влияние на решение о выплате дивидендов, однако только в период с 2017–2020 гг. Продолжительное управление компанией ассоциируется с тем, что генеральный директор полностью вовлечен в бизнес-процессы компании, имеет достаточно опыта и знаний в области функционирования фирмы и может эффективно принимать решения, помогающие компании устойчиво и стабильно развиваться, что положительно сказывается на ее прибыли. Тем не менее на выплату дивидендов за 2021 г. данный фактор не оказал значимого влияния. Так как решение о выплате дивидендов за 2021 г. у большинства компаний приходится на 2022 г., мы считаем, что данная переменная не оказала влияния из-за кризисной ситуации в экономике России. Ранее мы говорили, что с каждым годом управления компанией генеральный директор набирается больше опыта, и это помогает ему принимать эффективные решения и вести компанию в светлое будущее. К тому же ограничения против российских компаний вводятся не первый год, из-за чего ее руководство уже должно было понять, как работать при их наличии. Однако ограничения, введенные в 2022 г., стали жестче, а их масштаб гораздо внушительнее, из-за чего большинству российских компаний пришлось перестраивать свои бизнес-процессы. В таком случае увеличивается вероятность влияния факторов, которые не зависят от генерального директора.

Углубленный анализ этой переменной показал, что санкции чаще накладываются против CEO, которые дольше находятся на своем посту, поскольку присутствует статистически значимая и умеренная корреляция. Факт попадания под санкции генерального директора с большим опытом работы показал значимое положительное влияние. Анализ показал, что если одна из стран введет санкции против CEO, срок нахождения на посту которого выше медианного значения, то вероятность выплат дивидендов увеличится еще сильнее. Мы объясняем это тем, что персональные санкции чаще всего вводятся из-за наличия у их объекта связей с политической сферой. Парный коэффициент пере-

менной TenureCEOs выше, чем CEO, поскольку увеличивается шанс того, что генеральный директор может попасть под дополнительные санкции другой страны, что еще сильнее ухудшит имидж компании, из-за чего нужно в большей степени компенсировать репутационные издержки.

Модели на двух промежутках времени показали, что присутствие генерального директора в совете директоров оказывает положительное воздействие на дивидендные выплаты. Полученные результаты согласуются с нашей гипотезой. Тот факт, что генеральный директор может принимать участие и вносить свой вклад в принятие решения о выплате дивидендов, существенным образом ослабляет корпоративный аппарат управления. Агентская теория предполагает, что существует ярко выраженный конфликт интересов между менеджерами компании и ее акционерами. Совет директоров выполняет функцию защиты интересов стейкхолдеров, пытаясь максимизировать полезность от владения акциями компании. Если генеральный директор занимает место в совете директоров, он становится более влиятельным и может сильнее максимизировать свою функцию полезности. В свою очередь, инвесторы начинают больше сомневаться в надежности совета директоров. Чтобы нивелировать данную проблему ослабленного аппарата управления, большинство членов совета директоров будут склоняться чаще и больше выплачивать дивиденды. К тому же данная характеристика генерального директора, в отличие от срока пребывания на должности, имеет значимую корреляцию со всеми тремя видами санкций. Очевидно, что если будут введены ограничения против генерального директора, то одновременно под них еще попадет и совет директоров. Как мы выяснили ранее, если санкции введены не только против генерального директора, то они будут оказывать негативное влияние на выплату дивидендов. Таким образом, присутствие CEO сразу на двух должностях, будет увеличивать вероятность того, что сразу два аппарата корпоративного управления могут попасть под санкции, что негативно скажется на деятельности компании и ее репутации. Чтобы компенсировать потенциальные издержки, компания будет возмещать их выплатой дивидендов.

Влияние количества независимых директоров оказалось одинаковым на двух разных промежутках времени, однако на выборке 2021 г. коэффициент был более существенный. Наличие независимых директоров положительно сказывается на эффективности контроля за менеджерами компании и принятии непредвзятых, обоснованных решений. Благодаря эффективному аппарату управления уменьшаются агентские издержки, из-за чего совету директоров не нужно их компенсировать, и они могут позволить реже выплачивать дивиденды. Что касается результатов выплат за 2021 г., то мы считаем, что независимые директора оказали большее влияние, чем в предыдущие годы, из-за нестабильной экономической обстановки в стране. Директора, которые являются аффилированными лицами, не всегда будут выступать исключительно в интересах акционеров. Такое может произойти, например, в случае, если у директора есть доля в компании, из-за чего он, исходя из своих собственных интересов, может лоббировать решение о выплате дивидендов, даже если оно является не оптимальным в контексте макроэкономической обстановки. Поскольку большинство отмен выплат за 2021 г. пришлось на летний дивидендный сезон 2022 г., мы считаем, что для независимых директоров оптимальным решением было не производить дивидендные выплаты в связи с обострившемся политическим кризисом и ожидаемым спадом в экономике.

Делая этот вывод, мы ссылаемся на работу Х. Тао с соавторами [29], в которой отмечалось, что корпоративному аппарату управления свойственно во время политической нестабильности быть особенно осторожным и оставлять нераспределенную прибыль на счетах компании. В 2021 г. более чем у 50% компаний доля независимых членов совета директоров было выше 36%. У четверти компании данный показатель был выше 50%, что говорит о существенном вкладе независимых директоров в принятие решений. В период с 2017–2020 гг. медианное значение было ниже на 5%, что также могло повлиять на разницу в коэффициентах.

Мы предполагали, что размер совета директоров будет способствовать более эффективному управлению компанией, снижать агентские издержки и оказывать негативное влияние на дивидендную политику компанию по аналогии с количеством независимых директоров. Однако данный коэффициент оказался незначимым в 2021 г., а на выборке 2017–2020 гг. было выявлено положительное влияние. Поскольку результаты оказались неоднозначными и между нашими переменными Ind и DB присутствовала корреляция, мы решили рассмотреть, как размер совета директоров влияет на дивидендную политику в зависимости его эффективности. В эффективных советах директоров, где доля независимых его членов было выше медианного значения, размер совета оказал негативное влияние на дивидендные выплаты на обеих выборках. Это еще раз подчеркивает тот факт, что эффективный аппарат корпоративного управления будет реже выплачивать дивиденды благодаря своей репутации и ненадобности компенсировать агентские издержки.

## Практическое применение

Данное исследование не только вносит вклад в развитие научной тематики, но и поможет инвесторам строить свои стратегии, опираясь на полученные результаты. Российские компании не первый год сталкиваются с попаданием в санкционные списки, а отечественная экономика подвержена влиянию высоких политических рисков. Стратегии многих долгосрочных инвесторов основаны на дивидендных выплатах, из-за чего им важно понимать, как влияют на компанию определенные факторы в период стабильной политической обстановки в мире и во время ее обострения.

## Результаты

Проведенное исследование показало, что санкции против совета директоров и прямые ограничения деятельности компании оказывают отрицательное воздействие на вероятность дивидендных выплат. Санкции против генерального директора дали неоднозначные результаты. В период относительной политической стабильности данные ограничения никак не влияют на политику компании, они не являются эффективными. В период обострения политических рисков данный тип санкций оказывает положительное воздействие. Такая разница образовывается из-за того, что в период кризисов настроения инвесторов подвержены большему пессимизму и скептицизму, из-за чего компании нужно компенсировать данные издержки дивидендами, несмотря на неэффективность данного типа санкций. Таким образом, эффект Cancel Culture – отказ США и ЕС от сотрудничества с Россией и наложение санкции против нее, оказал существенный негативный эффект на дивидендные выплаты российских компаний.

Мы также выявили, что хороший корпоративный аппарат управления негативно влияет на решение о выплате дивидендов. Присутствие генерального директора в составе совета директоров и его срок на должности оказывает положительное влияние на вероятность выплат, однако вредит эффективности управления. В свою очередь количество независимых директоров и размер наблюдательного совета показали негативное влияние, однако такая комбинация улучшает эффективность совета директоров. На разных временных промежутках переменные показали одинаковую зависимость, однако в период возрастания политических рисков влияние независимых переменных существенно повышается, из-за чего малейшее изменение в структуре аппарата управления в период кризиса может сильно уменьшить вероятность выплат.

## Список литературы

1. Izryadnova O.I., Kovaleva M.A. Dynamics of the domestic market in 2022: development potential and the impact of sanctions. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii = Russian Economic Developments*. 2022;29(7):15-20. (In Russ.). URL: <http://www.iep.ru/files/RePEC/gai/recdev/r2258.pdf> (accessed on 12.01.2023)
2. Subbotina M.V. Cancel culture: a manifestation of social justice or a new way of manipulation. *Obshchestvo: sotsiologiya, psikhologiya, pedagogika = Society: Sociology, Psychology, Pedagogics*. 2022;3(95):34-37. (In Russ.) <https://doi.org/10.24158/spp.2022.3.5>
3. Nikitin A.V., Orlinskaya O.M., Sedaev P.V., et al. Cancel culture: reasons for development challenges in Russia. *Vlast' (The Authority)*. 2022;30(3):65-69. (In Russ.) <https://doi.org/10.31171/vlast.v30i3.9046>
4. Number of international sanctions imposed worldwide as of January 12, 2023, by target country. URL: <https://www.statista.com/statistics/1294726/number-of-global-sanctions-by-target-country/f> (accessed on 12.01.2023).
5. Overview of Sanctions against Russia, 2022. INTELLECT Law Firm. URL: [https://www.intellectpro.ru/en/press/works/obzor\\_deystvuyushih\\_sanktsiy\\_v\\_otnoshenii\\_rossii/](https://www.intellectpro.ru/en/press/works/obzor_deystvuyushih_sanktsiy_v_otnoshenii_rossii/) (accessed on 06.05.2022).
6. Specially Designated Nationals And Blocked Persons List (SDN) Human Readable List. URL: <https://ofac.treasury.gov/specially-designated-nationals-and-blocked-persons-list-sdn-human-readable-lists> (accessed on 09.05.2023).
7. Review of the key indicators of professional participants of the securities market. Bank of Russia. (In Russ.) URL: [https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43826/review\\_secur\\_22-Q4.pdf](https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43826/review_secur_22-Q4.pdf) (accessed on 10.02.2023).
8. Report: Record Dividends in Russia // SBER CIB URL: <https://dokhodchivo.ru/russia-dividends-fin?ysclid=lgo74zmbb548729508> (accessed date: 02.2022).
9. Fama E.F. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*. 1980;88(2):288-307.
10. Federal'nyi zakon ot 26.12.1995 N 208-FZ (red. ot 04.08.2023) "Ob aktsionernykh obshchestvakh" [Federal Law On Joint-Stock Companies of 26.12.1995 No. 208-FZ] (In Russ.)
11. Miller M.H., Rock K. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*. 1985;40(4):1031-1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>

12. Bhattacharya S. Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy. *The Bell Journal of Economics*. 1979;10(1):259-270. <https://doi.org/10.2307/3003330>
13. Mueller D. A Life Cycle Theory of the Firm. *Journal of Industrial Economics*. 1972;20(3):199-219. <https://doi.org/10.2307/2098055>
14. Elmagrhi M.H., Ntim C.G., Crossley R.M., et al. Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics. *International Journal of Accounting & Information Management*. 2017;25(4):459-483. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2017-0020>
15. Criteria for Defining Independence of the Board Members (Supervisory Board). Moscow Exchange. URL: <https://www.moex.com/a3056> (accessed on 10.02.2023).
16. Khan A. Ownership structure, board characteristics and dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance*. 2022;22(2):340-363. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2021-0129>
17. Yarram S.R., Dollery, B. Corporate governance and financial policies: Influence of board characteristics on the dividend policy of Australian firms. *Managerial Finance*. 2015;41(3):267-285. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0086>
18. Rajput M., Jhunjhunwala S. Corporate governance and payout policy: evidence from India. *Corporate Governance*. 2020;19(5):1117-1132. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2018-0258>
19. Tahir H., Masri R., Rahman M.M. Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from Malaysia. *Corporate Governance*. 2020;20(5):919-937. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2020-0091>
20. Ntim C.G., Opong K.K., Danbolt J. Board size, corporate regulations and firm valuation in an emerging market: a simultaneous equation approach. *International Review of Applied Economics*. 2015;29(2):194-220. <https://doi.org/10.1080/02692171.2014.983048>
21. Boumosleh A., Cline B.N. Outside director stock options and dividend policy. *Journal of Financial Services Research*. 2015;(47):381-410. <https://doi.org/10.1007/s10693-013-0174-2>
22. Ghasemi R.S., Madrakian H., Keivani F.S. The relationship between the corporate governance and the stock institutional ownership with the dividend - a case study of Tehran. *Journal of Business and Management*. 2013;15(2):65-69. <https://doi.org/10.9790/487X-1526569>
23. Benjamin S.J., Biswas P. Board gender composition, dividend policy and COD: the implications of CEO duality. *Accounting Research Journal ARJ*. 2017;32(3):454-476. <https://doi.org/10.1108/ARJ-02-2018-0035>
24. Bebchuk L.A., Cremers K.J.M., Peyer U.C. The CEO Pay Slice. *Journal of Financial Economics*. 2011;102(1):199-221.
25. Tarkovska V. *CEO Pay Slice and Firm Value: Evidence from UK Panel Data*. Working paper published by Dublin Institute of Technology 2014.
26. Shahbaz A.S. CEO power and the likelihood of paying dividends: Effect of profitability and cash flow volatility. *Journal of Corporate Finance*. 2022;73:102186. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2022.102186>
27. Onali E., Torluccio G., Galiakhmetova R. *Are CEO power, monitoring incentives, and dividends related? Evidence from a regulated industry*. AIDEA annual meeting, Lecce, Italy; 2013.
28. Gieskens J.H. *The effect of CEO characteristics on corporate financial policy*. Tilburg School of Economics and Management; 2016.
29. Tao H., Fei W., Jin Yu., et al. Political risk and dividend policy: Evidence from international political crises. *Journal of International Business studies*. 2015;46(5):574-595.
30. Ahmad F.M., Aziz S., El-Khatib R., et al. Firm-level political risk and dividend payout. *International Review of Financial Analysis*. 2023;86:102546. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102546>
31. Loukil N. Does political instability influence dividend payout policy: evidence from Tunisian Stock Exchange? *EuroMed Journal of Business*. 2020;15(2):253-267. <https://doi.org/10.1108/EMJB-06-2019-0094>
32. Putevoditel' po sanktsiyam i ogranicheniyam protiv Rossiiskoi Federatsii (posle 22 fevralya 2022 g.) [Guide to Sanctions and Limitations against the Russian Federation (after February 22, 2022)]. Base.Garant (In Russ.). URL: <https://base.garant.ru/57750632/?ysclid=lhhlbqym-kh301266730#friends> (accessed on 17.03.2014).

Статья была представлена 12.10.2023; одобрена после рецензирования 14.11.2023; принята для публикации 05.12.2023.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.132-150>

JEL classification: G11, G30, G31, G32



# Финансирование ESG-трансформации на крупнейшем развивающемся рынке Китая. Обзор литературы

**Бу Янфей**

аспирантка, Школа финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Россия, yavu@hse.ru, [ORCID](#)

## Аннотация

В статье рассмотрены академические исследования ситуации с ESG в Китае с помощью систематического обзора литературы, в котором основное внимание уделяется характеру и интенсивности регулирующего руководства и политики. Несмотря на то что многие исследования отмечают положительное влияние китайской политики на эффективность компаний в области ESG и инвестиций, они, в первую очередь, сконцентрированы на экологических аспектах. Данный анализ рейтинговой системы Китая раскрывает взаимосвязь между ESG-рейтингами, эффективностью работы компании, расходами на финансирование, включая получение займов, и выпуском акций. Исследование расходов на финансирование путем выпуска акций непоследовательно и ограничено по сфере применения, что говорит о необходимости новых работ. Из факторов, оказывающих влияние на ESG, в последний год наблюдалось резкое увеличение количества исследований по теме перехода на цифровые технологии и эффективности в области ESG. В большинстве работ доказывают, что переход на цифровые технологии способствует росту эффективности в области ESG, а в некоторые из них указывается на то, что такой переход в положительном смысле смягчает влияния эффективности ESG на рост стоимости компании. В данном обзоре обсуждается рост ESG-инвестирования в Китае с особым вниманием к пенсионным фондам, коммерческим банкам и фондам ESG, а также предпочтениям инвесторов. Несмотря на растущую роль ESG в решениях об инвестировании существующие исследования в большинстве случаев носят теоретический характер, а это говорит о необходимости увеличения количества эмпирических и количественных работ. В нашей статье выявлены пробелы в исследованиях, посвященных ESG-инвестированию, включая нехватку всестороннего изучения влияния ESG на различные виды страхования и отрасли, а также необходимость разработки эффективных методов определения качества ESG. Настоящий обзор является одним из первых научных источников, в которых обобщают и объединяют различные исследования, а также отмечают направления будущих исследований по Китаю.

**Ключевые слова:** развитие ESG, ответные меры в области политики, рейтинги ESG, цифровые финансы, переход на цифровые технологии, ESG-инвестирование, эффективность работы компании, расходы на финансирование, Китай

**Цитирование:** Wu Y. (2023) ESG Transformation in the Largest Emerging Capital Market of China. A Literature Review. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(4): 132-150. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.4.2023.132-150>

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

## Введение

Области экологии, социальной ответственности и корпоративного управления (ESG) стали неотъемлемой частью мировых рынков капитала, влияющей на корпоративное поведение сотрудников, решения об инвестициях и постановлении правительства. В то время как на развитых рынках наблюдался существенный прогресс, в Китае как на крупнейшем в мире развивающемся рынке ситуация более специфична и изучена менее систематично.

В Китае имел место резкий всплеск исследований по теме ESG, но всестороннее понимание ситуации так и не достигнуто [1]. Не хватает обязательной регулирующей политики в области ESG и исследований воздействия на эффективность работы и инвестиции. Несмотря на то, что в многочисленных работах изучалось влияние ESG-рейтингов на такие результаты, как расходы на финансирование, все еще существуют противоречия касательно взаимосвязи между ESG и финансированием. Кроме того, охват исследований по расходам на финансирование путем выпуска акций узок, в связи с этим необходимо продолжать их изучение. В условиях быстрого развития цифровой экономики в последние два года резко увеличилось количество научных статей по переходу на цифровые технологии и эффективности ESG в различных сферах интересов. Однако отсутствуют систематические исследования с обзором научного ландшафта в данном секторе. Исследования ESG-инвестирования довольно немногочисленны, и многие из них остаются на теоретическом уровне, не предоставляя эмпирического и количественного анализа. В первую очередь исследования посвящены взаимодействию ESG с пенсионными фондами, страхованием и инвестиционными стратегиями коммерческих банков по ESG, при этом не хватает работ, посвященных фондам ESG, облигациям ESG, ESG-кредитам и акционерному капиталу, связанному с ESG. Зачастую существующие исследования не дают полного объяснения, каким образом эти виды внедрения ESG взаимодействуют с уникальной экономикой, культурной и правовой средой Китая.

Принимая изложенное выше во внимание, в нашей работе мы пытаемся систематически проанализировать литературу с обобщением методов, данных и выводов, используемых в настоящее время в исследованиях различий между смежными темами и выявлением пробелов в них. Это делается, чтобы понять, какие темы требуют научного изучения.

Поэтому целью настоящей работы является определение направлений деятельности для ученых, чтобы внести ясность в эту разнообразную сферу и углубить научные знания по данной теме, описав направления будущих исследований.

Чтобы достичь этой цели мы попытаемся ответить в нашей работе на следующие исследовательские вопросы:

ИБ1: Каковы основные темы дискуссий в литературе, посвященной ESG-трансформации на развивающихся рынках капитала Китая?

ИБ2: Каковы основные точки зрения, сформированные в результате исследования?

ИБ3: Чем отличаются методы исследования и выводы по данным темам?

ИБ4: Каковы перспективы исследования данных тем?

После систематического изучения тем, обсуждаемых в литературе, авторы сконцентрировали исследования на са-

мых популярных из них [2]. Определившись с темами, наиболее согласующимися с целью и методами исследования, мы выделили важные темы, связанные с ESG-трансформацией на развивающихся рынках капитала Китая (ИБ1), систематически обобщили основные точки зрения, сформированные по каждой теме (ИБ2), и сравнили различия в методах и выводах, сделанных в данных исследованиях (ИБ3). Наконец, мы обнаружили пробелы в литературе, которые будущие работы по этим направлениям могли бы заполнить (ИБ4).

Собрав воедино результаты исследований из различных источников, данный обзор предоставляет единую структуру, описывающую развитие и политику в отношении ESG в Китае, воздействие ESG-рейтинга на корпоративные финансы, взаимосвязь между переходом на цифровые технологии и ESG, а также практикой ESG-инвестирования в Китае. Заполняя упомянутые пробелы и предлагая более полное представление, данный обзор является полноценным источником для будущих научных исследований.

## Методология

### Процедура, применяемая для построения структуры исследования

Чтобы ответить на поставленные вопросы, авторы применили систематический метод обзора, предложенный Д. Транфильдом с соавт. [3]. Этот метод считается наиболее исчерпывающим и тщательным, поскольку может создать основу для дальнейшего продвижения в знаниях [4].

Чтобы добиться воспроизводимости анализа, мы выполнили следующие действия для выявления и оценки научного вклада, связанного с эффективностью ESG в Китае, с целью точного определения области поиска в базе данных и наиболее научно значимых тем и подтем:

*Поиск литературы.* Мы провели поиск в базах данных литературы Scopus, WanFang и CNKI с ключевыми словами: ESG, экология, социальная ответственность, корпоративное управление и Китай. В каждом случае для поиска использовали одно ключевое слово, связанное с ESG, в сочетании со словом «Китай».

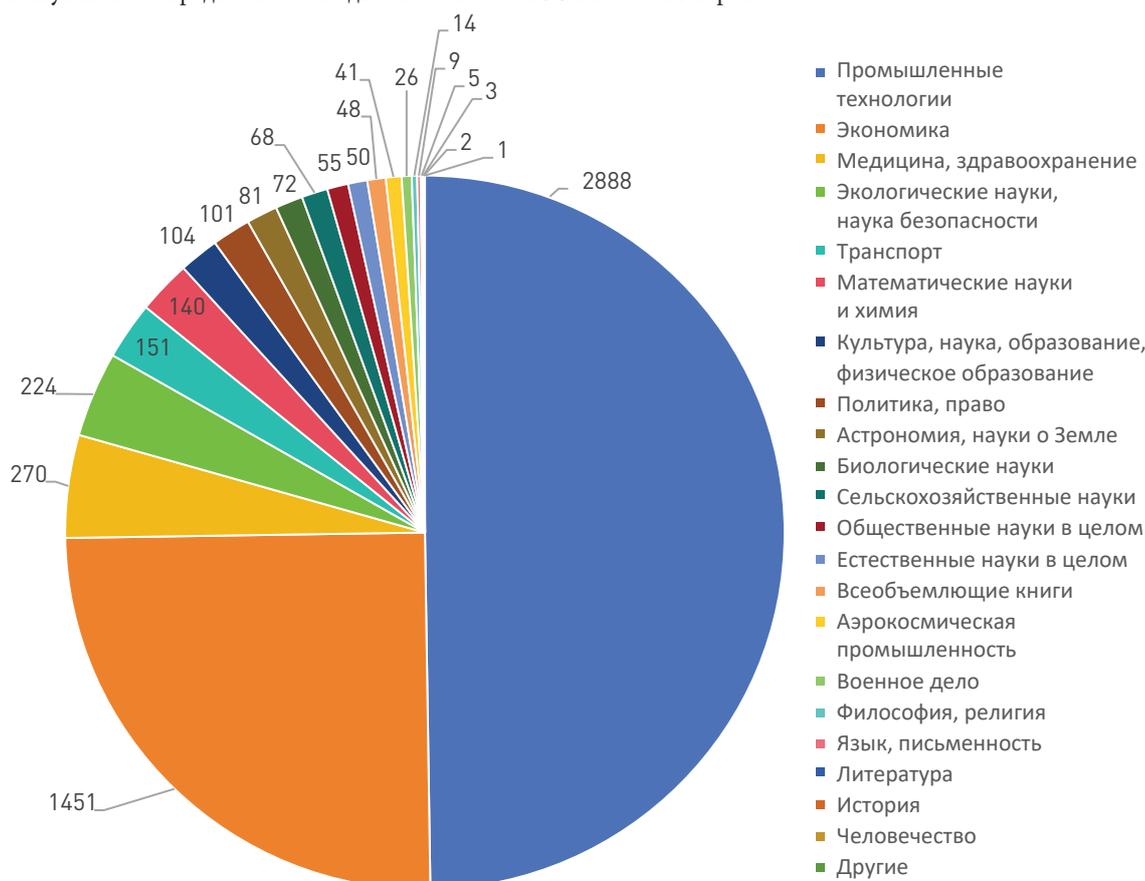
*Отбор литературы.* В базе данных Scopus мы использовали два критерия отбора: период исследования 2003–2023 гг. и литература на английском и китайском языках. Затем параметры поиска уточнили с учетом научных областей, на которые ссылается исследование [5]. Выбрали научные области «Экон» и «Бизн». Мы включили как теоретические, так и эмпирические исследования. В отношении литературы из китайских баз данных мы брали источники из Peking University Core rank, CSSCI и CSTPCD (База данных китайских научно-технических документов), чтобы обеспечить высокое качество изучаемой информации.

*Компиляция литературы.* Мы взяли соответствующую китайскую литературу из базы данных WangFang и CNKI и удалили повторно встречающиеся работы из выборки статей, которые планировали проанализировать по этим двум базам данных. Мы их отформатировали, приведя в соответствие с файлами из базы Scopus и перевели источники из китайских баз данных на английский язык для кластерного анализа.

*Кластерный анализ ключевых слов.* Мы обработали отобранную информацию при помощи VOSviewer, чтобы определить кластеры ключевых слов. Система осуществляла кластеризацию автоматически.



Рисунок 2. Распределение исследований по теме ESG в Китае по отраслям



## Теоретическая основа

Основные теории, применяемые в соответствующей литературе, – это информационная асимметрия и финансовые ограничения. Эти теории обеспечивают теоретическую базу для понимания, каким образом компании могут влиять на свое финансовое положение, повышая эффективность в области ESG. Последующий анализ объяснит, как эти две теории представлены в трех темах исследования.

## Влияние ESG-рейтингов на финансы компании

Многочисленные исследования предполагают, что на основании теорий информационной асимметрии и финансовых ограничений эффективность ESG оказывает воздействие на расходы на финансирование и стоимость компании [6–10]. Исследование А. Ричардсона и Дж. Уэлкера [6] указывает на то, что раскрытие информации по корпоративной социальной ответственности может существенно снизить уровень информационной асимметрии, таким образом, сокращая расходы на акционерный капитал путем снижения риска утраты ликвидности компанией и риска прогнозирования. М. Пламли с соавт. [7] выяснили, что добровольное раскрытие информации по экологической и социальной ответственности увеличивает свободный денежный поток компании. Ж. Лю [8] полагает, что активное раскрытие экологической информации снижает уровень информационной асимметрии для внешних инвесторов, что ведет к большим объемам финансирования и дальнейшему снижению стоимости капитала. Х. Хи с соавт. [9] пришли к выводу, что чем выше качество раскрытия компанией информации о социальной ответственности, тем ниже фи-

нансовые ограничения, что облегчает рефинансирование путем выпуска акций. М. Цю с соавт. [10] установили, что компании с более высокой эффективностью в области экологии и корпоративного управления могут успешно снижать расходы на финансирование, а качество раскрытия информации по ESG оказывает значительное воздействие на данную взаимосвязь. Эти результаты теоретически подтверждают идею, что раскрытие информации по ESG может увеличить прозрачность информации компании и улучшить ее информационную среду.

## Цифровая трансформация и ESG

Цифровая трансформация компании может помочь в снижении информационной асимметрии, которая, в свою очередь, способствует сокращению расходов на финансирование и устранению агентских проблем, в конечном итоге повышая эффективность компании в области ESG [11].

Информационная асимметрия зачастую влечет увеличение расходов компании на финансирование и становится причиной агентских проблем, поскольку руководство может считать краткосрочные цели более приоритетными по сравнению с долгосрочной устойчивостью [12]. Данные факторы могут понизить эффективность в области ESG.

Тем не менее цифровая трансформация компании может решить описанные проблемы, усовершенствовав возможности обработки и добычи данных, повысив доступность информации [13]. Это позволяет рынкам достичь более глубокого понимания функционирования компании [14], что ведет к снижению информационной асимметрии, сокращению расходов на финансирование и повышению эффективности в области ESG.

## Теоретическая основа ESG-инвестирования

Теория ограничений финансирования: занимаясь ESG-инвестированием, компании часто сталкиваются с существенными ограничениями финансирования из-за того, что для зеленого перехода и реализации социальной ответственности необходимы значительные инвестиции [15]. Инвесторы, особенно уделяющие повышенное внимание эффективности компании в области ESG, могут предоставить необходимый капитал, чтобы устранить данные ограничения [16; 17]. Это позволяет компаниям вести деятельность, улучшающую их репутацию в обществе и демонстрирующую их приверженность принципам устойчивого развития.

Теория информационной асимметрии: внимание инвесторов также играет крайне важную роль в снижении информационной асимметрии в ESG-инвестировании. Поскольку инвесторы уделяют серьезное внимание состоянию операционной деятельности и потенциалу развития компании, прозрачность ее информации повышается [18; 19]. Данное снижение информационной асимметрии может стимулировать руководство уделять больше внимания долгосрочному устойчивому развитию и социальной ответственности, таким образом, повышая эффективность компании в области ESG [20]. Кроме того, чтобы эффективно снизить информационную асимметрию и избежать риска неблагоприятного отбора, осуществляется мотивирование компаний на добровольное раскрытие ESG-информации, повышая уровень и качество раскрытия информации [21].

Таким образом, теории ограничения финансирования и информационной асимметрии играют главенствующую роль в ESG-инвестировании, стимулируя компании повышать эффективность в области ESG и прозрачность.

## Вывод

В итоге, теории информационной асимметрии и ограничения финансирования обеспечивают теоретическую поддержку понимания влияния ESG-рейтингов на финансы компании, того, как цифровая трансформация воздействует на эффективность в области ESG и как внимание инвесторов влияет на ESG-инвестирование. Данные теории предоставляют базу для понимания, каким образом улучшить раскрытие информации, снизить информационную асимметрию, снизить расходы на финансирование и повысить эффективность ESG компании.

## Нынешнее состояние исследований в области ESG в Китае

### Развитие ESG в Китае

В последнее время понятие устойчивого развития постепенно распространилось по всему миру, и внимание рынка капитала к раскрытию информации о корпоративной социальной ответственности (КСО) постепенно сместилось с КСО на ESG. Как ESG, так и КСО является основой измерения эффективности компании в области социальной ответственности и устойчивости. Однако ESG больше концентрируется на оценке воздействия компании на окружающую среду, ее социальной ответственности и структуры корпоративного управления с точки зрения инвестиций. Эти стандарты оценки можно выразить количественно и широко применять во всем рабочем процессе компании. В отличие от этого, КСО в первую очередь сосредоточива-

ется на добровольных действиях компании и моральных обязательствах, обычно концентрируясь на конкретных проектах и планах, и эти результаты часто намного труднее представить в количественном выражении. В настоящее время в Китае идет переход от КСО к ESG [22].

С точки зрения юридических последствий переход от КСО к ESG означает эволюцию ключевого понятия устойчивого развития, расширение понятий и рост ответственности. С точки зрения функционального позиционирования переход от КСО к ESG свидетельствует о расширении устойчивого развития от предотвращения рисков до управления системой и от содействия устойчивому переходу до содействия социальным инновациям. Переход от КСО к ESG влечет за собой развитие модели внедрения устойчивого развития от одностороннего регулирования до многостороннего совместного управления. Он выражается в виде оптимизации и перехода на более высокий уровень с проблемно-ориентированного мышления до систематических мероприятий в стандартной конфигурации [23].

Н. Чен и Ф. Сан [24], а также Х. Сю с соавт. [1] отметили, что хотя ESG быстро развивается в Китае, при сравнении с темпами развития ESG в других странах видно, что в Китае процесс более медленный. Данные исследователи утверждают, что развитие и исследование ESG за рубежом может стать ценным руководством для совершенствования и развития системы ESG в Китае. Это указывает на то, что, наблюдая и перенимая передовые практики, а также извлекая уроки из опыта иностранных государств, можно способствовать развитию ESG в Китае.

Во-первых, концепция ESG уходит корнями в международные инициативы и берет свое начало во времена, когда ООН в рамках Программы по окружающей среде (ЮНЕП) впервые призвала к интеграции вопросов ESG в инвестиции в 2004 г. Затем ООН и другие международные организации начали создавать принципы и основы ESG, а также способствовать принятию стандартов раскрытия ESG-информации национальными биржами, в результате чего была сформирована более полная система оценки раскрытия информации по ESG и эффективности в области ESG [24]. Далее концепцию ESG развивали в рамках Принципов ответственного финансирования, введенным ООН в 2006 г. Такая ведущая роль на международном уровне оказала сильное влияние на понимание и принятие принципов ESG по всему миру [25]. В Китае принятие ESG произошло позднее, но в значительной мере на основании международных принципов. Акцент на «устойчивом развитии» и «зеленом и низкоуглеродном подходе», являющийся ключевым для международного ESG-дискурса, нашел отклик в стратегии развития Китая. С 2017 г. Ассоциация управляющих активами Китая, вдохновленная международной практикой, приступила к исследованиям, способствуя широкому распространению концепции ESG. Включение акций класса А в индекс развивающихся рынков MSCI и во всемирный индекс MSCI в июне 2018 г. стало важной вехой, повлекшей за собой необходимость исследований в области ESG и составление рейтингов всех котирующихся на бирже китайских компаний. Данное развитие – в значительной степени результат международного влияния – стимулировало в Китае исследования и формирование политики с учетом ESG [25]. Е. Чжан и Дж. Цай [26] утверждали, что создание и развитие ESG-системы в Китае должно не только впитать международный передовой опыт, но также обеспечить взаимосвязь с экономическим и социальным развитием Китая, внедрить новую концепцию раз-

вития в ESG-систему и обеспечить соответствие направления развития в области ESG высокоэффективной стратегии развития Китая. В дополнение к этому К. Чжу [27] подчеркивает обучающую роль международной практики на примере послевоенного развития системы корпоративного управления Японии. Развитие системы корпоративного управления Японии после войны представляло собой процесс перехода от преобладания интереса стейкхолдеров и акционеров к преобладанию интереса акционеров, учитывающих ESG. К. Чжу [27] указывает на то, что Китай, обучаясь на международной практике, должен адаптировать ее к своим местным условиям, изучая внедрение ответственности в области ESG в современные теории корпоративного права. Это говорит о постоянном влиянии международного развития ESG на формирование положения дел с ESG в Китае.

С другой стороны, К. Чжан, Р. Сан [28] и Х. Сю с соавт. [1] обратили внимание на то, что в то время как спрос на ESG среди китайских инвесторов постепенно растет, и наблюдается сильное желание инвестировать в ESG, реальная практика ESG-инвестирования в Китае все еще весьма ограничена. Эти исследователи утверждают, что нехватка источников информации является существенным фактором, препятствующим развитию ESG в Китае. Они предлагают сконцентрировать внимание всеобъемлющей системы ESG на совершенствовании механизма раскрытия ESG-информации для компаний и составлении стандартов раскрытия информации. Такая точка зрения подчеркивает необходимость обеспечения прозрачности и стандартизации практик в области ESG с целью дальнейшего развития. Таким образом, несмотря на согласие в Китае касательно растущей важности и спроса на ESG существует расхождение во мнениях касательно приоритетов в предлагаемых решениях. Одна группа исследователей подчеркивает важность обучения на ESG-практиках [1; 24], а другая группа отдает приоритет совершенствованию механизмов и стандартов раскрытия ESG-информации в Китае [1; 28]. Это отражает многоаспектный характер проблемы, которую представляет собой развитие ESG в Китае, из чего можно сделать вывод, что для эффективного прогресса в области ESG-практик данные подходы необходимо сочетать.

### **Руководства и политика в области ESG, принимаемые регулируемыми органами и биржами**

Разработка политики и регулирующих положений в области ESG в Китае вызывает большой интерес исследователей с различными точками зрения и выводами.

Й. Гао и Л. Ли [29] провели тщательный анализ политики и регулирующих положений в области ESG в странах с развитой экономикой, таких как ЕС, США, Япония и Гонконг. Они также разделили всю политику в Китае, связанную с раскрытием ESG-информации, на два вида: политика высшего уровня в области ESG и политика, связанная с раскрытием ESG-информации. При этом Дж. Сие [30] утверждает, что большая часть политики, связанной с ESG, носит направляющий характер и ее подавляющая часть поощрительная и добровольная. С точки зрения строгости регулирования политики в области ESG в Китае, Дж. Сие [30], а также А. Сие, Х. Руф и Л. Гу [31] отмечают отсутствие требований в отношении китайских фондов, при которых ESG-информация подлежит обязательному раскрытию в отчетах. Это наводит на мысль о возможности более жесткого регулирующего надзора в данной сфере.

Что касается влияния политики, связанной с ESG, на эффективность ESG и ESG-инвестиций, К. Чен и М. Джан [32] выяснили, что зеленая политика и внедрение политики зеленого финансирования по отдельности оказывают положительное воздействие на ESG-инвестирование и эффективность компании в области ESG. В то время как оба исследователя подтверждают эффективность влияния зеленой политики на ESG-инвестирование, они отличаются приоритетной направленностью, методологией и конкретными результатами. М. Джан сосредоточил внимание на доходности инвестиций, а К. Чен концентрируется на эффективности ESG компании. М. Джан применяет традиционный эмпирический подход, в отличие от него К. Чен использует модель «разность разностей».

В противоположность вышесказанному, Х. Шу и В. Тан [33] утверждают, что риски политики углеродного регулирования могут оказывать отрицательное воздействие на эффективность компании в области ESG. Х. Цай и Ж. Жоу [34] также отмечали, что рыночная политика торговли квотами на выбросы углерода может повысить качество раскрытия ESG-информации, при этом государственные экологические субсидии в этом процессе будут играть посредническую роль. Этот вывод подчеркивает потенциал вмешательства при помощи политики в совершенствовании ESG-практик и синергетического взаимодействия между рыночными механизмами и государственной поддержкой.

Однако К. Чен и Ж. Леу [35] вводят еще одно направление, изучая влияние неопределенности экономической политики и показывая, что высокая неопределенность может существенно повысить эффективность ESG котирующихся на бирже компаний, в особенности фирм, пользующихся повышенным вниманием СМИ, и государственных предприятий.

В целом при согласии во мнениях касательно необходимости в Китае более всеобъемлющей политики и регулирующих положений в области ESG существует расхождение в отношении понимания воздействия и эффективности существующей политики. Эти различающиеся точки зрения подчеркивают сложность разработки и внедрения в Китае политики в области ESG, предполагая, что многосторонний подход, принимающий во внимание уникальные национальные условия Китая, может оказаться наиболее эффективным.

### **Вывод**

В литературе наблюдается несколько пробелов в понимании развития ESG и регулирования политики в Китае. Например, отсутствует обязательное регулирование, при этом большая часть политики добровольная и поощрительная. Помимо этого, наши результаты свидетельствуют о том, что большая часть политики и внимания исследователей в первую очередь направлена на сферы экологии и корпоративного управления, при этом «социальный» элемент зачастую рассматривают намного реже. Большинство исследований влияния политики ESG Китая на эффективность ESG компаний и ESG-инвестирования говорят о положительном воздействии, но данные исследования в основном основаны на политике, связанной с «экологическим» фактором. Не хватает исследований, изучающих влияние политики с точки зрения факторов «социальной ответственности» и «корпоративного управления» на эф-

фективность ESG и ESG-инвестирование. Отсутствуют исследования влияния политики ESG на эффективность работы компании, а изучение кейсов по конкретному воздействию конкретной политики на раскрытие ESG-информации компании представлено в небольшом объеме, при этом у большинства исследований политики анализ остается на макроуровне.

## **Влияние ESG-рейтинга на финансы компании**

### **Взаимосвязь между ESG-рейтингом и эффективностью работы компании**

Большинство исследований свидетельствуют о том, что ESG-рейтинги имеют положительную связь с эффективностью работы компании [36]. Учитывая положительное воздействие на прибыльность акций компании, Г. Ан с соавт. [37] изучали влияние общего рейтинга ESG, рейтинга экологической ответственности, рейтинга социальной ответственности, рейтинга корпоративного управления на прибыль на акцию по отдельности и выяснили, что система ESG-рейтингов имеет разную степень положительного влияния на котированные на бирже компании в различных отраслях. Х. Ху [38] также указывает на то, что повышение ESG-рейтинга оказывает значительное положительное влияние на кумулятивную избыточную доходность акций котированных на бирже компаний.

Кроме того, согласно исследованиям классификации компаний, влияние эффективности ESG на стоимость компаний выражено отчетливее у негосударственных предприятий, малых фирм и компаний, не загрязняющих окружающую среду [36]. Внедрение концепции ESG-инвестирования способствует стимулированию финансовых институтов инвестировать капитал в экологичные отрасли, увеличивая их инвестиционную емкость и содействуя устойчивому развитию самостоятельного роста зеленого финансирования [39].

Несколько исследований также показывают, что ESG-рейтинги имеют отрицательную связь с эффективностью работы компании. Исследование компаний из стран БРИКС А. С. Гарсиа с соавт. [40] указывает на то, что прибыльность активов компании связана только с экологическими показателями, а отрицательный знак связи между этими показателями говорит о том, что компании с самыми высокими результатами по ESG обычно имеют более низкую прибыль. Лишь немногие на сегодняшний день показывают отрицательную корреляцию по ESG-рейтингам.

Воздействие ESG-факторов на эффективность работы компаний в разных отраслях различное. Поиск литературы показывает, что около половины статей, посвященных исследованию ESG, изучают это явление в секторе промышленных технологий, на втором месте – экономический сектор, а на третьем – здравоохранение. Например, Дж. Ли с соавт. [41] разделили китайские фирмы на принадлежащие к отрасли промышленных технологий и относящиеся к другим отраслям, чтобы сравнить воздействие ESG на эффективность развития компании. Исследование указывает на то, что промышленные компании ограничены собственными характерными особенностями, и вторичный эффект зеленых инноваций не очевиден. Однако ESG непременных компаний может служить стимулом для фирм из этой категории пойти по пути зеленых инноваций и повы-

шать эффективность устойчивого развития. Д. Калия и Д. Аггарвал [42] изучают сектор здравоохранения и полагают, что взаимосвязь между ESG-рейтингами и финансовыми результатами нельзя обобщать. В странах с развитой экономикой внедрение ESG-мероприятий оказывает положительное воздействие на эффективность работы компаний из сферы здравоохранения; при этом в развивающихся странах эта взаимосвязь будет отрицательной или незначительной.

### **Расхождение в исследованиях и предложения по будущим исследованиям**

Большинство исследований свидетельствуют о положительной взаимосвязи между ESG-рейтингами и эффективностью работы компании, которая выражается в том, что более высокие ESG-рейтинги часто влекут за собой растущие результаты деятельности компании. Однако данная взаимосвязь сложная, и в различных секторах промышленности и экономиках она разная. Это говорит о том, что связь между ESG-рейтингами и эффективностью работы не всегда положительная и зависит от различных факторов. Чтобы понять, почему эти отрицательные корреляции имеют место в определенных обстоятельствах, необходимы дальнейшие исследования.

### **Взаимосвязь между ESG-рейтингом и расходами на финансирование**

#### **Расходы на долговое финансирование**

Большая часть результатов свидетельствует о том, что в Китае компании с более высокой эффективностью ESG имеют более низкие расходы на долговое финансирование, и это положительное воздействие достигается различными путями и с использованием различных промежуточных механизмов.

Растущее количество исследований говорит о том, что высокая эффективность в области ESG может существенно сократить расходы на долговое финансирование в Китае. Такого сокращения добиваются, используя различные механизмы, в том числе снижение корпоративных финансовых, информационных и агентских рисков [43]. Предполагается также, что высокая эффективность в области ESG может снять финансовые ограничения компании [41]. Тем не менее необходимо отметить, что в этих исследованиях применялись разные методологии и наборы данных, что может служить потенциальным объяснением различий в их результатах.

Утверждают также, что влияние эффективности в области ESG на расходы на финансирование компаний выше в период эпидемии [44]; помимо этого, некоторые ученые изучили факторы E, S и G по отдельности и выяснили, что расходы на финансирование компаний с более высокой эффективностью в сфере экологии и корпоративного управления существенно ниже [10].

Некоторые исследования показывают, что эффективность в области ESG увеличивает стоимость капитала. С этой точки зрения малые и средние предприятия стремятся получить государственные субсидии, повышая эффективность в области ESG, движимые желанием манипулировать существующими законодательными условиями, что в конечном итоге ведет к росту их стоимости капитала. Однако данное отрицательное воздействие не является необратимым, и повышенные инвестиции предприятий в НИОКР могут эффективно нивелировать отрицательное влияние эффективности в области ESG на стоимость капитала [45].

### **Расхождения в результатах исследований**

В то время как основная масса исследований указывает на корреляцию между эффективностью в области ESG и снижением расходов на долговое финансирование, в литературе имеются расхождения. Дж. Лю [45], Х. Чен и Л. Уин [46] утверждают, что эффективность в области ESG может вызвать повышение стоимости капитала, что противоречит преобладающему мнению. Кроме того, анализ теста на гетерогенность, проведенный Й. Лиан с соавт. [43], показывает, что влияние эффективности в области ESG более существенно для компаний с высокой конкурентоспособностью. Этот результат отличается от результатов других ученых, указывая на необходимость дальнейших исследований для подтверждения таких результатов.

### **Пробелы в существующих исследованиях**

В нынешних исследованиях существует несколько пробелов. Во-первых, несмотря на высокий уровень исследований, посвященных воздействию ESG на расходы на долг, имеется другое мнение касательно гетерогенности данного воздействия, что требует дальнейших исследований. Во-вторых, в большинстве работ концентрируются на китайских котируемых на бирже компаниях с акциями класса А, не проводят классификацию и не сравнивают их по отраслям. Различные отрасли обладают разной чувствительностью к ESG, а степень, в которой расходы на долг подвергаются воздействию эффективности в области ESG, могут сильно отличаться. Следовательно, необходимо проанализировать различные отрасли по отдельности. Наконец, недавние исследования [47–49] показывают, что в цифровых предприятиях цифровая трансформация существенно повышает уровень кредитного финансирования бизнеса. Это говорит о том, что влияние ESG на расходы на долговое финансирование может быть разным в зависимости от уровня цифровизации, и вопрос наличия координирующего или мешающего воздействия между этими двумя факторами требует дальнейшего изучения.

В заключение необходимо отметить, что несмотря на то что большинство исследований указывают на положительное влияние эффективности в области ESG на расходы на долговое финансирование китайских компаний, в данной сфере существуют расхождения во мнениях и пробелы, которые требуют внимательного изучения. Дальнейшее исследование должно объяснить данные противоречия и пробелы, чтобы добиться более всеобъемлющего понимания роли эффективности ESG, которую она играет в расходах на долговое финансирование.

### **Расходы на финансирование путем выпуска акций**

Исследования воздействия эффективности в области ESG на расходы компании на финансирование путем выпуска акций менее многочисленны. Большинство исследований пришли к выводу, что эффективность в области экологии, социальной ответственности и корпоративного управления имеет отрицательную связь с расходами компании на финансирование путем выпуска акций [46]. Однако для расчета расходов на финансирование путем выпуска акций разные исследования применяют различные методы, что может привести к разным выводам.

Х. Чен и Л. Инь [46] использовали модель оценки финансовых активов (САРМ) для измерения расходов на финансирование путем выпуска акций и проанализировали данные за 2015–2020 гг. В их исследовании утверждается, что отри-

цательная корреляция между ESG и расходами на финансирование путем выпуска акций более выражена в период спада, а также у государственных предприятий. Однако когда период выборки сократили до 2018–2020 гг., анализ показал одинаковую значимость как для государственных, так и для частных предприятий.

В отличие от этого, В. Лв [50] рассчитал расходы на финансирование путем выпуска акций при помощи модели с мультипликатором цена/прибыль/рост и выявил воздействие эффективности компании в области экологии на расходы на финансирование путем выпуска акций в виде перевернутой U. Когда рейтинг компании в области экологической эффективности низкий, инвесторы в акции настроены скептически в вопросе будущей прибыльности, и в результате расходы компании на финансирование путем выпуска акций могут вырасти. При этом, когда рейтинг экологической эффективности компании превышает определенный уровень, инвесторы замечают, что компания перспективна с точки зрения зеленого развития, и таким образом, с одной стороны, их инвестиционные предпочтения в пользу данной компании растут, а с другой стороны, в результате расходы на финансирование путем выпуска акций компании могут снизиться.

### **Расхождения в результатах исследований**

В итоге, в то время как большинство исследований указывают на отрицательную взаимосвязь между эффективностью в области ESG и расходами на финансирование путем выпуска акций, существуют расхождения во мнениях и пробелы в данной сфере, которые требуют дальнейшего изучения.

## **Цифровая трансформация и эффективность ESG**

В 2022 г. впервые объем цифровой экономики Китая превысил 50 млрд долл., при этом на цифровую экономику пришлось 40% ВВП, что составило 41,5% [52]. ESG и цифровая трансформация – две актуальные темы, и их взаимосвязь является перспективным направлением исследования. За последний год увеличилось количество литературных источников, связанных с этой темой, при этом в них присутствуют различные взгляды исследователей и несколько пробелов. Можно проанализировать нынешнее состояние исследования литературы с четырех точек зрения: стандарты количественного анализа цифровой трансформации, ключевое положение цифровой трансформации в эффективности компании в области ESG и анализ гетерогенности различных исследований.

### **Стандарты количественного анализа цифровой трансформации**

Что касается стандартов количественного анализа уровня цифровой трансформации, разные исследователи применяли различные методы. В большинстве работ используется анализ текста при помощи технологии Python, чтобы определить степень цифровой трансформации [53–58]. Кроме того, Х. Ван с соавт. [59] использовали выборку из 314 котируемых на бирже компаний с акциями класса А, входящих в ESG-рейтинг MSCI, чтобы создать базу данных цифровой трансформации компаний. Некоторые исследователи для измерения уровня цифровой трансформации применяют цифровой финансовый индекс, публикуемый

Пекинским университетом [60]. Помимо этого, Ш. Ванг и Дж. Эспернса [61] использовали анкетный метод исследования, провели всестороннее моделирование и эмпирический анализ, применив качественный сравнительный анализ с использованием нечетких множеств (fsQCA) и методы частично наименьших квадратов – моделирования структурными уравнениями (PLS-SEM). К. Чжао с соавт. [62] проанализировали взаимосвязь между стратегией цифровой трансформации и эффективностью в области ESG на основании позиционирования уровня цифровой трансформации компании в модели стратегического альянса. Они составили выборку из данных по 224 крупным производственным предприятиям Китая и провели эмпирическое тестирование при помощи иерархической регрессии.

### **Цифровая трансформация: двойная роль в качестве независимой переменной и условной переменной**

Большинство исследований свидетельствуют о том, что цифровая трансформация компаний может существенно повысить эффективность компании в области ESG [53; 55; 57–59; 61; 63], но результаты тестирования механизмов несколько разнятся. Что касается тестирования механизмов, исследование Дж. Ху с соавт. [53] показывает, что цифровая трансформация компаний может способствовать повышению эффективности компании в области ESG, стимулируя инновации в сфере зеленых технологий, повышая прозрачность внутренней информации компании, улучшая процесс принятия решений и повышая эффективность оперативного руководства. Исследование Й. Ванга с соавт. [55] говорит о том, что цифровая трансформация компании повышает эффективность компании в области ESG, усиливая внешнее давление законности и устраняя информационную асимметрию. Анализ механизма Й. Ванга с соавт. [59] указывает на то, что цифровая трансформация оказывает косвенное воздействие на эффективность в области ESG тремя способами: способность компании заниматься инновациями, информационное взаимодействие и финансовые результаты. Ж. Хань с соавт. [57] полагают, что цифровая трансформация повышает эффективность информации и общую производительность факторов. Анализ троп, проведенный в работе Р. Чжана [58], показывает, что зеленые инновации в сфере зеленых технологий играют роль посредника между цифровой трансформацией и эффективностью компании в области ESG. Кроме того, Ш. Ван с соавт. [61] воспользовались анкетным методом исследования, провели всестороннее моделирование и эмпирический анализ, применив качественный сравнительный анализ с использованием нечетких множеств (fsQCA) и методы частично наименьших квадратов – моделирования структурными уравнениями (PLS-SEM) и выявили, что цифровые ресурсы, организация, внедрение, управление и конкурентоспособность компании косвенным образом оказывают положительное влияние на ESG при помощи промежуточной переменной (состояние рынка компании). Они сделали новаторское открытие, что модераторская переменная (культура цифровых инноваций) оказывает регулирующее положительное влияние на два направления: цифровое внедрение и конкурентоспособность компании, а также цифровое внедрение и цифровой менеджмент. Х. Чжао с соавт. [62] провели эмпирическое

тестирование при помощи иерархической регрессии на основании позиционирования уровня цифровой трансформации компании в модели стратегического альянса (SAM) и собрали для выборки данные по 224 крупным производственным предприятиям Китая при помощи анкетного метода. Эмпирические результаты показывают, что два направления стратегии цифровой трансформации, а именно цифровизация бизнеса и цифровизация платформ, оказывают существенное непосредственное влияние на эффективность компании в области ESG.

Цифровые финансы в качестве конкретного способа применения цифровой трансформации в финансовой отрасли также содействуют повышению эффективности в области ESG. Это утверждение подтверждают исследования Х. Чжао с соавт. [60], Л. Сюе с соавт. [63] и Х. Рен с соавт. [64]. Х. Чжао с соавт. [60] выявили в ходе своего исследования механизмов, что цифровая трансформация является промежуточной переменной для цифровых финансов при влиянии на эффективность компании в области ESG. Цифровые финансы могут способствовать цифровой трансформации компании, тем самым повышая эффективность компании в области ESG. Тестирование механизма, проведенное Л. Сюе с соавт. [63], показывает, что цифровые финансы влияют на эффективность компании в области ESG, стимулируя зеленые инновации компании, улучшая репутацию фирмы и снижая агентские издержки. Кроме того, политические взаимоотношения оказывают отрицательное воздействие на взаимосвязь между цифровыми финансами и эффективностью компании в области ESG, при этом региональное институциональное развитие оказывает положительное смягчающее влияние на данную взаимосвязь. Х. Рен с соавт. [64] выявили, что цифровые финансы могут существенно повысить эффективность компании в области ESG, в особенности эффективность в области экологии и социальной ответственности. Во-вторых, наши результаты эмпирических исследований свидетельствуют о том, что цифровые финансы влияют на эффективность компании в области ESG путем зеленых инноваций и внешнего регулирования.

Некоторые другие ученые изучали влияние цифровизации на факторы E, S и G по отдельности. Что касается воздействия цифровизации на корпоративное управление, главным образом с точки зрения агентских издержек, исследования показали, что сама цифровизация оказывает смягчающее влияние на агентские конфликты, при этом акционеры в результате становятся более активными, и наибольшему воздействию подвергаются такие отрасли, как информационные технологии, коммуникации, финансы и здравоохранение. Инновации оказывают на эти отрасли наибольшее воздействие в бизнес-моделях, основанных на экосистеме, при этом цифровизация и бизнес-модели, основанные на экосистеме, дополняют друг друга в смягчении конфликтов между принципалом и агентом [65]. Кроме того, касательно воздействия цифровизации на рейтинги социальной и экологической ответственности компании М. Фанг с соавт. [66] утверждают, что цифровизация помогает фирмам улучшить репутацию, а также рейтинг социальной ответственности (S), но цифровизация не повышает рейтинг экологической ответственности (E).

Другие ученые представили иную точку зрения и выводы своих исследований. Й. Ван с соавт. [56] выявили, что существует значительная взаимосвязь в виде перевернутой U между степенью цифровой трансформации компании

и эффективностью компании в области ESG. Анализ механизма указывает на то, что в основном трансформация влияет на эффективность компании в области ESG двумя способами: способность компании заниматься зелеными инновациями и качество раскрытия информации.

В исследованиях, посвященных модерерирующей роли цифровой трансформации, Х. Чен с соавт. [67] установили, что эффективность в области ESG может существенно повысить стоимость компании. Цифровая трансформация может оказывать регулирующее положительное воздействие на усиливающее влияние эффективности в области ESG, которое она оказывает на стоимость компании, повышая способность компании к зеленым технологическим инновациям и снимая финансовые ограничения компании. Х. Ванг с соавт. [54] утверждают, что эффективность в области ESG частично содействует влиянию инвестиций компании в НИОКР на рыночную стоимость компании, в то время как уровень цифровизации компании играет положительную модерерирующую роль в усилении воздействия инвестиций в НИОКР на эффективность в области ESG. К. Чжан с соавт. [68] выяснили, что гетерогенное управление крупными акционерами оказывает существенное положительное влияние на эффективность компании в области ESG, а цифровая трансформация компании имеет положительный модерерирующий эффект на взаимосвязь между гетерогенным управлением крупными акционерами и эффективностью компании в области ESG.

Большинство исследователей рассматривают цифровую трансформацию компании как способ существенно повысить эффективность в области ESG, в основном путем содействия инновациям в сфере зеленых технологий, повышения прозрачности информации, улучшения процесса принятия решений и операционной эффективности, а также косвенным путем, например, таким как устранение информационной асимметрии, усиление способности к инновациям и повышение финансовой эффективности [53; 55; 57–59; 62; 63]. В финансовом секторе цифровая трансформация рассматривается как форма трансформации и стимулирующий фактор для повышения эффективности в области ESG [60; 63; 64]. Однако точки зрения в исследованиях не одинаковы, например, обнаружена взаимосвязь в виде перевернутой U между степенью цифровой трансформации и эффективностью в области ESG [56]. Будущие исследования должны намного глубже проанализировать отрицательное воздействие цифровой трансформации и отличительной модерерирующей роли в различных отраслях, регионах и предприятиях разных размеров, а также провести более тщательное изучение специальных стратегий по повышению эффективности в области ESG путем цифровой трансформации.

### **Диверсификация гетерогенного влияния**

Благодаря различным методам исследования, выборкам данных и инструментам измерения, используемым в различных исследованиях, результаты анализа тестирования на гетерогенность довольно разные.

Во-первых, с точки зрения корпоративной собственности Х. Чен с соавт. [67] выявили, что увеличение стоимости компании путем высокой эффективности в области ESG более выражено у государственных предприятий. Этот взгляд поддерживает Дж. Ху с соавт. [53], который установил, что цифровая трансформация государственных предприятий оказывает более сильное стимулирующее

воздействие на эффективность компании в области ESG. Однако результаты исследования Р. Жанга с соавт. [58] показывают, что влияние цифровой трансформации на эффективность компании в области ESG более значительно у негосударственных предприятий. Это может означать, что в ходе цифровой трансформации компании с различной структурой собственности могут столкнуться с разными проблемами и иметь разные возможности.

Во-вторых, с точки зрения региональных различий Х. Чжао с соавт. [60] также показали, что развитие цифровых финансов может существенно стимулировать эффективность в области ESG у предприятий из восточных и центральных регионов, но влияние на предприятия из западных регионов незначительно. Это мнение согласуется с исследованием Р. Жанга с соавт. [58], которые установили, что влияние цифровой трансформации на эффективность компании в области ESG более значительно у компаний из восточных и центральных регионов. При этом Х. Рен с соавт. [64] установили, что цифровые финансы оказывают более положительное воздействие на эффективность в области ESG на предприятиях из центральных и западных регионов и городов с высокими выбросами углерода.

В-третьих, с точки зрения различий Х. Чен с соавт. [67] выявили, что в компаниях, работающих в сильно загрязняющих и высокотехнологичных отраслях, повышение стоимости компании благодаря эффективности в области ESG выражено более ярко. Однако Ж. Хан с соавт. [57] установили, что цифровая трансформация имеет более существенное стимулирующее влияние на эффективность компании в области ESG у высокотехнологичных компаний, в отраслях с низким уровнем загрязнения, в регионах с высоко развитыми цифровыми финансами и в регионах с низким загрязнением. Х. Рен с соавт. [64] выявили, что цифровые финансы оказывают более значительное воздействие на эффективность в области ESG в отраслях с низким уровнем цифровой трансформации, низкой рентабельностью, в регулируемых отраслях и отраслях с высокими углеродными выбросами. Й. Ян с соавт. [69] утверждают, что в компаниях с небольшими финансовыми ограничениями, в частных и нетехнологичных предприятиях цифровая трансформация оказывает более заметное воздействие на повышение эффективности в области ESG путем устранения финансовых ограничений.

Изучение воздействия гетерогенности является ключевым аспектом для понимания эффективности в области ESG на китайских развивающихся рынках капитала. Наш обзор многочисленных работ показывает, каким образом такие факторы, как корпоративная собственность, региональные и отраслевые различия влияют на взаимосвязь между цифровой трансформацией и ESG. Причиной этих различий может быть разница в методах исследования, выборках данных и инструментах измерения, которая влечет некоторое расхождение в результатах исследований. В будущих исследованиях необходимо более тщательно изучить это гетерогенное влияние, чтобы получить более точное представление о роли и воздействии ESG на развивающиеся рынки капитала Китая.

### **Пробелы в существующих исследованиях**

Тем не менее несмотря на эти многообещающие результаты большинство исследований утверждают, что цифровая трансформация способствует повышению эффективности компании в области ESG [53; 55; 57–59; 63], при этом лишь

небольшое количество работ связывает уровень цифровизации компании с взаимосвязью между ESG и эффективностью работы компании [67]. В будущих исследованиях необходимо учесть этот пробел и изучить сложное взаимодействие цифровой трансформации с эффективностью в области ESG. Кроме того, результаты анализа гетерогенности колебались в более широких пределах из-за разницы в методологиях исследования, свидетельствуя о необходимости более систематических и тщательных исследований в будущем.

## Нынешнее состояние исследования ESG-инвестирования в Китае

### Развитие ESG-инвестирования

Несмотря на экономический спад и волатильность рынка капитала ESG-инвестирование показало заметный рост, отражая устойчивость развития инвестиций в ESG и растущую популярность концепций и стратегий ESG-инвестирования [70].

Й. Тьен и К. Ву [71] изучали развитие и практику ESG-инвестирования в Китае. Они отмечают, что несмотря на постепенно выстроенную систему раскрытия информации о ESG-инвестировании необходимо повышать общий уровень инвестиций. Аналогично, К. Ван и Т. Ли [72] подчеркивают неравномерное развитие различных тем в ESG-фондах Китая и необходимость более глубокой интеграции концепции ESG-инвестирования.

Х. Ма [73] также подтверждает, что стратегии ESG-инвестирования на рынках капитала Китая находятся на стадии становления из-за нечетко сформулированных правил раскрытия информации и трудностей с получением необходимой информации. Г. Ту [74] подчеркивает, что установление стандартов оценки ESG и участие в корпоративном управлении являются важнейшими этапами обеспечения эмпирического подтверждения ESG-инвестирования в Китае и помощи в совершенствовании структуры рынка капитала.

В последние годы профессиональные инвесторы в Китае постепенно внедряют концепции ESG-инвестирования, при этом фонды, банки и страховая отрасль изучают стратегии ESG-инвестирования, разрабатывая критерии оценки ESG и выпуская продукты, связанные с ESG [75]. Х. Шен [76] полагает, что стратегия ESG-инвестирования, которая концентрируется на вопросе, могут ли институциональные механизмы ESG создавать ценность для инвесторов, является более привлекательным инструментом по сравнению с социально ответственными инвестициями.

Согласно результатам поиска литературы, основное ESG-инвестирование в Китае осуществляется в пенсионные фонды, сферу страхования, инвестиционные продукты коммерческих банков, связанные с ESG-ответственностью, и ESG-фонды (среди основных видов: фонды только по ESG, фонды экологической ответственности, фонды социальной ответственности и фонды корпоративного управления для пан-ESG фондов и т.д.). Следующим этапом являются анализ и обобщение основных научных исследований и изучение точек зрения и выводов различных ученых.

### ESG и пенсионные фонды

Одним из самых популярных аспектов исследования ESG-инвестирования является взаимосвязь между ESG и

пенсионными фондами. С тех пор как Китай приступил к построению зеленой финансовой системы в 2016 г., он также активно изучал стратегии инвестирования в ESG для управления пенсионными активами. В настоящее время среди пенсионных фондов Китая, участвующих в инвестициях, базовые фонды пенсионного страхования, аннуитетные фонды предприятия (найма) и пенсионные фонды, а также национальные фонды социальной защиты [77].

Согласно существующим исследованиям по ESG и пенсионным фондам их можно разделить по двум основным аспектам: взаимосвязь между ESG-инвестированием и пенсионными фондами, проблемы с ESG-инвестированием в пенсионных фондах.

Х. Чен и М. Чжан [32] говорят о том, что ESG-инвестирование может удовлетворять условию нерасположенности к риску, долгосрочным и государственным пенсиям и отсеивать компании с долгосрочной инвестиционной ценностью. Кроме того, что касается возраста, ESG-инвестирование может удовлетворять условию нерасположенности к риску, долгосрочным и государственным пенсиям и отсеивать компании с долгосрочной инвестиционной ценностью.

Й. Чжан [78] отмечает усиление роли ESG-инвестирования в пенсионных фондах Китая несмотря на имеющиеся проблемы, такие как задержка раскрытия информации компаний и недоработанные правила ведения деятельности на рынке. Исследование подчеркивает необходимость в усовершенствованных системах и рыночных механизмах, повышении квалификации кадров в сфере ESG-инвестирования и обучении на опыте международных ESG-практик для обеспечения устойчивого развития пенсионных фондов.

### Расхождения в результатах исследований

В то время как позиция большинства ученых касательно важности ESG-инвестирования в пенсионные фонды и страховые компании совпадает, их взгляды на проблемы и пути их разрешения разнятся. Й. Чжан [77] подчеркивает необходимость улучшать соответствующую систему и рыночный механизм, в то же время Х. Чен и М. Чжан [32] концентрируют внимание на характеристиках пенсионных фондов, благодаря которым они подходят для инвестирования.

### Пробелы в существующих исследованиях

Существующие исследования в основном сосредоточены на роли ESG-инвестирования в пенсионные фонды и страховые компании. Однако в них остается несколько пробелов. Во-первых, большинство исследований представляют собой теоретический анализ и в меньшей степени – эмпирический. Во-вторых, в то время как влияние ESG-инвестирования на пенсионные фонды хорошо изучено, существует меньше исследований его влияния на различные виды страховых компаний. Кроме того, потенциальные модулирующие переменные во взаимосвязи между ESG-инвестированием и эффективностью пенсионных фондов и страховых компаний изучены недостаточно.

### ESG и коммерческие банки

Обзор недавних источников литературы раскрывает бурный дискурс касательно необходимости принятия китайскими коммерческими банками стратегий ESG-инвестирования. Ученые расходятся во мнении касательно внедрения, преимуществ, рисков и проблем, связанных с такими стратегиями.

### **ESG-инвестирование как инновация в банковском секторе Китая**

Для коммерческих банков как лидирующих финансовых институтов Китая исключительно важно уделять внимание ESG, чтобы повышать операционную эффективность и способствовать развитию на высоком уровне социальной экономики страны [79]. Л. Ванг [80] отмечает, что такие учреждения, как Народный банк Китая, Промышленный и коммерческий банк Китая, «Индастриал Секьюритиз» (Industrial Securities), Торгуемый инвестиционный фонд (ETF) и «Гуошоу Эссет» (Guoshou Asset) уже применяют концепции инвестирования, ответственного в отношении ESG, выпустив инвестиционные продукты, связанные с ESG. Дж. Ли с соавт. [79] используют инновационную модель, учитывающую долю рынка, зеленые кредиты, социальные пожертвования, вознаграждение руководящего состава и ESG-рейтинги, чтобы оценить эффективность 20 котируемых на бирже китайских банков. Они выяснили, что городские кооперативные банки были наиболее эффективными, акционерные коммерческие банки показали лучшие результаты на этапе получения прибыли, а государственные коммерческие банки были лучшими на этапе рынка и устойчивого развития. Работа также установила, что государственные банки лидируют в области инвестиций, а акционерные банки отстают в сфере эффективности по ESG.

### **ESG-инвестирование: стратегия и ответственность**

Продвигаясь далее в научной полемике, Й. Луо и В. Чжан [81] определяют основную характеристику ESG-инвестирования как внедрение социальной ответственности в инвестиционные решения. Они утверждают, что такие стратегии улучшают структуру инвестирования, оптимизируют управление рисками и, наконец, обеспечивают более высокую долгосрочную прибыль. Соглашаясь с этим взглядом, Ж. Юань [82] считает, что стратегия ESG-инвестирования в управлении активами коммерческих банков не просто стратегия, но также свидетельство социальной ответственности банка.

### **Риски и проблемы в ESG-инвестировании**

Несмотря на то, что многие ученые поддерживают ESG-инвестирование, другая часть исследователей отмечает потенциальные риски и проблемы. Х. Цзян с соавт. [83] предупреждают о повышенном риске коммерческих банков, в особенности акционерных банков, которые могут понести репутационные потери в качестве вторичного эффекта. Они полагают, что последствия ESG-инвестирования для таких учреждений более серьезны. Ж. Цао и Х. Ван [84] обращают внимание на серьезную проблему в применении стратегий ESG-инвестирования. Они утверждают, что у коммерческих банков отсутствуют научные средства оценки качества своих клиентов в области ESG. Кроме того, авторы отмечают, что ESG-качество клиентов в разных отраслях колеблется в широких пределах, при этом в банковском секторе оно самое высокое, а в химической отрасли – среднее.

### **Вывод и пробелы в исследовании**

Несмотря на согласие во мнениях касательно необходимости стратегий ESG-инвестирования в коммерческих банках Китая ученые расходятся во взглядах относительно сопутствующих рисков и проблем. Отсутствуют исследования

по эффективным способам оценки ESG-качества в различных отраслях, в которых клиенты ведут свою деятельность. Это указывает на необходимость дальнейших исследований для разработки научных методов оценки ESG-качества и изучения последствий ESG-инвестирования в различных отраслях сектора коммерческих банков.

### **ESG-фонды**

ESG-фонды признаны важным стимулом инвестиций в устойчивое развитие. Тем не менее взгляды ученых расходятся в отношении развития, влияния, воздействующих факторов и проблем ESG-фондов в Китае.

### **Развитие и влияние ESG-фондов**

К. Ван и Т. Ли [85] дают определение ESG-фондам как инвестиционным продуктам, добавляющим нефинансовые показатели в процесс принятия решений. Они отмечают, что в Китае ESG-фонды получают все большее распространение, но по разным тематикам развиваются неравномерно, что требует более глубокой интеграции концепции ESG-инвестирования. Й. Луо и В. Чжан [81] исследуют мотивацию и влияние, связанные с ESG-фондами. Они утверждают, что ESG-фонды добросовестно управляют своими вкладами, чтобы повысить эффективность в области ESG, под воздействием социальных потребностей и своих интересов. Они выявили, что чем больше процент вкладов, тем выше эффективность компании в области ESG, и активные ESG-фонды превосходят пассивно действующие фонды в повышении эффективности в области ESG. Й. Чи с соавт. [86] применяют концепцию ESG к фондам квалифицированных внутренних институциональных инвесторов (КВИИ) при помощи моделирования для создания фондов на постоянной основе. Они установили, что фонды КВИИ, созданные с учетом ESG, приносят большую прибыль, при этом существенных отличий по риску от рыночных индексов не наблюдается. Для этих фондов характерны высокое среднее значение и низкая дисперсия, более высокая доходность детерминированного эквивалента и более высокие показатели коэффициента Шарпа.

### **Устойчивость ESG фондов и воздействующие факторы**

Дж. Чжан [87] исследует факторы, влияющие на готовность фондов ESG-инвестирования действовать. Он считает показатель риска ESG-фонда и образование управляющего фондом основными воздействующими факторами. Интересно отметить, что он выявил положительное влияние исторической доходности ESG-фондов на готовность вести свою деятельность, а также отрицательное влияние срока пребывания управляющего фондом в должности. Х. Чен и Х. Лю [88] исследовали влияние внимания инвесторов на эффективность в области ESG у котируемых на бирже компаний. Они установили, что различные виды внимания инвесторов, такие как эмоциональный настрой, взаимодействие, изучение и владение акциями, повышают эффективность ESG компании в области ESG.

### **Проблемы и направления будущих исследований**

Несмотря на свой потенциал ESG-инвестирование сталкивается с серьезными проблемами. Дж. Сие и К. Фу [89] отмечают растущее господство «феномена псевдо-ESG» в ESG-фондах и рекомендуют проводить более глубокие научные исследования по данному вопросу. К. Ван и Т. Ли [85] предлагают трехсторонний подход вмешатель-

ства регулирующих органов: направляющее руководство ESG-инвестированием с помощью политики, разработка стандартов раскрытия информации по ESG для содействия развитию продуктов ESG-фондов, а также разработка научной системы оценки ESG, способствующей доработке продуктов ESG-фондов.

### **Вывод и направления будущих исследований**

В то время как потенциальные выгоды и влияние ESG-фондов подтверждены многочисленными документами, исследования расходятся во взгляде на воздействующие факторы и говорят о проблемах, таких как «феномен псевдо-ESG». Необходимы дальнейшие исследования для изучения этих проблем и проверки эффективности предлагаемых решений, таких как вмешательство регулирующих органов и системы оценки ESG. Роль внимания инвесторов в повышении эффективности компании в области ESG требует дальнейшего исследования. Важно изучить влияние срока пребывания в должности управляющего фондом на готовность заниматься ESG-инвестированием, а в современной литературе исследований на эту тему намного меньше.

### **Предпочтения и решения ESG-инвестора**

Литература, описывающая предпочтения институциональных инвесторов в области ESG на рынке акций класса А, представляет целый ряд точек зрения. Ученые тщательно изучали взаимосвязь между эффективностью в области ESG и институциональным инвестированием, роль ESG в риске для корпоративных облигаций и выбор зеленых инноваций.

Ф. Чжоу с соавт. [90] и Х. Бай с соавт. [91] полагают, что институциональные инвесторы чаще всего предпочитают компании с высокой эффективностью в области ESG, и даже готовы мириться с низкими краткосрочными показателями эффективности деятельности. Эту точку зрения подтверждает М. Ли [92], который обнаружил положительную корреляцию между социальной ответственностью компании в области ESG и владением акциями институциональными инвесторами.

В отличие от вышесказанного М. Жин [93] сосредоточил внимание на предпочтении институциональными инвесторами зеленых инноваций. В его исследовании отмечается, что компании с высокой эффективностью в области ESG, показывают тенденцию к более значительному потенциалу зеленых инноваций, и он полагает, что институциональные инвесторы готовы мириться с более низкой текущей избыточной доходностью компаний, обладающих высоким потенциалом зеленых инноваций.

### **Выводы и пробелы в исследовании**

Несмотря на то, что данные точки зрения позволяют сделать важные выводы, они также подчеркивают необходимость в дальнейших исследованиях, посвященных лояльному отношению институциональных инвесторов к более низким краткосрочным показателям эффективности деятельности, роли зеленых инноваций и влиянию эффективности ESG на риск для корпоративных облигаций.

### **ESG и зеленое финансирование**

Нынешние исследования в первую очередь уделяют внимание развитию зеленого финансирования, взаимосвязи между зеленым финансированием и эффективностью в области ESG, а также связи между зеленым финансированием и стоимостью компании. Следует отметить, что исследова-

тели изучают взаимосвязь между политикой зеленого финансирования и эффективностью в области ESG, анализируют путь и стратегии развития зеленого финансирования и определяют, каким образом зеленое финансирование и эффективность в области ESG влияют на стоимость компании.

### **Развитие зеленого финансирования**

В работе М. Чжана [94] предлагается способ ускорения развития зеленого финансирования в Китае. Автор полагает, что ускорения можно добиться путем многосубъектного участия, продвижения пилотных проектов зеленого финансирования и активизации обучения зеленому финансированию. М. Чжан также подчеркнул важность доработки продуктов зеленого финансирования и оптимизации механизмов управления рисками.

### **Зеленое финансирование и эффективность в области ESG**

С. Чиен и У. Ю [95] изучали влияние политики зеленого финансирования на эффективность в области ESG на предприятиях с высоким уровнем загрязнения окружающей среды при помощи Руководства по системе зеленого финансирования Китая и метода «разность разностей». Их результаты говорят о том, что принятие такой политики способствует повышению эффективности в области ESG, при этом у компаний с более эффективным внутренним и внешним управлением эффект более заметен.

С другой стороны, Г. Денг с соавт. [96] использовали квазиестественный эксперимент в Китае – Пилотные зоны для проведения реформ зеленого финансирования и инноваций (GFRIPZ) – для анализа влияния политики зеленого финансирования на принятие компанией риска. Они выявили, что такая политика положительно сказывается на принятии компанией риска, особенно у компаний с низким уровнем инноваций в НИОКР и низкой эффективностью в области ESG.

### **Зеленое финансирование и стоимость компании**

Г. Ванг с соавт. [97] изучали влияние реализации социальной ответственности коммерческими банками на их стоимость с точки зрения зеленого финансирования. Результаты исследования говорят о том, что осуществление стратегий социальной ответственности и зеленого финансирования существенно повысило стоимость банков.

К. Ту с соавт. [98] применили модель тройной разности для количественной оценки положительного влияния создания пилотных зон для проведения реформ зеленого финансирования и инноваций на стоимость зеленых предприятий. Результаты исследования показывают, что создание пилотных зон для проведения реформ зеленого финансирования и инноваций значительно повышает стоимость зеленых предприятий. Помимо этого, они использовали уровень раскрытия информации по ESG в качестве модулирующей переменной. Исследование говорит о том, что повышение уровня раскрытия внутренней ESG-информации положительно смягчает стимулирующее влияние пилотных зон на рост стоимости компании.

### **Эффективность в области ESG и политика зеленого финансирования**

В работе К. Чена [99] применялся метод «разность разностей», чтобы проанализировать влияние политики зеленого финансирования на эффективность котированных на

бирже компаний в области ESG. Результаты показали положительную корреляцию между внедрением политики зеленого финансирования и эффективностью в области ESG.

Сходным образом Ю. Чжу и Д. Ли [100] использовали метод регрессии с фиксированными эффектами для эмпирического исследования взаимосвязи между зеленым финансированием и эффективностью в области ESG. Их результаты показали, что зеленое финансирование способствует эффективности в области ESG, при этом данный эффект более выражен у компаний, к которым привлечено большее внимание общественности.

### **Выводы и пробелы в исследованиях**

Несмотря на растущий объем исследований зеленого финансирования и эффективности в области ESG некоторые пробелы все еще присутствуют. Например, ученые расходятся во взглядах на причинно-следственную связь зеленого финансирования с эффективностью в области ESG. В то время как одни исследования говорят о том, что зеленое финансирование повышает эффективность в области ESG, другие указывают на то, что зеленое финансирование может привести к повышенному принятию рисков. Чтобы прояснить данную взаимосвязь, необходимы дальнейшие исследования.

## **Заключение**

В настоящем исследовании применяется метод систематического обзора литературы путем поиска источников, связанных с ESG, на развивающихся рынках капитала Китая по трем базам данных: Scopus, WanFang и CNKI. Анализ работ проводится при помощи программы Vosviewer, которая систематическим образом отбирает наиболее значимые и актуальные темы: «Развитие и политика в области ESG в Китае», «Влияние ESG-рейтинга на финансы организации», «Цифровая трансформация и эффективность в области ESG» и «ESG-инвестирование». Методы исследования, данные и выводы по этим темам обобщены исчерпывающим образом, а расхождения в исследованиях по сходным темам сравниваются, чтобы выявить пробелы по каждой теме.

Существующие исследования регулирования и политики в отношении ESG в Китае указывают на то, что в Китае нет обязательных к исполнению постановлений, а большая часть политики добровольная и поощрительная. Большая часть политики и исследований в первую очередь сосредоточена на аспектах экологической ответственности и корпоративного управления, а социальный фактор зачастую рассматривают намного меньше. Помимо этого, большинство исследований влияния политики Китая в области ESG на эффективность компании в области ESG и инвестирование показывает положительное влияние, но данные работы в основном основаны на политике, связанной с экологическим фактором. На данный момент не хватает исследований влияния политики, посвященной социальному фактору и фактору корпоративного управления, на эффективность компании в области ESG и инвестирование. Немногочисленны и кейсовые исследования воздействия конкретной политики на раскрытие ESG-информации, при этом большинство исследований предлагает только макроанализ. Поэтому рекомендуем продолжать изучение данной темы в будущем.

Наш анализ системы ESG-рейтингов в Китае выявил взаимосвязь между ESG-рейтингами, эффективностью работы компании и расходами на финансирование путем займов

и выпуска акций. Мы установили, что выводы касательно влияния ESG на расходы на финансирование противоречивы, а масштаб исследований расходов на финансирование путем выпуска акций ограничен, поэтому необходимы дальнейшие исследования. Кроме того, мы заметили, что во всех исследованиях анализировали котируемые на бирже китайские компании с акциями класса А. Однако поскольку различные отрасли обладают разной чувствительностью к ESG, влияние ESG на финансы организации также различно. Поэтому предлагаем провести исследования с учетом отраслей и сравнить их.

Взаимосвязь между цифровой трансформацией и ESG – это относительно новая и популярная тема нынешних исследований. Ученые применяли различные методы для количественной оценки уровня цифровой трансформации компании, включая анализ текста, построение баз данных по характеристикам, использование цифровых финансовых индексов и анкетный метод. Несмотря на гетерогенность в большинстве исследований утверждают, что цифровая трансформация может повысить эффективность компании в области ESG, стимулируя зеленые инновации, улучшая прозрачность и повышая эффективность руководства. В финансовой отрасли цифровые финансы как вид цифровой трансформации также рассматривают в качестве стимулирующего фактора, повышающего эффективность в области ESG. Однако некоторые исследования обнаружили U-образную связь между уровнем цифровой трансформации и эффективностью в области ESG. В целом цифровую трансформацию компании рассматривают как важный фактор стимулирования повышения эффективности в области ESG, но на данную взаимосвязь могут влиять различные факторы, и она требует дальнейшего изучения и обсуждения. Кроме того, существующие исследования значительно расходятся в анализе гетерогенности того, как корпоративная ответственность, региональные и отраслевые различия влияют на взаимосвязь между цифровой трансформацией и ESG. Будущие исследования должны принять во внимание данные пробелы и изучить сложное взаимодействие цифровой трансформации и эффективности в области ESG.

Исследования ESG-инвестирования указывают на то, что хотя ESG-инвестирование в Китае все еще находится на ранних стадиях, необходимо повышать уровни инвестирования и создавать соответствующие инвестиционные системы. Институциональные инвесторы и руководство путем государственной политики считаются основными стимулами развития ESG-инвестирования. Большинство исследований сосредоточено на взаимосвязи между пенсионными фондами и ESG-инвестированием, указывая на то, что ESG-инвестирование согласуется с озабоченностью пенсионных фондов долгосрочной стоимостью. Несмотря на то что быстрое развитие ESG-инвестирования в китайские пенсионные фонды привлекло внимание, все еще существуют такие проблемы, как недоработанные правила работы на рынке. Некоторые ученые начали изучать конкретные стратегии ESG-инвестирования пенсионных фондов в страховых компаниях. Коммерческие банки и другие финансовые учреждения значительно преуспели во внедрении стратегий по ESG, выпустив ряд продуктов ESG-инвестирования, которые позволяют финансовым учреждениям выполнять роль организаций, ответственных с точки зрения ESG, и повышают их уровень принятия рисков и способность получать избыточную доходность.

Тем не менее существующие исследования ESG-фондов, ESG-облигаций, ESG-кредитов и акционерного капитала весьма немногочисленны, при этом большинство из них остаются на уровне теоретических концепций, некоторые представляют собой количественное исследование, и в целом исследованиями охвачены не все аспекты. Причиной тому может быть то, что ESG-инвестирование на финансовом рынке Китая все еще находится на ранних стадиях, поэтому количество случаев, заслуживающих внимания исследователей, довольно небольшое. С ростом ESG-инвестирования в Китае разработка стратегий ESG-инвестирования, подходящих для развивающихся стран, таких как Китай, станет ключевой темой. Имеющаяся литература подчеркивает необходимость продолжать изучение данного развивающегося направления, особенно при понимании роли различных финансовых учреждений и определении эффективных стратегий для содействия ESG-инвестированию.

Обзор дает всестороннее общее представление об исследованиях в области ESG на развивающихся рынках Китая с указанием основным тем и границ развития существующих исследований, а также различий в методах, данных и выводах по каждой теме исследования. Мы установили, что несмотря на то, что исследования и практика в области ESG в Китае находятся на ранних стадиях развития, уже имеются некоторые важные результаты исследований и практические наработки. Однако также присутствуют пробелы в исследованиях и проблемы, которые должны устранить будущие исследования. Мы с нетерпением ожидаем дальнейших исследований и практических наработок, которые создадут более эффективные и адресные практики в области ESG и стратегии инвестирования по Китаю и другим странам с развивающейся экономикой, таким образом делая еще больший вклад в устойчивое развитие.

## Список литературы

- Xu X., He F., Chen N., et al. Regulatory trend of ESG disclosures and its countermeasures and suggestions to the listed Chinese energy companies. *World Petroleum Industry*. 2020;27(3):13-18,24. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEG9zanN5Z3kyMDIwMDMwMDMaCGZvZGE0am91> (accessed on 09.08.2023)
- Savio R., D'Andrassi E., Ventimiglia F. A Systematic Literature Review on ESG during the COVID-19 Pandemic. *Sustainability*. 2023;15(3):2020. <https://doi.org/10.3390/su15032020>
- Tranfield D., Denyer D., Smart P. Towards a Methodology for Developing Evidence: Informed Management Knowledge by Means of Systematic Review. *British Journal of Management*. 2003;14:207-222. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375>
- Mian S., Lamine W., Fayolle A. Technology Business Incubation: An overview of the state of knowledge. *Technovation*. 2016;50-51:1-12. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2016.02.005>
- Massaro M., Dumay J., Guthrie J. On the shoulders of giants: Undertaking a structured literature review in accounting. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. 2016;29(5):767-801. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-01-2015-1939>
- Richardson A.J., Welker M. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*. 2001;26(7-8):597-616. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(01\)00025-3](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(01)00025-3)
- Plumlee M., Brown D., Hayes R.M., et al. Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*. 2015;34(4):336-361. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>
- Liu Z. Review and enlightenment of related studies on corporate environmental information disclosure. *Business Accounting*. 2019;(2):108-110. (In Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1002-5812.2019.02.033>
- He X., Xiao T., Chen X. Corporate social responsibility information disclosure and company financing constraints. *Journal of Finance and Economics*. 2012;38(08):61-72.
- Qiu M., Yin H., Urban Finance Research Institute, ICBC. An Analysis of Enterprises' Financing Cost with ESG Performance under the Background of Ecological Civilization Construction. *The Journal of Quantitative Technical Economics*. 2019;(03):108-123. (In Chinese) <https://doi.org/10.13653/j.cnki.jqte.2019.03.007>
- Wang Y., Yang R., He K., et al. Can Digital Transformation Improve Enterprise ESG Performance? Research Based on the Legitimacy Theory and Information Asymmetry Theory. *Securities Market Herald*. 2023;(7):14-25. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEG96cXN-jZGIyMDIzMDcwMDIaCHdpWFZiZ2d0> (accessed on 09.08.2023)
- Manso G. Motivating innovation. *Journal of Finance*. 2011;66(5):1823-1860. URL: <https://www.jstor.org/stable/41305176> (accessed on 09.08.2023)
- Wu F., Hu H., Lin H., et al. Enterprise Digital Transformation and Capital Market Performance: Empirical Evidence from Stock Liquidity. *Journal of Management World*. 2021;(07):130-144+10. (In Chinese) <https://doi.org/10.19744/j.cnki.11-1235/f.2021.0097>
- Yi L., Wu F., Xu S. Research on the performance driving effect of corporate digital transformation. *Securities Market Herald*. 2021;(8):15-25, 69. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEG96cXN-jZGIyMDIzMDgwMDIaCHlhcHhDN2YnNj> (accessed on 09.08.2023)
- Jiang Y., Qiu J., Zhu R., et al. Investor attention and stock price crash risk: suppression or exacerbation? *Securities Market Herald*. 2020;(3):69-78. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/zqscdb202003008> (accessed on 09.08.2023)
- Chen Y., Zhang T. Intermediaries and Consumer Search. *International Journal of Industrial Organization*. 2018;57:255-277. <https://doi.org/10.1016/j.ijindorg.2017.08.001>
- Martellini P., Menzio G. Declining Search Frictions, Unemployment and Growth. *Journal of Political Economy*. 2020;128(12):4387-4437. <https://doi.org/10.1086/710975>
- Zhang S., Chen K. Inhibition or Induction: Investor Attention and Earnings Management: A Textual Analysis Based

- on Investor Interaction Platforms. *Comparison of Economic and Social Systems*. 2020;(3):130-140. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEhFqanNodH-piajIwMjAwMzAxNB0IN28zMzcxdGk%3D> (accessed on 09.08.2023)
19. Cheng F., Chiao C., Wang C., et al. Does Retail Investor Attention Improve Stock Liquidity? A Dynamic Perspective. *Economic Modelling*. 2021;94:170-183. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.10.001>
  20. Wu L., Kwan H.K., Yim F.H., et al. CEO Ethical Leadership and Corporate Social Responsibility: A Moderated Mediation Model. *Journal of Business Ethics*. 2015;130:819-831. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2108-9>
  21. Zhou F., Pan W., Fu H. ESG responsibility performance of listed companies and institutional investors' shareholding preference. *Sci. Decis. Making*. 2020;11:15-41. (in Chinese).
  22. Qian X. How to understand the development and evolution of responsible investment from CSR to ESG? *Sustainable Development Economic Guide*. 2022;(9):52-54. (in Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEhJrY3hmempqZGsyMDIyMDkwMTUaCHN5bHNlaHF1>
  23. Ye Q. The transformation of the implementation paradigm of sustainable finance: from CSR to ESG. *Eastern Methodology*. 2023;(4):125-137. (In Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1007-1466.2023.04.010>.
  24. Chen N., Sun F. Comparative Development of ESG Systems in China and Abroad and Recommendations for China's ESG System. *Development Research*. 2019;(3):59-64. (In Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1003-0670.2019.03.008>
  25. Huang J, Chen D. Rapid Development of ESG in China. *China Tendering*. 2022;(12):71-75. (in Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/zhonggz202212027> (accessed on 09.08.2023)
  26. Zhang A., Cai J. Embedding Mechanisms and Development Paths of ESG Systems in China. *Southeast Academic*. 2023;(1):182-194. (in Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEg1kbnhzMjAyMzAxMDE3Gg-hiOGQ0c3Z2eA%3D%3D> (accessed on 09.08.2023)
  27. Zhu Q. The Development of ESG in Japanese Corporate Governance System and Its Enlightenment. *Modern Japanese Economy*. 2023;249(3):66-83. (in Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEg94ZHJiamoyMDIzMDMwMDYAcG4xMTZyN3Zs> (accessed on 09.08.2023)
  28. Zhang Q., Sun R. Anchoring Effects in Investor Decision-making and ESG Information Disclosure. *Financial Accounting Communications*. 2015;(29):26-28. (in Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEg-Ija3R4MjAxNTI5MDA5GghobXdldzY4dg%3D%3D> (accessed on 09.08.2023)
  29. Gao Y., Li L. Research on ESG-related Policies and Regulations in China and Abroad. *Metallurgical Accounting*. 2022;41(11):22-26. (in Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1004-7336.2022.11.005>
  30. Xie J. Relationship between ESG Fund Market Coverage and Policy Regulations: A Comparative Study of China and Australia. *National Circulation Economy*. 2022;(19):137-141. (in Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1009-5292.2022.19.037>
  31. Xie A., Routh H.J., Gu L. ESG Reporting and Insights from Companies Listed on the Hong Kong Stock Exchange. *Board of Directors*. 2019;(11):42-49. (in Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEhdRS0MyM-DE5MjAyMDAyMTMwMDAwNDU4MBoIaGdlcjh3eD-U%3D> (accessed on 09.08.2023)
  32. Chen X., Zhang M. Promoting Economic Structural Transformation through ESG Investment: International Experience and Chinese Practice. *Academic Research*. 2022;(8):92-98. (in Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1000-7326.2022.08.016>
  33. Shu H., Tan W. Does carbon control policy risk affect corporate ESG performance? *Economic Modelling*. 2023;120:106148. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.106148>
  34. Cai H., Zhou Z. Market-Oriented Environmental Regulation Policy and ESG Information Disclosure Quality. *Financial Accounting Monthly*. 2022;(24):62-70. (in Chinese). <https://doi.org/10.19641/j.cnki.42-1290/f.2022.24.008>
  35. Chen Q., Liu Z. Economic Policy Uncertainty and Corporate ESG Performance. *Financial Accounting Monthly*. 2023;44(5):69-76. (in Chinese). <https://doi.org/10.19641/j.cnki.42-1290/f.2023.05.010>
  36. Zhang L., Zhao H. Does the Performance of Corporate Environment, Social and Governance (ESG) Affect Corporate Value? An Empirical Research Based on A-Share Listed Companies. *Wuhan Finance*. 2019;(10):36-43. (in Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1009-3540.2019.10.006>
  37. An G., Hua C., Zhang F., et al. Research on the Impact of ESG System on Capital Market Under the Goal of Carbon Neutrality: A Comparative Analysis Based on Different Industries. *Financial Theory and Practice*. 2022;(3):48-61. (in Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1003-4625.2022.03.006>
  38. Hu H. Will an Improvement in Listed Companies' ESG Ratings Bring Excess Returns to Investors? Empirical Evidence from A-Share Listed Companies in Shanghai and Shenzhen Markets. *Financial Economy*. 2021;(8):56-62, 85. (in Chinese). <https://doi.org/10.14057/j.cnki.cn43-1156/f.2021.08.008>
  39. Rao S., Chen Y. Research on the Main Obstacles and Countermeasures of China's Financial Industry in Response to Climate Change. *Southern Finance*. 2020;(7):13-22. (in Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1007-9041.2020.07.002>
  40. Garcia A.S., Mendes-Da-Silva W., Orsato R.J. Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*. 2017;150:135-147. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.02.180>

41. Li J., Yang Z., Yi J. Does ESG Performance Help Reduce Corporate Debt Financing Cost? - Micro Evidence from Listed Companies. *Enterprise Economy*. 2023;42(2):89-99. (in Chinese). <https://doi.org/10.13529/j.cnki.enterprise.economy.2023.02.009>
42. Kalia D., Aggarwal D. Examining impact of ESG score on financial performance of healthcare companies. *Journal of Global Responsibility*. 2022;14(1):155-176. <https://doi.org/10.1108/JGR-05-2022-0045>
43. Lian Y., He X., Zhang L. Corporate ESG Performance and Debt Financing Cost. *Journal of Finance and Economics (Journal of Zhejiang University of Finance and Economics)*. 2023;(1):48-58. (in Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1004-4892.2023.01.005>
44. Wang L., Yang X. The Correlation between ESG Performance and Corporate Financing Cost. *Chinese Certified Public Accountant*. 2022;(9):47-53. (in Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxehB6Z3pja2pzMjAyMjA5MDE3Gghub2x6aWNqMg%3D%3D> (accessed on 09.08.2023)
45. Liu J. SMEs' ESG Performance and Capital Cost - Empirical Evidence Based on Government Subsidies. *Business Accounting*. 2023;(2):40-44. (in Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1002-5812.2023.02.010>
46. Chen X., Yin L. Corporate ESG Ratings and Equity Financing Cost: An Empirical Analysis Based on China's A-Share Listed Companies. *Western Finance*. 2022;(8):59-67. (in Chinese). <https://doi.org/10.16395/j.cnki.61-1462/f.2022.08.014>
47. Xia Y., Xia P., Lin Z. Digital Transformation and Commercial Credit Financing: A Case Study of China's A-Share Listed Companies. *Industrial Technology Economy*. 2023;42(7):30-39. (in Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1004-910X.2023.07.004>
48. Luo W. Analysis of the Impact of Digital Transformation on Corporate Debt Financing Costs. *Investment and Entrepreneurship*. 2023;34(12):31-33. (in Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1672-3414.2023.12.011>
49. Zhang Y., Liu J. Does Corporate Digital Transformation Affect Capital Structure Decisions? — Evidence from Capital Structure Adjustment Speed. *Financial Development Research*. 2023;(7):13-22. (in Chinese). <https://doi.org/10.19647/j.cnki.37-1462/f.2023.07.002>
50. Lv Wenxi. Research on the Impact of Environmental Performance on Financing Cost of Heavy Polluting Enterprises. *Finance*. 2020, 10: 129. (In Chinese). <https://doi.org/10.12677/FIN.2020.103014>
51. Hao Y., Zhang Y. ESG Performance, Equity Financing Cost, and Corporate Value: Empirical Evidence from Technology-based Listed Companies. *Technology and Innovation Management*. 2022;43(5):560-569. (in Chinese). <https://doi.org/10.14090/j.cnki.jsxc.2022.0508>
52. China Academy of Information and Communications Technology. *China Digital Economy Development Research Report (2023)*. 2023. Nº202301. (In Chinese). URL: <http://www.caict.ac.cn/english/research/whitepapers/202311/P020231101476013122093.pdf> (accessed on 09.08.2023)
53. Hu J., Han Y., Zhong Y., et al. How does corporate digital transformation affect corporate ESG performance. *Review of Industrial Economics*. 2023;(1):105-123. (In Chinese). <https://doi.org/10.19313/j.cnki.cn10-1223/f.20221104.001>
54. Wang X., Luan X., Zhang S. Corporate R&D investment, ESG performance and market value - the moderating effect of corporate digitalization level. *Scientific research*. 2023;41(5):896-904,915. (In Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1003-2053.2023.05.013>
55. Wang Y., Yang R., He K., et al. Can Digital Transformation Improve Enterprise ESG Performance? Research Based on the Legitimacy Theory and Information Asymmetry Theory. *Secur Mark Herald*. 2023;(7):14-25. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxeg96cXNjZGIyMDIzMDcwMDIaChP5Y2VlOTZo> (accessed on 09.08.2023)
56. Wang Y., Guo Y. Firm Digital Transformation and ESG Performance: Evidence from China's A-share Listed Firms. *Financial Research*. 2023;49(9):94-108. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxeg1janlqMjAyMzA5MDA3GghnOTRhamc3dQ%3D%3D> (accessed on 09.08.2023)
57. Han Z., Zhang Y. Digital transformation and ESG performance—analysis of intermediary mechanisms based on information transparency and total factor productivity. *Modern management science*. 2023;(3):141-150. (In Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1007-368X.2023.03.016>
58. Zhang R., Chen X. Research on the impact of digital transformation on corporate ESG performance — Based on the mediating effect of green technology innovation. *Journal of Guizhou Business College*. 2023;36(2):55-65. (In Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1671-9549.2023.02.006>
59. Wang H., Wang S., Zhang C., et al. Does digital transformation improve corporate ESG responsibility performance? — Empirical research based on MSCI Index. *Foreign Econ Manag*. 2023;45(6):19-35. (In Chinese). (In Chinese). URL: <https://qks.sufe.edu.cn/J/WJGL/Article/Details/6b940538-91a3-4d40-828e-ebc108be45da> (accessed on 09.08.2023)
60. Zhao X., Dong N. Digital Finance, Corporate Digital Transformation, and ESG Performance: Evidence from Listed Companies on the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges (2011-2021). *J Southwest Univ (Soc Sci Ed)*. 2023;49(5):130-140. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxehZ4bnNmZHH4Yi1yd3NoMjAyMzA1MDExGghvZGcx3pZOA%3D%3D> (accessed on 09.08.2023)
61. Wang S., Esperança J.P. Can digital transformation improve market and ESG performance? Evidence from Chinese SMEs. *Journal of Cleaner Production*. 2023;419:137980. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.137980>
62. Zhao Q., Li X., Li S. Analyzing the Relationship between Digital Transformation Strategy and ESG Performance in Large Manufacturing Enterprises: The Mediating Role of Green Innovation. *Sustainability*. 2023;15(13):9998. <https://doi.org/10.3390/su15139998>

63. Xue L., Dong J., Zha Y. How does digital finance affect firm environmental, social and governance (ESG) performance? - Evidence from Chinese listed firms. *Heliyon*. 2023;9(10):e20800. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e20800>
64. Ren X., Zeng G., Zhao Y. Digital Finance and Corporate ESG Performance: Empirical Evidence from Listed Companies in China. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2023;79:102019. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102019>
65. Ivaninskiy I., Ivashkovskaya I. Are blockchain-based digital transformation and ecosystem-based business models mutually reinforcing? The principal-agent conflict perspective. *Eurasian Business Review*. 2022;12(4):643-670. <https://doi.org/10.1007/s40821-022-00209-0>
66. Fang M., Nie H., Ruan R., et al. Corporate Digital Transformation and Perception of Economic Policy Uncertainty. *Journal of Financial Research*. 2023;(2):21-39.
67. Chen H., Zhang L.X. ESG Performance, Digital Transformation, and Business Value Enhancement. *Journal of Zhongnan University of Economics and Law*. 2023(3):136-149. (In Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1003-5230.2023.03.011>
68. Zhang Q., Liu Z. Will heterogeneous large shareholder governance affect corporate ESG performance? — Based on the perspective of mixed ownership and digital transformation. *Account Mon*. 2023;44(14):146-153. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEG1ja3lrMjAyMzE0MDIwGghtbmJxMTR1aQ%3D%3D> (accessed on 09.08.2023)
69. Yang Y., Han J. Digital transformation, financing constraints, and corporate environmental, social, and governance performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 2023;30(6):3189-3202. <https://doi.org/10.1002/csr.2546>.
70. Chen W. Interview with Shi Yichen, Deputy Director of the International Institute of Green Finance, Central University of Finance and Economics: ESG Investment Awareness Gradually Deepens. *Environmental Economy*. 2022;(4):32-37. (In Chinese). URL: [https://www.cnki.net/KCMS/detail/detail.aspx?dbcode=CJFD&dbname=CJFDLAST2022&filename=HJJI202204006&uniplatform=OVERSEA&v=CKJKIP0MPCv6OJ4WwOS5jyUZ-RyrH-HTVfB\\_TZ0qVwGGX5Bsu8fsac43VfvpNB1](https://www.cnki.net/KCMS/detail/detail.aspx?dbcode=CJFD&dbname=CJFDLAST2022&filename=HJJI202204006&uniplatform=OVERSEA&v=CKJKIP0MPCv6OJ4WwOS5jyUZ-RyrH-HTVfB_TZ0qVwGGX5Bsu8fsac43VfvpNB1) (accessed on 09.08.2023)
71. Tian Y., Wu Q. Global ESG Investment Development and China Practice. *China National Conditions and Strength*. 2021;(12):59-62. (In Chinese). <https://doi.org/10.13561/j.cnki.zggqgl.2021.12.014>
72. Wang K., Li T. ESG Funds: Current Status, Problems, and Prospects. *Finance and Accounting Monthly*. 2022;(6):147-154. (In Chinese). <https://doi.org/10.19641/j.cnki.42-1290/f.2022.06.019>
73. Ma X. The Obstacles and Prospects of ESG Investment in China. *Financial Market Research*. 2019;79(6):71-74. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEGhdRS0MyMDE5MjAxOTA4MjIwMDA0NjU0MxOjY3U1c-mZjbHE%3D> (accessed on 09.08.2023)
74. Tu G. The Philosophy and Practice of ESG Responsible Investment (Part I). *China Finance*. 2019;0(1):13-16. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEG-16Z2pyMjAxOTAxMDA1Ggg5aWM1dXFpdw%3D%3D> (accessed on 09.08.2023)
75. Zheng B., Li C., Pang Q. Theory, Practice and Trend of Pension Funds ESG Investment. *Economic Research Reference*. 2022;(3):18-38. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEG9qanlqY2syMDIyMDMwMDIaCHRsbTZ3aGdx> (accessed on 09.08.2023)
76. Shen X. ESG Funds in China: Current Status and Prospects. *China Foreign Investment*. 2021;(7):92-93. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEG-96Z3d6LXMyMDIxMDcwMjcaCHZoa2s3dmZj> (accessed on 09.08.2023)
77. Zhang Y. The Fiduciary Responsibility on ESG Approach for China's Pension Funds Investment: Perspective, Trend and Proposals. *Economic Research Reference*. 2022;(3):39-51. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEG9qanlqY2syMDIyMDMwMDMaCGdjYXlpMjly> (accessed on 09.08.2023)
78. Zhang Y. Sustainable Development of Pension Funds: ESG Investment Preferences and Challenges - Based on Cite Space Visualization Analysis. *Advances in Applied Mathematics*. 2022;11(6):3651-3658. (In Chinese). <https://doi.org/10.12677/AAM.2022.116390>
79. Ji L., Sun Y., Liu J., et al. Environmental, social, and governance (ESG) and market efficiency of China's commercial banks under market competition. *Environmental Science and Pollution Research*. 2023;30:24533-24552. <https://doi.org/10.1007/s11356-022-23742-x>
80. Wang L. The Practice, Problems, and Countermeasures of ESG Responsible Investment in China's Financial Institutions. *Hainan Finance*. 2022;(7):31-37. (In Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1003-9031.2022.07.004>
81. Luo Y., Zhang W. ESG Fund Holdings and Corporate ESG Performance: From the Perspective of Responsible Management. *Business Accounting*. 2023;(5):21-26. (In Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1002-5812.2023.05.004>
82. Yuan Z. Application of ESG Investment Strategy in Bank Asset Management Business. *China Banking Industry*. 2019;(10):83-84. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEGhdRS0MyMDE5MjAxOTExMjYwMDA1OTM0MRoIZzZzY3hkbG8%3D> (accessed on 09.08.2023)
83. Jiang H., Chen S., Wang Z. ESG investment and commercial banks' risk-taking under the new development concept--a green development perspective based on the 20th CPC Congress report. *Research in Financial Economics*. 2023;38(01):65-83.
84. Cao Z., Wang H. Evaluation of Commercial Bank Customer ESG Quality Based on Big Data. *Shanghai Finance*. 2022;(7):57-70. (In Chinese). <https://doi.org/10.13910/j.cnki.shjr.2022.07.005>

85. Wang K., Li T. The Current Situation, Problems, and Prospects of ESG Fund Development. *Accounting Monthly*. 2022;(6):147-154. (In Chinese). <https://doi.org/10.19641/j.cnki.42-1290/f.2022.06.019>
86. Qi Y., Zhao C., Li X., et al. Research on the ESG QDII Fund Construction and Performance Testing Based on Responsible Investment. *Investment Research*. 2020;39(4):42-52. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEg10enlqMjAyMDA0MDAzGgg5ZGdmamV1dw%3D%3D> (accessed on 09.08.2023)
87. Zhang J. Empirical Study on the Influencing Factors of ESG Investment Fund Execution Willingness. *Finance and Economics*. 2022;(4):91-96. (In Chinese). <https://doi.org/10.19622/j.cnki.cn36-1005/f.2022.04.010>
88. Chen X., Liu H. Does Investor Attention Affect the ESG Performance of Listed Companies - Empirical Evidence from Internet Search Volume. *Journal of Zhongnan University of Economics and Law*. 2023;(2):15-27. (In Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1003-5230.2023.02.002>
89. Xie J., Fu K. Study on the Performance and Prevention of Domestic Pseudo ESG Funds. *Industrial Innovation Research*. 2022;(12):4-8. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEg1na2pqMjAyMjEyMDAyGggyZ3YxdjVzNw%3D%3D> (accessed on 09.08.2023)
90. Zhou F., Pan W., Fu H. Listed Companies' ESG Responsibility Performance and Institutional Investors' Stock Holding Preference - Empirical Evidence from A-share Listed Companies in China. *Scientific Decision Making*. 2020;(11):15-41. (In Chinese). <https://doi.org/10.3773/j.issn.1006-4885.2020.11.015>
91. Bai X., Zhu Y., Han J. ESG performance, institutional investor preferences, and Corporate Value. *Statistics and Information Forum*. 2022;37(10):117-128.
92. Li M. Corporate Heterogeneity and Institutional Investors' ESG Preferences — Empirical Research Based on China's A-Share Market. *Manager*. 2022;(14):28-32. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEg1nbHhqMjAyMjE0MDEwGgg2aGUzdGZteQ%3D%3D> (accessed on 09.08.2023)
93. Jin M. The Impact of Institutional Investors' ESG Preferences on the Value of Green Innovation. *Financial Theory and Practice*. 2022;(1):65-75. (In Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1003-4625.2022.01.009>
94. Zhang J.J. Research on the sustainable development path of green finance from the perspective of ESG analysis. *Property Rights Guide*. 2023;(6):46-51. <https://doi.org/10.3969/j.issn.1672-8890.2023.06.010>
95. Qian S., Yu W. Green finance and environmental, social, and governance performance. *International Review of Economics & Finance*. 2024;89(Part A):1185-1202. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.08.017>
96. Deng H., Li Y., Lin Y. Green financial policy and corporate risk-taking: Evidence from China. *Finance Research Letters*. 2023;58(Part B):104381. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104381>
97. Wang H.T., Ma Y., Wang Y.M., et al. The fulfillment of social responsibility by commercial banks and corporate value of banks - Based on the perspective of green finance. *Southern Finance*. 2023;(2):21-35. (In Chinese). <https://doi.org/10.3969/j.issn.1007-9041.2023.02.002>
98. Tu Q., Li H.Z., Li X.Q. Research on the Improvement of Green Enterprise Value via Green Finance Reform and Innovation Pilots. *Financ Theory Pract*. 2023;44(5):12-18. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEhBjamxseXNqMjAyMzA1MDAyGgh6cXNtc2trdQ%3D%3D> (accessed on 09.08.2023)
99. Chen X. The impact of the implementation of green financial policies on the ESG performance of listed companies. *Mod Market*. 2022;(33):28-30. <https://doi.org/10.19932/j.cnki.22-1256/F.2022.11.028>
100. Zhu Y.J., Li D.M. Green finance and corporate ESG performance: The moderating role of attention. *North Finance*. 2023;(3):46-52. (In Chinese). URL: <https://d.wanfangdata.com.cn/periodical/ChlQZXJpb2RpY2FsQ0hJTmV3UzIwMjMwODMxEhBubWdqcnlqMjAyMzAzMD-EyGggzbTl5MjViZWw%3D%3D> (accessed on 09.08.2023)

Статья была представлена 08.10.2023; одобрена после рецензирования 10.11.2023; принята для публикации 30.11.2023.