



## Корпоративные финансы

2023. № 3, 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, необходимо 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 | № 3 | Т. 17

www.cfjournal.hse.ru

### Новые исследования

- 5**     **Никита Курдюков**  
Личностные характеристики CEO и эффективность работы компании на примере России
- 28**    **Никита Ларченко, Людмила Ружанская**  
Детерминанты сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках Азии: влияние конфуцианства и технологического развития
- 43**    **Сергей Гришунин, Анна Гурина, Анастасия Сюткина**  
Влияние человеческого капитала топ-менеджмента на эффективность адаптации российских IT-компаний к культуре отмены и структурному кризису
- 55**    **Марина Малкина, Дмитрий Рогачев**  
Финансовое заражение российских компаний в период пандемии COVID-19
- 72**    **Варвара Назарова, Александра Исаева, Юлия Чуприна**  
Анализ реакции фондового рынка на объявление о выплате дивидендов на примере российского рынка
- 93**    **Николай Дувакин, Лаки Алексис Исагалиева, Андрей Пантелеев**  
Выход иностранного бизнеса из России: анализ стратегий и оценка результатов
- 116**   **Юлия Мартынова, Ирина Лукина**  
ESG-рейтинги и их влияние на финансовую эффективность компаний на примере азиатских стран
- 129**   **Александр Ахметов, Мария Хамидуллина**  
Влияют ли стратегии инклюзивного роста на политику корпоративного финансирования? Свидетельства из металлургического и горнодобывающего сектора

### Обзоры

- 152**   **Юрий Дранев**  
Инвестиции в ESG, инновационное развитие и финансовая результативность компаний

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.5-27>

JEL classification: G30, G40, G41, M12



# Личностные характеристики CEO и эффективность работы компании на примере России

**Никита Курдюков**

стажер-исследователь, Российский научно-исследовательский институт экономики, политики и права в научно-технической сфере (РИЭПП), Москва, Россия,  
nkurdyukov@hse.ru, [ORCID](#)

## Аннотация

В статье раскрывается влияние положительных характеристик CEO, в особенности трансформационного лидерства и видения, на эффективность деятельности компании. Несмотря на большой объем литературы, подтверждающей существенность влияния лидерских качеств на результаты организации, остается пробел в понимании однозначной роли видения CEO и его влияния на эффективность деятельности компании. Цель нашего исследования – заполнить этот пробел, уделяя особое внимание эмпирической связи между видением CEO и рентабельностью активов компании (ROA). Для эмпирического доказательства было отобрано 35 компаний. Письма CEO акционерам из ежегодной отчетности изучали при помощи программы LIWC-22 для оценки положительных характеристик CEO. В результате выявлена существенная положительная взаимосвязь между видением CEO и эффективностью деятельности компании, что предполагает тенденцию к более высокой эффективности организаций под управлением дальновидных CEO. Данные результаты имеют практическое значение, подчеркивая важность стимулирования развития CEO лидерских качеств совместно с дальновидностью для достижения компанией успеха. Статья вносит вклад в существующую литературу по трансформационному лидерству, предлагая более тонкое понимание роли видения CEO и закладывая фундамент для будущих исследований в данной области.

**Ключевые слова:** CEO, трансформационное лидерство, положительные характеристики, финансовые результаты, видение CEO, положительные эмоции CEO

**Цитирование:** Kurdyukov N. (2023) CEO Personal Traits and Company Performance: Evidence from Russia. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(3): 5-27. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.5-27>

## Введение

В современной конкурентной бизнес-среде эффективное лидерство играет решающую роль в достижении организацией успеха. Согласно теории высших эшелонов [1] генерального директора (СЕО) часто рассматривают как движущую силу стратегической направленности компании и общей эффективности.

Однако СЕО обладают множеством разных личностных и психологических характеристик. Многие современные исследования в основном касаются негативных характеристик СЕО, таких как самоуверенность [2–3], нарциссизм [4] и излишний оптимизм [5]. В то же время СЕО с такими характеристиками может влиять на деятельность компании как положительно, так и отрицательно. Популярность данных теорий можно объяснить их вкладом в понимание роли иррациональности человека в процессе принятия решений. Более того, статьи, изучающие отрицательные характеристики, отвечают на вопрос, каким не должен быть СЕО. Однако отсюда возникает встречный вопрос: «В таком случае каким же должен быть СЕО?». Чтобы ответить на него, мы должны сконцентрироваться не только на отрицательных характеристиках, но и на положительных. Конечно, слово «уверенность» воодушевляет людей. Все хотят, чтобы лидер был уверен в будущем компании и в собственных решениях, а также не сомневался в своих подчиненных. Но в чем разница между уверенностью и «самоуверенностью»? На этот вопрос нет однозначного ответа. Все зависит от различных факторов, начиная с самих личностных характеристик директора, таких как возраст, образование, пол и т.д., и заканчивая спецификой компании, например, страной, в которой он ведет основную деятельность, текущей обстановкой на рынке, размером компании и ее организационной структурой.

Однако существует несколько общепринятых взглядов на положительные характеристики СЕО. Одним из самых важных является концепция трансформационного лидерства [6]. Основной целью нашего исследования является исследование взаимосвязи между положительными характеристиками СЕО и эффективностью работы фирмы, уделяя особое внимание пониманию того, каким образом данные личностные характеристики могут влиять на успешность организации.

На основе существующей литературы, посвященной положительным характеристикам СЕО и трансформационному лидерству, мы определим и изучим такие положительные характеристики СЕО, как видение, внимание к текущим достижениям и общий эмоциональный тон, а также их влияние на различные показатели эффективности, включая рентабельность активов (ROA), рентабельность по чистой прибыли (NPM) и рентабельность инвестированного капитала (ROIC).

Результаты нашего исследования предлагают ценные выводы как для теоретиков, так и для практикующих специалистов, заинтересованных в развитии лидерства и корпоративной стратегии. Определяя положительные характеристики СЕО, которые ближе всего связаны с эффективностью компании, наше исследование делает вклад в текущий дискурс об эффективном руководстве и является ориентиром для организаций, стремящихся нанять и воспитать высокоэффективных СЕО. Кроме того, мы подчеркиваем важность рассмотрения более широкого организационного контекста в понимании роли характеристик СЕО в достижении компаний эффективности, проясняя сложное взаимодействие между личностными характеристиками и организационными факторами.

Иными словами, благодаря нашей статье можно лучше понять взаимосвязь между положительными характеристика-

ми СЕО и результатами компании, предлагая свежий взгляд на роль личностных лидерских характеристик в достижении организацией успеха. Посредством тщательного изучения соответствующей литературы и эмпирического анализа данных мы делаем вклад в исследование лидерства, управления и организационного поведения, предоставляя основанные на доказательствах выводы о качествах, характеризующих эффективных СЕО, и способах, которыми данные характеристики могут влиять на эффективность компании.

## Обзор литературы

Понимание качеств и характеристик эффективных СЕО критически важно для успеха организации. Данные качества и характеристики можно разделить на четыре основные категории: личностные качества согласно модели «большая пятерка» [7–8], стили руководства [9–11], когнитивные способности [12–13] и эмоциональный интеллект [14–15]. В последующих разделах приведен краткий обзор по каждой категории.

### Личностные характеристики

Личностные характеристики могут в значительной мере влиять на поведение, принятие решений и стиль руководства СЕО. Популярная модель личностных характеристик «большая пятерка», или «пятифакторная модель», оценивает личность человека путем изучения его добросовестности, экстраверсии, открытости опыту, доброжелательности и эмоциональной устойчивости [16–17].

Добросовестность подразумевает степень организованности, ответственности, надежности и внутренней дисциплины человека. СЕО, получившие высокую оценку по данному показателю, более склонны ставить четкие цели, строить планы и методично работать для достижения своих задач [18]. СЕО с высокой степенью добросовестности также могут поощрять культуру подотчетности, ответственности и внимания к деталям в организации, таким образом повышая ее эффективность [19–20].

Экстраверсия описывает общительность человека, настойчивость и активность. Экстраверсивные СЕО более общительны, убедительны и приятны при социальном взаимодействии, что может являться преимуществом при налаживании связей, мотивировании работников и общении со стейкхолдерами [20–22]. Однако слишком экстраверсивные СЕО могут также иметь склонность к самоуверенности [23] либо не замечать важный вклад интровертированных членов команды, что ведет к потенциальным проблемам в процессе принятия решений.

Другой важной характеристикой является открытость опыту, которая включает любопытство человека, воображение и восприимчивость к новым идеям и знаниям. СЕО, обладающие высокой открытостью, с большей вероятностью будут внедрять инновации, поощрять креативный подход к решению проблем и приспособятся к меняющейся бизнес-обстановке, что способствует повышению эффективности компании [7; 16; 24].

Доброжелательность как личностная характеристика относится к дружелюбию, склонности к сотрудничеству и способности располагать к себе. Генеральные директора с высокой оценкой по данному показателю более искусны в достижении взаимопонимания, разрешении конфликтов и содействии кооперации в организации [25–27].

Эмоциональная стабильность, которую часто противопоставляют невротизму, включает способность проявлять терпение, преодолевать стресс и оставаться эмоционально

уравновешенным. Такие CEO имеют больше возможностей разрешать напряженные ситуации, принимать рациональные решения и успокаивать свои команды в периоды неопределенности [17; 28–29]. Однако необходимо отметить, что такие CEO уделяют больше внимания формальным правилам, что может привести к излишней бюрократизации [24].

Личностные характеристики CEO – это значимое понятие, которое может оказывать существенное влияние на эффективность деятельности компании. Глубокое понимание данных характеристик, а также их потенциальных преимуществ и недостатков может помочь организациям нанимать и воспитывать наиболее подходящих кандидатов на позиции CEO. Кроме того, осведомленность CEO о своих личностных характеристиках может помочь ему извлечь пользу из своих сильных сторон и обратить внимание на потенциальные недостатки, повышая в результате общую эффективность [17; 30–31].

### Стиль руководства

Возможно, одним из важнейших инструментов изучения положительных характеристик топ-менеджеров являются теории лидерства. Основным преимуществом данных теорий является то, что они доказывают, что успешный CEO должен быть не просто человеком, обладающим набором профессиональных навыков и умений, он должен быть настоящим лидером с необходимыми навыками, чтобы успешно руководить компанией даже в кризис. Стили руководства подразумевают отдельные подходы к руководству, влиянию и мотивации своих работников и стимулированию деятельности компании [32–33]. Различные стили руководства могут оказывать разное воздействие на эффективность работы организации в зависимости от таких факторов, как корпоративная культура, а также сфера деятельности и характеристики персонала [34]. В данном подпункте кратко описаны стили руководства и их потенциальные последствия для эффективности CEO.

Трансформационное лидерство является одной из наиболее популярных концепций лидерства на сегодня. Для него характерна способность CEO вдохновлять и мотивировать работников работать так, чтобы превзойти свои собственные ожидания, поощрять общие взгляды и стимулировать личностное и профессиональное развитие [6]. Трансформационные лидеры поощряют инновации, ставят под сомнение существующее положение вещей и наделяют работников полномочиями, чтобы они могли принять на себя ответственность. Исследования показали, что трансформационное лидерство имеет положительную связь с эффективностью работы организации, удовлетворенностью работников и инновациями [27; 35–37]. Поскольку трансформационное лидерство является одним из основных предметов настоящей статьи, его подробному изучению посвящается отдельный раздел.

Другим стилем руководства является операционное лидерство, которое заключается во внимании CEO к формированию четких ожиданий, установлению целевых показателей результативности, а также вознаграждению или наказанию в зависимости от результатов работы сотрудников [6; 39–40]. Этот стиль руководства придает особое значение эффективности, последовательности и, в отличие от трансформационного лидерства, сохранению существующего положения вещей. В то время как операционное лидерство эффективно в определенных ситуациях, оно не стимулирует инновации или приспособляемость, а также менее эффективно в обстановке высокой изменчивости и неопределенности [41].

Популярная концепция лидерства-служения описывает стиль, который ставит на первое место нужды, рост и благополучие сотрудников: его основной целью является помощь

другим в полном раскрытии их потенциала. Данный подход к лидерству впервые представил Роберт К. Гринлиф в 1970 г. в эссе «Слуга в роли лидера». Для слуг-лидеров характерна эмпатия, скромность, ответственное руководство и ориентация на личностный и профессиональный рост персонала [42]. Исследования свидетельствуют о том, что лидерство-служение может повысить вовлеченность сотрудников в рабочий процесс, удовлетворенность и улучшить результаты работы [43–44]. Более того, такое лидерство может стимулировать работников выйти за рамки своих должностных обязанностей, чтобы принести пользу организации. Такие действия известны как «поощряемые сверхурочные усилия» (ПСУ) [45]. Слуга-лидер также подчеркивает значимость работы с клиентами и удовлетворения их нужд. Такой клиентоориентированный подход может помочь в повышении удовлетворенности и лояльности клиентов [46].

Следующий стиль – это автократическое руководство, также известное как авторитарное руководство, которое характеризуется единоличным принятием решений лидером с небольшим участием подчиненных либо вообще без такового. Автократические лидеры часто осуществляют жесткий контроль за своей командой, пристально отслеживая рабочие процессы и предоставляя исчерпывающие инструкции о том, каким образом необходимо выполнять задания [47]. В определенных ситуациях автократическое руководство может внести положительный вклад в эффективность работы компании. Например, если организация переживает кризис, ей необходимо быстрое принятие решений или она работает в строго регулируемом секторе, автократичный руководитель может быстро принять решения и эффективно внедрить изменения, в конечном итоге повышая эффективность работы компании [48]. С другой стороны, такое строгое соблюдение правил может понизить моральный дух и мотивацию работников, поскольку подчиненные могут почувствовать себя недооцененными и не имеющими полномочий из-за их малого вклада в процесс принятия решений [49]. Подчиненные также могут неохотно озвучивать свои новые идеи или ставить под сомнение существующее положение вещей из-за доминирующего и подавляющего характера руководителя. Такой недостаток креативного подхода и инноваций может снизить способность организации адаптироваться к меняющимся рыночным условиям или получать выгоду от новых возможностей [50]. Пониженная мотивация может привести к снижению производительности, приверженности компании и удовлетворенности работой [51]. Автократичные руководители зачастую принимают решения быстро и решительно, но могут столкнуться с трудностями, когда работники не могут сразу приспособиться к новой информации. Этот стиль может быть эффективным в кризисных ситуациях, но при этом в долгосрочной перспективе он может повлечь снижение морального духа работников, инновационного потенциала и приспособляемости [52].

И последний не менее важный стиль – партисипативное, или демократическое руководство – отличается активным участием работников в процессе принятия решений. Партисипативные лидеры поощряют открытое общение, совместную работу и разделенную ответственность, они ценят и учитывают вклад и идеи членов команды. Такие лидеры возвращают чувство собственности, сопричастности и приверженности компании у работников, что может привести к повышению удовлетворенности работой и вовлеченности в рабочий процесс [53]. Работники, к которым прислушиваются и которых ценят, более склонны к высокой мотивации, продуктивной работе и приверженности организации, давая возможность партисипативным лидерам оценивать более широкий спектр перспектив, идей и знаний, что позволяет принимать более

продуманные и более эффективные решения [54]. Обстановка, в которой поощряются креативный подход и инновационность, способствует возникновению открытого общения, доверия, а также чувства психологической безопасности, оказывая существенное и положительное влияние на результаты работы сотрудника [54–56].

Стили руководства различаются воздействием на эффективность CEO и деятельности организации. Понимание данных стилей руководства и их влияния может помочь организациям нанимать и воспитывать наиболее подходящих CEO для своих конкретных условий. Кроме того, такое понимание может позволить CEO приспособиться к меняющимся требованиям организации свой подход к руководству, обеспечивая постоянный рост и успешность.

### Когнитивные способности

Большие когнитивные способности позволяют CEO ежедневно решать многочисленные сложные интеллектуальные задачи. В целом когнитивные способности являются довольно общей концепцией, которую изучают ученые-психологи. В частности, данная концепция зарекомендовала себя как вполне актуальная для понимания эффективности выполнения задач [57–58].

Одним из видов когнитивных способностей является умение решать проблемы. Умение эффективно решать проблемы улучшает процессы принятия решений, поскольку оно позволяет человеку планомерно анализировать ситуации, оценивать альтернативные варианты и выбирать наиболее подходящий порядок действий [59–60]. Умение решать проблемы также тесно связано с креативностью и инновационной деятельностью. Кроме того, многие исследователи выделяют креативность как один из критериев когнитивных способностей [61]. Распространяя культуру, которая стимулирует работников выявлять и решать проблемы при помощи новаторских подходов, организации могут усилить свой инновационный потенциал [62–63], что может повлечь разработку новых продуктов, услуг или технологических процессов, которые могут дать конкурентное преимущество. CEO, поощряющих креативность в своей организации, могут побудить работников думать по-другому либо изучать новые подходы, потенциально приводящие к прорывам в работе с продуктом, услугами и технологическими процессами. Исследования выявили, что креативность положительно связана с эффективностью работы и приспособляемостью сотрудника [65–66]. Важно то, что умение решать проблемы также способствует укреплению устойчивости организации. Развивая способности адаптироваться к меняющимся обстоятельствам и решать новые проблемы, организации могут усилить устойчивость к дестабилизации рынка [67].

Стратегическое мышление – это еще одна когнитивная способность. Она относится к способности CEO анализировать сложные ситуации, выявлять закономерности и тенденции, а также составлять долгосрочные планы, чтобы достичь целей организации [68–69]. CEO с сильными навыками стратегического мышления могут предвидеть сложности в будущем, использовать возможности и привести организацию к успеху [70–71]. Успешное стратегическое мышление тесно связано со способностью к принятию решений, включая способность собирать и анализировать информацию, оценивать варианты и выбирать наиболее подходящий образ действий [72]. Конечно, стратегическое мышление сходно со способностью к принятию решений, но нюанс заключается в том, что CEO может принять на себя ответственность за свои решения и готов к его последствиям. Для CEO критически важно принимать эффективные решения, поскольку они могут иметь

существенные последствия для эффективности работы компании и ее репутации [72–74].

Другим важным элементом когнитивных способностей является когнитивная сложность. Ее определением может служить способность человека усваивать и толковать информацию с многочисленных точек зрения, находить закономерности и понимать нюансы и тонкости ситуации [75]. CEO, обладающие высокой когнитивной сложностью, могут оценить нюансы и взаимозависимость различных аспектов своей организации, что позволяет им приспособиться к сложным проблемам и решать их [76]. Недавние исследования показали, что данный феномен необходимо изучить с особой тщательностью, поскольку его воздействие на эффективность компании может быть неоднозначным. Например, на динамично развивающемся и нестабильном рынке когнитивная сложность CEO может стать неблагоприятным фактором для эффективности компании [77].

### Эмоциональный интеллект

Среди положительных характеристик руководителя концепция эмоционального интеллекта, предложенная Д. Гоулманом, занимает особое место [15]. Бесспорно, эта теория приобрела огромную популярность в ненаучной сфере, что часто случается с революционными идеями. Д. Канеман и Р. Талер поняли, что решения в экономике принимаются не идеальными субъектами, которых можно описать математическими формулами, а живыми людьми со своими иррациональными недостатками и преимуществами. Это же относится к процессу оптимизации деятельности компании. Существуют сотни различных теорий и практик, связанных с разными аспектами эффективности деятельности компании от оптимизации структуры капитала до сложных производных финансовых инструментов. Концепция человеческого капитала набирает популярность, и многие управленческие теории отвечают на вопрос, как надлежащим образом измерить и оптимизировать его. Основная идея заключается в том, что сотрудников следует воспринимать не как людей с определенными навыками и компетенциями, но также и как людей с эмоциями и жизненным опытом. Отсюда возникает концепция эмоционального интеллекта.

Эмоциональный интеллект (ЭИ) – это набор навыков, позволяющих человеку распознавать, понимать и управлять своими эмоциями и эмоциями других людей [15]. В отношении CEO ЭИ включает самосознание, саморегуляцию, мотивацию, эмпатию и социальные навыки.

Самосознание – это способность распознавать и понимать собственные эмоции, преимущества, недостатки, а также личностные ценности [15]. CEO с высоким самосознанием могут принимать более качественные решения, понимая свою предвзятость и пределы возможностей и, при необходимости, обращаясь за помощью извне [78–79].

Саморегуляция, также известная как эмоциональный самоконтроль – это способность человека эффективно управлять своими эмоциями, импульсами и стрессовым состоянием [15]. Саморегуляция позволяет руководителям оставаться хладнокровными в стрессовых ситуациях, принимать рациональные решения и приспособляться в случае неудачных действий [80–81].

В контексте эмоционального интеллекта ключевую роль играет мотивация, которая означает внутреннее стремление достигать целей, стремиться к личностному росту и сохранять положительный настрой [15]. Мотивированные CEO могут вдохновить и зарядить энергией свои команды, ставить амбициозные цели и проявлять настойчивость в случае возникновения проблем [82–83].



Эмпатия – это способность понимать и разделять чувства других людей, создавая доверительные отношения с взаимной поддержкой [15]. CEO с развитой эмпатией лучше понимают нужды и перспективы своих сотрудников, стейкхолдеров и клиентов, что позволяет более эффективно принимать решения и разрешать конфликты [84]. Также для людей с развитым эмоциональным интеллектом характерны хорошие коммуникативные навыки, включая способность эффективно взаимодействовать с другими людьми и разрешать сложные социальные ситуации [15]. CEO с развитыми коммуникативными навыками умеют убеждать и эффективно вести совместную работу, что создает положительную рабочую атмосферу и гарантирует успешность в переговорах [85–86].

## Трансформационное лидерство

### Четыре измерения трансформационного лидерства

Наш анализ основных положительных характеристик CEO показал, что в различных стилях руководства часто фигурируют одни и те же положительные характеристики и качества. Однако все они говорят о том, что выдающийся CEO является не просто успешным управленцем с развитыми профессиональными навыками, он также является настоящим лидером. Существуют примеры, когда студент-отличник с обширными знаниями быстро поднялся по карьерной лестнице, а затем не мог преодолеть очередной этап. И наоборот, непримечательный человек может стать главой крупной корпорации и успешно работать, преодолевая кризисы [87]. Отсюда понятно, что настоящий лидер должен обладать определенными качествами. А среди всех концепций лидерства самой популярной системой понятий или воззрений является трансформационное лидерство, объединяющее большинство положительных характеристик из других стилей руководства.

Трансформационное лидерство вдохновляет и заряжает последователей на действия, в результате которых они стремятся превзойти свой природный потенциал роста [6; 35]. Описывая концепцию трансформационного лидерства, Б. Басс выделил четыре основных компонента: идеализированное влияние, вдохновляющая мотивация, интеллектуальная стимуляция и индивидуальный подход. Мы подробно рассмотрим данные компоненты ниже.

Идеализированное влияние (харизма) – это основное измерение трансформационного лидерства. В целом концепция харизмы довольно абстрактна, и все еще не получен ответ на вопрос, является это качество врожденным или приобретенным [88]. В действительности ответ зависит от определения этого качества, и в данном разделе мы будем следовать подходу Б. Басса. Он утверждает, что харизма – это способность лидера выступать в роли примера для подражания для своих последователей [35]. Такая личность вызывает чувство доверия, уважения и восхищения у своих подчиненных [6].

Трансформационные лидеры, имеющие идеализированное влияние, демонстрируют непоколебимую приверженность основополагающим ценностям и этическим принципам, что содействует поддержанию высоких моральных стандартов и настоящего лидерства [89]. Они также отличаются неизменной приверженностью целям и задачам своей организации, что усиливает их способность вызывать доверие и укреплять авторитет [90].

Идеализированное влияние также характеризуется способностью лидера внушать чувство причастности и лояльности своим последователям, возвращая коллективное сознание,

которое выходит за рамки личных интересов [91–92]. Такая общность людей не только способствует сплоченности команды, но и вызывает повышенное ощущение цели и смысла [93–94].

Кроме того, харизматичные лидеры, обладающие идеализированным влиянием, отличаются умением доносить до людей свое видение и ценности, находя отклик у своих последователей, заражая их энтузиазмом и порождая мотивацию [95]. Благодаря этому работники отождествляют себя с лидером еще больше, что приводит к еще большей приверженности делу и стремлению прикладывать дополнительные усилия для достижения целей организации [96]. Олицетворяя и транслируя свои ценности и видение, харизматичные лидеры вдохновляют подчиненных всецело посвятить себя общей миссии, что в конечном итоге дает исключительный результат и приводит к успеху.

Другим измерением трансформационного лидерства является вдохновляющая мотивация, которая означает способность лидера вдохновлять и мотивировать последователей, озвучив убедительное видение и возлагая большие надежды на команду [35].

Вдохновляющие лидеры создают четкое и привлекательное видение будущего, которое служит маяком стратегической направленности их организации [97–99]. Данное видение совпадает с ценностями и стремлениями сотрудников, находя у них отклик и порождая понимание цели [90].

Вместе с тем, сильная вдохновляющая мотивация отлично помогает ставить амбициозные и достижимые цели, которые бросают вызов способностям подчиненных и расширяют их [100]. Постоянно повышая планку и создавая ощущение острой потребности, такие лидеры вдохновляют сотрудников на постоянное стремление к совершенствованию и высоким достижениям [99].

Более того, лидеры, добившиеся серьезных успехов во вдохновляющей мотивации, прекрасно умеют оценивать по достоинству успех команды, отмечать личный вклад работника и создавать культуру, при которой принято выражать признание и благодарность [101]. Данное положительное подкрепление не только повышает эффективность работы их последователей, но также создает сильное чувство сплоченности в организации [35].

Другим важнейшим измерением трансформационного лидерства является интеллектуальная стимуляция, которая придает особое значение способности лидера поощрять среди сотрудников креативность, критическое мышление и инновационный подход [35]. Лидеры этого типа культивируют культуру постоянного обучения и развития в своей организации [90], создавая атмосферу, где подчиненные чувствуют себя вправе ставить под сомнение предположения, изучать новые идеи и искать альтернативное решение проблем [102].

Кроме того, сотрудников поощряют заниматься рефлексивной практикой, обмениваться идеями и учиться на опыте, что отвечает концепции самообучающейся организации [103]. Данный подход не только расширяет знания и навыки сотрудников, но также усиливает их приспособляемость и устойчивость к воздействию изменений [99]. В отличие от авторитарного руководства и операционного лидерства, трансформационное лидерство признает, что существующее положение дел не всегда эффективно; таким образом, оно открыто для принятия новых установок и методологий, а также экспериментов с ними [35]. Такой образ мышления поощряет инновации и увеличивает эффективность работы организации, особенно в динамичной и конкурентной среде [104]. Самое важное, что поощряются полезные дискуссии, а это дает

возможность сотрудничать и вести совместную креативную деятельность, а также позволяет последователям осмысленно делать вклад в продвижение своей организации в ее стратегическом направлении [105].

Лидеры, которые занимаются интеллектуальной стимуляцией, подчеркивают важность понимания, что на ошибках учатся, и восприятия неудач как возможности для роста и совершенствования [106]. Поддерживая психологически комфортную обстановку, где последователи не боятся рисковать и открыто обсуждают проблемы, трансформационные лидеры дают возможность своим командам учиться на ошибках и продолжать развитие [107].

Последним ключевым измерением трансформационного лидерства является способность лидера обращать внимание на индивидуальные потребности, сильные стороны и стремления каждого сотрудника, которые требуют индивидуального подхода [35].

Поддерживая личный и профессиональный рост, признавая и оценивая личный вклад и потенциал подчиненных, а также выражая искреннюю заинтересованность в понимании их особых талантов, мотивации и опасений, лидер завоевывает настоящее уважение [90; 108]. Индивидуальный подход также подразумевает личный инструктаж, наставничество и обратную связь для последователей, что помогает им определить и преодолеть трудности, а также развить свои профессиональные качества [99; 109]. Данный подход не только увеличивает вовлеченность сотрудника и его удовлетворенность работой, но и создает чувство «собственности» и ответственности за результаты работы [35; 110].

Кроме того, трансформационные лидеры с исключительно индивидуальным подходом создают возможности для последователей, позволяющие им добиваться своих целей и стремлений [90]. Они активно поощряют и поддерживают своих подчиненных в стремлении к продвижению по службе, расширению навыков и достижению карьерных задач, создавая культуру постоянного обучения и роста в организации [35], что также отвечает концепции самообучающейся организации.

Трансформационное лидерство часто рассматривают как квинтэссенцию положительных характеристик СЕО, потому что оно уделяет особое внимание стратегическому мышлению, вдохновению и способности стимулировать положительные изменения в организации. Стиль руководства приобрел общее признание за его потенциальную возможность повышать эффективность организации, удовлетворенность работников и достигать общего успеха.

### **Трансформационное лидерство и эффективность деятельности компании**

В предыдущем подразделе мы подробно обсудили, каким образом трансформационное лидерство может повысить эффективность компании. Далее мы рассмотрим эмпирические исследования, которые подтверждают положительный эффект такого лидерства. Большинство из них показывают, что трансформационное лидерство оказывает положительное влияние на различные аспекты эффективности деятельности организации, такие как финансовые результаты, вовлеченность сотрудников, удовлетворенность работой, инновации и общая производительность [27; 35; 41; 111–112], что также соответствует результатам метаанализа [36].

Д. Вальдман, Дж. Рамирес, Р. Хаус с соавт. [113] изучали взаимосвязь между трансформационным лидерством и эффективностью работы организации на выборке из 27 транснациональных корпораций. Они установили, что компании под руководством трансформационных СЕО показывают более высокие финансовые результаты по сравнению с фирмами с

менее трансформационными лидерами. Эти компании также демонстрируют повышенную стратегическую гибкость и приспособляемость, которые жизненно необходимы в современной быстро меняющейся экономической среде.

Метаанализ, проведенный Т. Джаджем и Р. Пикколо [41], исследовал влияние трансформационного лидерства на различные результаты организации, включая удовлетворенность сотрудников, мотивацию и производительность труда. Выводы авторов показали, что трансформационное лидерство имеет сильное положительное влияние на все эти результаты, демонстрируя потенциал для данных лидеров, на основе которого они могут вести организацию к успеху путем воздействия на сотрудников.

Л. Гамаслуогу и А. Ильсев [102] провели исследование влияния трансформационного лидерства на инновации в организации. Их результаты показали, что трансформационное лидерство оказывает положительное воздействие как на инновационное поведение работников, так и на общую эффективность внедрения инноваций в организациях. Авторы объяснили это воздействие тем, что поощрение креативного подхода и открытого общения создает инновационную атмосферу.

Исследование Дж. Ванга с соавт. [36] сосредоточило свое внимание на связи между трансформационным лидерством и эффективностью команды. Оно показало, что команды под управлением трансформационных лидеров имеют более высокую эффективность, приверженность компании и удовлетворенность по сравнению с командами под руководством нетрансформационных лидеров. Данные выводы говорят о том, что положительное влияние трансформационного лидерства выходит за рамки отдельно взятого человека, оказывая воздействие на динамику и эффективность команды.

Основной вывод заключается в том, что, выбирая такой стиль руководства, СЕО могут существенно повысить успешность своей организации.

### **Дополнительные компоненты трансформационного лидерства**

Основной трудностью в изучении лидерства является определение стиля руководства определенного человека. Теория трансформационного лидерства предлагает нам четыре основных измерения (идеализированное влияние, вдохновляющая мотивация, интеллектуальная стимуляция и индивидуальный подход), которые легко измерить и представить в количественном выражении при помощи первичной информации, такой как анкеты, но это чрезвычайно трудно сделать при помощи вторичных данных. В связи с этим ряд исследователей используют другие показатели, которые, согласно эмпирическим исследованиям, можно интерпретировать как прокси трансформационного лидерства. Среди таких показателей видение, способность учитывать имеющиеся достижения и эмоциональность СЕО [114]. С помощью соответствующих лингвистических инструментов можно объективно измерить данные показатели. Мы подробно обсудим методологию сбора данных позже, уделяя в настоящем разделе особое внимание описанию данных характеристик в контексте теории трансформационного лидерства.

Видение – это ключевой аспект трансформационного лидерства, особенно в рамках измерения идеализированного влияния. Видение лидера задает направление и обеспечивает четкое и убедительное представление о будущем, чтобы замотивировать и вовлечь команду в работу [35]. Четкое видение помогает сотрудникам понять цели и стратегическую направленность организации [115–116]. Такое понимание позволяет им привести свои личные цели и усилия в соответ-

ствии с задачами организации, что приводит к повышению мотивации и приверженности компании [97].

Кроме того, трансформационные лидеры используют свое видение, чтобы добиться понимания цели и энтузиазма, которые вдохновляют команду на расширение своих горизонтов и достижение исключительных результатов [35]. Четкое видение стимулирует сотрудников мыслить творчески и обдумывать новые идеи для достижения поставленных целей [31]. Такое инновационное мышление стимулирует постоянное совершенствование и рост, обеспечивая приспособляемость и устойчивость организации [99]. Кроме того, общее видение способствует возникновению чувства единства и сотрудничества у членов команды, поскольку они совместно работают для достижения общих целей [103]. Это чувство единства укрепляет корпоративную культуру, способствует командной работе и повышает общую эффективность [117]. Все эти выводы подтверждают, что видение является неотъемлемой характеристикой трансформационного лидерства, а CEO, им обладающих, также можно рассматривать как лидеров данного типа. Таким образом, наша первая гипотеза выглядит следующим образом:

*H1: Видение CEO положительно влияет на эффективность работы компании.*

Трансформационное лидерство часто ассоциируется с дальновидностью, где особое внимание уделяется убедительному видению и долгосрочным целям. Однако акцент на текущих достижениях не менее важен, поскольку позволяет лидерам совместить свой дальновидный подход с практическими требованиями текущей деятельности организации. Это один из самых сложных аспектов для CEO, который должен найти рациональный компромисс между настоящим и будущим. В результате концентрация на текущих достижениях дает трансформационным лидерам возможность показать свою способность преобразовать свое видение организации в практически осуществимые действия. Подчеркивая важность текущих достижений, лидеры могут сделать акцент на осязаемом прогрессе в достижении стратегических целей организации [35]. Это позволяет сотрудникам лучше понять связь между своей повседневной работой и общим видением, повышая их личностную мотивацию [118].

При этом то, что трансформационные лидеры оценивают по достоинству текущие достижения, позволяет им создавать комфортную рабочую атмосферу и укреплять корпоративную культуру. Признание и вознаграждение сотрудников за их вклад поддерживает ценности и модели поведения, ведущие к успеху, что усиливает в организации чувство единства и общей цели [90].

Концентрация на текущих достижениях также помогает трансформационным лидерам поддерживать свой авторитет и эффективность. Демонстрируя способность управлять повседневной деятельностью организации и обеспечивать результаты, трансформационные лидеры могут заслужить доверие и уверенность в своем лидерстве среди сотрудников и стейкхолдеров. Такое доверие принципиально важно для лидеров, чтобы иметь возможность вдохновлять и мотивировать последователей на принятие изменений и стремление к более высокой эффективности [97]. Отсюда вытекает наша вторая гипотеза:

*H2: Способность CEO учитывать текущие достижения положительно влияет на эффективность работы компании.*

Последняя гипотеза связана с эмоциональными аспектами трансформационного лидерства. Как мы отмечали ранее, трансформационные лидеры часто обладают высоким эмоциональным интеллектом (ЭИ), что позволяет им эффектив-

но управлять собственными эмоциями и понимать эмоции других людей [15]. Высокий ЭИ позволяет лидерам строить прочные отношения со своими последователями, вызывая доверие и приверженность видению организации. Именно поэтому концепции трансформационного лидерства и ЭИ тесно связаны друг с другом [119–122].

Эмоции одного человека могут распространяться на всю группу. Другими словами, своими эмоциями можно заразить других людей [123]. Трансформационные лидеры могут использовать этот феномен, чтобы вдохновлять и мотивировать своих последователей. Выражая положительные эмоции, такие как энтузиазм, оптимизм и увлеченность, лидеры могут создать эмоциональную атмосферу, которая побуждает сотрудников испытывать и проявлять похожие эмоции [124]. Такая заразительность эмоций может повысить вовлеченность сотрудников, мотивацию и общую удовлетворенность работой [125]. Кроме того, трансформационные лидеры оказывают своим последователям эмоциональную поддержку [50], что принципиально важно для создания комфортной рабочей атмосферы и способствования благополучию сотрудников. Демонстрируя эмпатию, сострадание и понимание, трансформационные лидеры могут помочь сотрудникам справиться со стрессом, снизить уровень выгорания и поддерживать разумный баланс между работой и личной жизнью [126]. Такая эмоциональная поддержка исключительно важна для долгосрочного успеха и устойчивости организации. Поскольку эмоции могут существенно влиять на процессы принятия решений [127], трансформационные лидеры должны осознавать, какое влияние эмоции оказывают на их суждения и способность принимать решения. Понимая и контролируя собственные эмоции, лидеры могут принимать более эффективные решения и избегать потенциально возможной предвзятости, вызванной эмоциональными реакциями [128]. Таким образом, положительные эмоции, исходящие от CEO, оказывают значительное влияние на производительность команды, что, в свою очередь, воздействует на эффективность работы компании. Это позволяет сформулировать третью гипотезу:

*H3: Положительная эмоциональность CEO имеет положительную связь с эффективностью компании.*

## Методология

### Методы сбора данных о лидерстве

Существующие методы сбора данных о трансформационном лидерстве включают разнообразные подходы, охватывающие как качественные, так и количественные методы. Наиболее распространенным и широко используемым подходом являются анкеты, которые можно разделить на анкеты самоотчета и оценку старших коллег и подчиненных. Анкеты самоотчета обычно состоят из шкал Лайкерта, в которых респонденты соглашаются либо не соглашаются с различными утверждениями, связанными с поведением трансформационного лидера. Оценка старших коллег и подчиненных позволяет получить оценку трансформационного поведения лидера от его коллег, подчиненных или других сотрудников организации. Данный метод обеспечивает более объективный взгляд на поведение лидера и может помочь сгладить потенциальную необъективность, связанную с инструментами самоотчета.

Наиболее популярной и распространенной анкетой является многофакторный опросник лидерства (МОЛ), разработанный Б.М. Бассом и Б.Дж. Аволио в 1995 г. [129]. МОЛ измеряет различные аспекты стиля руководства, включая поведение в рамках трансформационного, операционного лидерства и

лидерства по принципу невмешательства. Опросник основан на модели лидерства полного диапазона Басса и Аволио, которая утверждает, что эффективное лидерство включает полный диапазон видов поведения, при этом трансформационное лидерство – это самый эффективный стиль руководства. Данный инструмент имеет свои преимущества и недостатки. Наиболее важным преимуществом является то, что МОЛ получил широкое подтверждение в многочисленных исследованиях, засвидетельствовавших его надежность и конструктивную достоверность в различных контекстах и культурах [130–131]. Такое серьезное подтверждение превращает МОЛ в надежный инструмент оценки трансформационного лидерства. МОЛ применим в различных ситуациях в организации и различных отраслях, что позволяет изучать трансформационное лидерство в разных контекстах [39; 132]). Кроме того, его могут заполнять и сами руководители (самооценка), и их подчиненные, старшие коллеги либо иные стейкхолдеры (оценка с помощью оценивающего специалиста), что позволяет получить разностороннее представление о лидерском поведении и снизить потенциальную необъективность, связанную с самоотчетом [133].

К недостаткам МОЛ можно отнести потенциальную предвзятость социальных предпочтений. Как и у многих других опросников самоотчета, у МОЛ может присутствовать эта проблема, поскольку респонденты могут преувеличивать свое поведение трансформационного лидера, чтобы представить себя в более выгодном свете [134]. Хотя МОЛ обеспечивает всестороннюю оценку стилей руководства, он может не отражать все аспекты трансформационного лидерства или учитывать факторы, зависящие от контекста, которые могут влиять на эффективность лидерства [135]. Кроме того, МОЛ измеряет лидерское поведение в определенный момент времени, что потенциально не позволяет учесть динамическую природу лидерства или изменений в поведении с течением времени [136].

В целом МОЛ получил широкое признание как ценный инструмент оценки трансформационного лидерства, хотя исследователи должны понимать, что у него есть свои недостатки, и рассмотреть возможность дополнения опросника другими методологиями, чтобы получить более полное представление о лидерском поведении и его влиянии на эффективность работы компании.

Другие подходы к оценке лидерских качеств CEO включают наблюдение за поведением, опрос с целью изучения поведения и контент-анализ письменного и устного общения. Конечно, методы, которые работают с первичными данными, высоконадежны и эффективны. Существует большое количество статистических методов их проверки, в частности альфа Кронбаха [137–138]. Однако сложнее всего собрать такие данные. Этот процесс отнимает много времени и ресурсов. Кроме того, изучая крупные компании практически невозможно встретиться с CEO. В связи с этим на первый план выступают методы, позволяющие обрабатывать вторичные данные. Особо распространены различные варианты анализа текста, включая контент-анализ; подходы, основанные на словарях; машинное обучение и обработку текстов на родном языке (NLP), компьютерный анализ текста (CATA) и лингвистическое исследование и подсчет слов (LIWC).

Контент-анализ – это метод качественного исследования, который подразумевает систематическое кодирование и толкование текстовой информации для выявления тем, закономерностей и значений, имеющих отношение к определенному вопросу исследования [139]. Подходы, основанные на словарях, предполагают создание списков слов с определенным значением или словарей, которые представля-

ют конкретные концепции лидерства или поведения. Затем эти словари можно использовать для анализа текстов, чтобы определить наличие и частоту повторения показателей трансформационного лидерства [140]. Методы машинного обучения и NLP можно использовать для анализа больших объемов текстовой информации и выявления закономерностей или характеристик, указывающих на трансформационное лидерство. Алгоритмы контролируемого или неконтролируемого обучения, такие как тематическое моделирование, анализ тональности текста или классификация, можно применять для обработки и анализа сообщений CEO [141]. CATA предполагает использование компьютерных программ для автоматизации процесса кодирования и анализа текстовой информации. Такие программы, как NVivo, Atlas.ti или MAXQDA, можно использовать для систематического выявления, кодирования и анализа текстовой информации, связанной с лидерством [142].

Однако все эти методы трудно проверить. Они также требуют разработки необходимых словарей и значимых слов. Более того, лингвистический контекст и признаки играют огромную роль, поэтому составление словаря на родном языке создает дополнительные трудности. Например, большинство литературы по трансформационному лидерству написано на английском языке. За основу часто берутся работы Б.М. Басса и МОЛ. Исследователь может выбрать слова, характеризующие определенные лидерские качества, но процесс выбора таких слов [37] и создания словарей сопряжен с необъективностью. Например, при создании такого словаря на русском языке возникает искажение перевода [143], что требует дальнейшей проверки.

По всем этим причинам наиболее эффективными и пригодными для применения инструментами являются лингвистическое исследование и подсчет слов (LIWC). LIWC основано на идее, что используемый людьми язык отражает их глубинные психологические процессы, включая мысли, эмоции и социальные отношения. Трансформационное лидерство тесно связано с этими психологическими конструктами, поскольку оно включает вдохновение и мотивацию последователей, стимулирование их интеллектуального роста, а также содействие в построении крепких межличностных связей. Анализируя лингвистические закономерности в общении CEO, LIWC может предоставить ценные выводы о его качествах как трансформационного лидера.

LIWC предлагает широкий спектр лингвистических категорий, которые можно проанализировать, включая аффективные, когнитивные и социальные процессы, а также лингвистические измерения, такие как использование местоимений, время глагола и сложность слов [144]. Данный всесторонний подход позволяет исследователям выявлять различные аспекты трансформационного лидерства, такие как вдохновляющая мотивация, идеализированное влияние, индивидуальный подход и интеллектуальная стимуляция [145]. Более того, благодаря этому инструменту они могут использовать различные наборы характеристик для разработки своих метрик с целью расчета балла трансформационного лидерства [114]. Метод LIWC также предоставляет количественное, объективное измерение использования языка, благодаря чему он менее подвержен предвзятости исследователя, чем другие методы, например контент-анализ. Преобразуя качественную текстовую информацию в числовые значения, LIWC позволяет исследователям применять надежный статистический анализ и делать более достоверные выводы. В качестве машинного инструмента анализа текста LIWC обеспечивает высокую последовательность и надежность при кодировании лингвистических характе-

ристик и их распределении по категориям. Такая последовательность снижает вероятность человеческой ошибки и субъективности и облегчает сравнение результатов по различным исследованиям и в разных исследовательских контекстах [146]. LIWC широко использовали и подтвердили в различных областях исследований, включая социальную психологию, организационное поведение и политологию [147]. Благодаря широкому применению и продемонстрированной подтвержденности LIWC повышается обобщаемость результатов, полученных на основе данного анализа. Таким образом, он является надлежащим инструментом для изучения трансформационного лидерства в различных условиях и популяциях [148].

### Источники вторичных данных

Прежде чем перейти к количественному измерению трансформационного лидерства топ-менеджеров на основе анализа текста, мы должны определить наиболее подходящий и стабильный источник информации. Многие исследования анализируют интервью с CEO или информацию в СМИ. Однако несмотря на то, что интервью и новости могут предоставить ценные сведения о стиле руководства CEO и эффективности компании, по нескольким причинам они не являются наилучшим источником информации.

Обычно интервью и новости появляются бессистемно, а не через регулярные промежутки времени. Такая нестабильность по времени может затруднить проведение продольного анализа или сравнение заявлений CEO в течение долгого промежутка времени. Темы, обсуждаемые в интервью и новостях, также могут сильно различаться, что затрудняет корректное сравнение между различными источниками. При исследовании интервью чрезвычайно важно понимать контекст [149]: например, важной характеристикой трансформационного лидерства является создание общих ценностей, которые разделяют лидер и его подчиненные. Термин «общие» имеет в данном случае особое значение. Чтобы его понять, исследователь может проверить, как часто CEO использует местоимение «мы», рассуждая о будущих целях. Кроме того, для выявления потенциального нарциссизма всегда стоит обратить внимание, как часто CEO использует местоимение «я». Здесь ключевую роль играет контекст: если интервьюер задает личные вопросы о семье, личных интересах или хобби, респондент, скорее всего, будет чаще использовать местоимение «я», не используя «мы» во множественном числе, что уже будет искажать оценку.

Интервью и новости могут заключать и другие виды необъективности, например, личное мнение интервьюера или журналиста, редакционную политику или влияние внешних факторов, таких как действия отдела по связям с общественностью и погоня СМИ за сенсацией [150]. Такая необъективность может потенциально исказить информацию, превращая ее в менее надежную для целей исследования. Учитывая данные опасения, для изучения трансформационного лидерства и эффективности работы компании предпочтительнее опираться на менее противоречивые и более объективные источники информации. Одним из таких источников являются письма CEO акционерам в годовых отчетах.

В первую очередь, письма CEO подлинны. Как правило, CEO пишут письма сами либо они составляются под их непосредственным руководством. Они по-настоящему отражают мысли, взгляды и намерения лидера. Такое непосредственное проникновение в образ мыслей CEO дает уникальное отображение его стиля руководства и приоритетов. Годовые отчеты публикуются регулярно, как прави-

ло, один раз в год. Такое постоянство по времени и формату позволяет исследователям проводить сравнение между несколькими годами, секторами и компаниями, обеспечивая надежный и стандартизированный источник информации для продольного анализа. Письма CEO в годовых отчетах являются публичными документами, а значит, легко доступны для исследователей и других стейкхолдеров. Эта прозрачность обеспечивает такую степень подотчетности и открытости, которая повышает достоверность информации, содержащейся в письмах. Согласно законодательству, публичные компании должны раскрывать точную и полную информацию в своих годовых отчетах, включая письмо CEO. Данное требование повышает достоверность информации, представляемой в этих документах, и снижает вероятность намеренного введения в заблуждение или манипулирования. Письма CEO в годовых отчетах являются для компаний важным инструментом общения с различными стейкхолдерами, включая акционеров, работников и клиентов. По этой причине в данных письмах часто дается исчерпывающий обзор эффективности работы компании, ее стратегии и видения, что делает их ценным источником информации для анализа текста [151–152]. Язык, тон и содержание письма CEO могут дать глубинное понимание его способностей к трансформационному лидерству. Данные элементы можно использовать для расчета балла лидерства для каждого CEO, который затем можно соотнести с эффективностью работы компании, чтобы установить потенциальную взаимосвязь между стилем руководства и результатами деятельности организации.

### Описание данных

Рисунок 1. Состав секторов (Глобальный стандарт классификации отраслей)



Источник: расчеты автора.

Учитывая указанные преимущества писем CEO акционерам в годовых отчетах, мы выбрали их в качестве корпуса для контент-анализа. Мы взяли выборку из 35 российских компаний. Основным критерием включения компании в набор данных была публикация годового отчета на английском языке и наличие в нем письма CEO акционерам. Помимо этого, на данном письме должна стоять подпись CEO для проверки. Другим важным критерием был объем письма, который не должен быть меньше 100 слов, чтобы избежать неточности в расчетах.

Отобранные компании были из различных секторов Глобального стандарта классификации отраслей (GICS): промышленность, сырье, потребительские товары, энергетика, здравоохранение, услуги связи и коммунальные услуги (Рисунок 1). Такое разнообразие было выбрано, чтобы избежать необъективности, связанной с сектором экономики. Список компаний представлен в Приложении 1.

Все CEO отобранных компаний были мужчинами. Самому молодому было 38 лет, а самому старшему – 72 года. 43% CEO были моложе 50 лет, 31% – от 51 до 60 лет и 26% – старше 60 лет.

## Описание переменных

### Лингвистические переменные

Для получения лингвистических переменных письма CEO поместили в текстовые файлы, совместимые с форматом LIWC-2022. Средний объем писем составил 1286 слов (SD = 115.8). Самое короткое письмо состояло из 499 слов, а самое длинное – из 3874 слов. Все письма были признаны надежными для дальнейшего анализа.

Чтобы построить лингвистические переменные мы использовали методику Дж. Шойерляйна [114].

ВИДЕНИЕ: измеряет качества, связанные с дальновидностью CEO, выраженные в виде суммы четырех категорий LIWC-22:

Видение = Положительные эмоции + Первое лицо мн. числа (МЫ) + Достижения + Вознаграждение.

- 1) Положительный тон измеряется при помощи категории LIWC-22 «положительные эмоции» (PosEmo) (такие слова, как *любовь, хороший, милый (love, nice, sweet)* и т.д.).
- 2) Коллективные (групповые) цели измеряются при помощи категории LIWC-22 «первое лицо множественного числа» (такие слова, как *мы, нас, наш (we, us, our)* и т.д.).
- 3) Достижения измеряются при помощи категории LIWC-22 «достижения» (такие слова, как *победить, успех, лучше (win, success, better)* и т.д.).
- 4) Вознаграждения измеряются при помощи категории LIWC-22 «вознаграждение» (такие слова, как *брат, награда, выгода (take, prize, benefit)* и т.д.).

ТЕКУЩИЕ ДОСТИЖЕНИЯ (PA): измеряет внимание CEO к текущим достижениям, выраженным как сумма двух категорий LIWC-22:

Текущие достижения (PA) = Наличие внимания + Достижения.

- 1) Наличие внимания измеряется при помощи категории the LIWC2015 «наличие внимания» (такие слова, как *сегодня, есть, сейчас (today, is, now)*, и т.д.).
- 2) Достижения измеряются при помощи категории LIWC2015 «достижения» (такие слова, как *победить, успех, лучше (win, success, better)* и т.д.).

СООТВЕТСТВУЮЩАЯ ЭМОЦИОНАЛЬНОСТЬ (EMO\_R): измеряется выражение положительных и отрицательных эмоций CEO при помощи двух категорий LIWC-22:

- 1) Положительные эмоции измеряются при помощи категории LIWC2015 «положительные эмоции» (PosEmo) (такие слова, как *любовь, хороший, милый (love, nice, sweet)* и т.д.).
- 2) Отрицательные эмоции измеряются при помощи категории LIWC2015 «отрицательные эмоции» (NegEmo) (такие слова, как *боль, страшный, мерзкий (hurt, ugly, nasty)* и т.д.).
- 3) Для более точной оценки эмоций мы использовали шкалу эмоциональности Дж. Пеннебейкера с соавт. [143]:

$$Emotionality\ relative(EMO\_R) = \frac{PosEmo}{(PosEmo + NegEmo)}.$$

### Финансовые результаты

В своем анализе мы использовали три показателя эффективности работы компании.

Первый показатель – рентабельность активов (ROA), который является всеобъемлющим показателем эффективности компании, поскольку учитывает и доходы, и активы, давая полное представление о способности компании генерировать прибыль от своих активов [153]. ROA также дает понимание эффективности управления компанией: высокий показатель ROA свидетельствует о правильном принятии решений в области инвестиций, распределения ресурсов и ведения деятельности [154].

$$ROA = \frac{Net\ income}{Total\ assets}.$$

Второй показатель – рентабельность по чистой прибыли (NPM). Показатели рентабельности широко используют для измерения эффективности работы компании, поскольку они учитывают прибыль самой компании [37; 153].

$$NPM = \frac{Net\ income}{Total\ revenue}.$$

Третий показатель – рентабельность инвестированного капитала (ROIC). Несмотря на то, что данный показатель редко используют в исследованиях трансформационного лидерства, его часто применяют для изучения личностных характеристик CEO и эффективности работы компании [155–156]. Преимущество ROIC заключается в том, что он может оценить способность компании эффективно распределять капитал

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Invetsed\ capital}.$$

## Контрольные переменные

### Контрольные переменные CEO

Возраст CEO (CEO\_AGE) является ключевой контрольной переменной в изучении топ-менеджеров. Учитывая возраст, исследователи могут объяснить потенциальное влияние опыта на стратегические решения и практику управления CEO [1], рискованное поведение, временной горизонт и стратегический акцент [157].

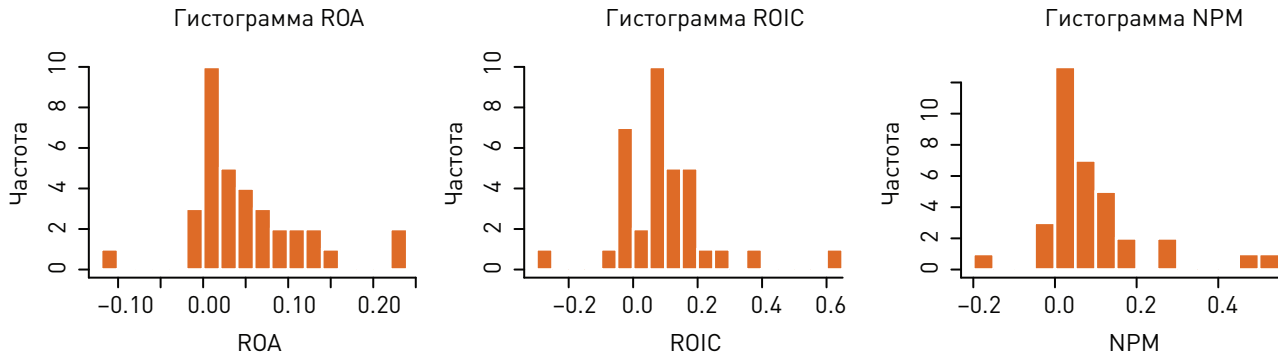
Вторая контрольная переменная – срок пребывания CEO в должности (CEO\_TENURE). Чем дольше CEO занимают свою должность, тем глубже они знакомы с ведением деятельности и культурой компании, а также с динамикой развития отрасли. CEO с различными сроками пребывания в должности также могут иметь абсолютно разный объем власти и влияние на своих подчиненных [158]. Что еще более важно, продолжительность пребывания CEO в должности может влиять на планирование преемственности и разви-

тие лидерства в организации [159]. У CEO с более длинным сроком пребывания в должности обычно больше времени на подбор и наставничество преемников, в то время как CEO с более коротким сроком пребывания в должности могут столкнуться с трудностями при поиске и воспитании будущих лидеров [160].

**Контрольные переменные компании**

Поскольку компании в нашей выборке существенно отличаются друг от друга по размеру, для контроля эффекта размера компаний был взят натуральный логарифм общих активов (LN\_TA).

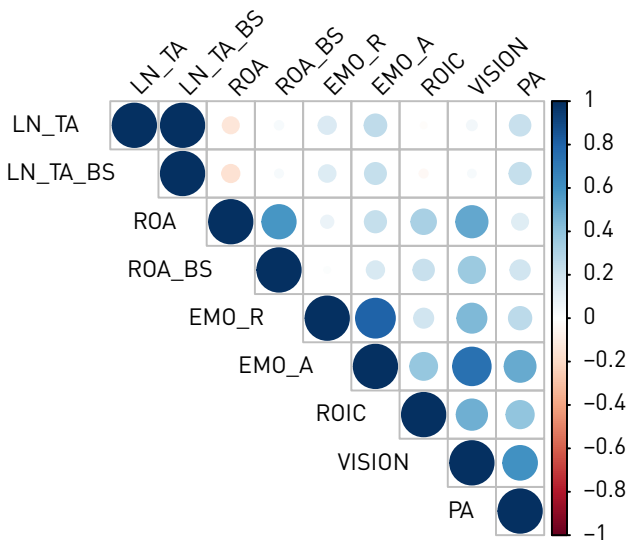
**Рисунок 2.** Гистограммы зависимых переменных



Источник: расчеты автора.

**Корреляционный анализ**

**Рисунок 3.** Матрица корреляции



Источник: расчеты автора.

Наш корреляционный анализ показывает, что VISION и EMO\_R имеют сильную положительную корреляцию, равную 0.76. Это свидетельствует о тесной связи трансформационного лидерства (измеряемого видением) с эмоциональным интеллектом, что вытекает из используемой методологии. Однако, поскольку эти характеристики имеют высокий уровень корреляции, эмпирическую модель необходимо тщательно проверить на мультиколлинеарность.

Существует умеренная положительная корреляция (0.41) между ROIC и текущими достижениями (PA). Это говорит о том, что данные переменные имеют умеренную связь между собой, хотя эта связь не такая сильная, как в предыдущем случае.

CEO\_AGE имеет отрицательную корреляцию с большинством других переменных, указывая на то, что с увеличением возраста CEO данные переменные имеют тенденцию уменьшаться. Самая сильная отрицательная корреляция наблюдается с VISION (-0.31), свидетельствуя о том, что существует более низкая вероятность того, что среди характеристик

трансформационного лидерства более возрастных CEO окажется четкое видение.

CEO\_TENURE имеет положительную корреляцию с LN\_TA (0.26) и чуть более сильную положительную корреляцию с CEO\_AGE (0.40). Это говорит о том, что CEO с большим сроком пребывания в должности, скорее всего, старше и руководят более крупными компаниями.

**Эмпирическое оценивание**

**Модель**

Чтобы проверить гипотезы, мы провели иерархический регрессионный анализ для каждой зависимой переменной. На первом этапе проверялись только линейные модели с коэффициентами свободных членов. На втором этапе были добавлены контрольные переменные

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 LN\_AS + \beta_2 CEO\_AGE + \beta_3 CEO\_TENURE + \varepsilon$$

$$NPM = \beta_0 + \beta_1 LN\_AS + \beta_2 CEO\_AGE + \beta_3 CEO\_TENURE + \varepsilon$$

$$ROIC = \beta_0 + \beta_1 LN\_AS + \beta_2 CEO\_AGE + \beta_3 CEO\_TENURE + \varepsilon$$

И на последнем этапе проанализированы модели со всеми лингвистическими переменными:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 LN\_AS + \beta_2 CEO\_AGE + \beta_3 CEO\_TENURE + VISION + PA + EMO\_R + \varepsilon$$

$$NPM = \beta_0 + \beta_1 LN\_AS + \beta_2 CEO\_AGE + \beta_3 CEO\_TENURE + VISION + PA + EMO\_R + \varepsilon$$

$$ROIC = \beta_0 + \beta_1 LN\_AS + \beta_2 CEO\_AGE + \beta_3 CEO\_TENURE + VISION + PA + EMO\_R + \varepsilon$$

Чтобы выбрать наиболее подходящую модель, проведем дисперсионный анализ (Таблица 1). Результаты показывают, что добавление лингвистических переменных в нашу модель оказывает статистически значимое влияние на каждый показатель.

**Таблица 1.** Результаты дисперсионного анализа

	ROA	NPM	ROIC
	Pr(>F)	Pr(>F)	Pr(>F)
Модель 1			
Модель 2	0.396837	0.34542	0.45310
Модель 3	0.008197 ***	0.01887 **	0.05948*

\*\*\* –  $p < 0.01$ , \*\* –  $0.01 < p < 0.05$ , \* –  $0.05 < p < 0.1$ .

Источник: расчеты автора.

На следующем этапе мы исследовали отобранные модели.

**Таблица 2.** Результаты линейной регрессии

	ROA	NPM	ROIC
Свободный член	0.018	0.042	-0.099
LN_TA	-0.002	0.001	-0.004
CEO_AGE	0.001	-0.002	-0.001
CEO_TENURE	0.001	0.005	0.001
VISION	0.019***	0.037***	0.018
PA	-0.01	-0.021	0.016
EMO_R	-0.02	-0.049	-0.002
R-квадрат	0.3834	0.3517	0.2829
Скорректированный R-квадрат	0.2513	0.2127	0.1292
F-статистика	2.902	2.531	1.841
p-значение	0.02503**	0.04384**	0.1272

\*\*\* –  $p < 0.01$ , \*\* –  $0.01 < p < 0.05$ , \* –  $0.05 < p < 0.1$ .

Источник: расчеты автора.

Проанализированные модели показывают, что видение CEO является значимой переменной, которая влияет на финансовую эффективность, выраженную в ROA и NPV. Однако прежде чем перейти к дальнейшему анализу и интерпретации результатов, необходимо проверить робастность моделей (Таблица 2).

### Проверка робастности

Модели были проверены на возможную мультиколлинеарность, поскольку некоторые из регрессоров имеют высокую степень корреляции. Для этого рассчитаны коэффициенты инфляции дисперсии (VIF) (Таблица 3).

Анализ показал, что мультиколлинеарность в моделях отсутствует, поскольку все коэффициенты VIF меньше 10.

Чтобы исследовать потенциальную гетероскедастичность, которая также может привести к смещению оценки, проведены тесты Бройша – Пэгона и Уайта.

**Таблица 3.** Расчет VIF

	ROA/NPM/ROIC VIF
LN_TA	1.27
CEO_AGE (ВОЗРАСТ CEO)	1.47
CEO_TENURE (СРОК ПРЕБЫВАНИЯ В ДОЛЖНОСТИ)	1.38
VISION (ВИДЕНИЕ)	3.03
PA	1.62
EMO_R	2.90

Источник: расчеты автора.



Таблица 4. Тесты на гетероскедастичность

	ROA		NPM		ROIC	
	Статистика	р-значение	Статистика	р-значение	Статистика	р-значение
Тест Бройша – Пэгана	5.86	0.43	13.19	0.04	1.50	0.95
Тест Уайта	11.6	0.478	18.2	0.11	3.32	0.99

Источник: расчеты автора.

Для модели с ROA в роли зависимой переменной БП = 5.86, а Уайт = 11.6. Таким образом, р-значение несущественно в обоих случаях ( $> 0$ ), и мы не можем отвергнуть нулевую гипотезу. Следовательно, остатки гомоскедастичны, и модель характеризуется робастностью. Что касается модели с NPV в качестве зависимой переменной, то наличие гетероскедастичности выявлено в результате теста Бройша – Пэгана (БП = 13.9 и р-значение = 0,04), но не в результате теста Уайта (Уайт = 11.6 и р-значение = 0.11). Поскольку результаты неоднозначны, мы не можем подтвердить гомоскедастичность данной модели. Результаты с ROIC в качестве метода оценивания также демонстрируют робастность без гетероскедастичности остатков. Однако эта модель несущественна.

Результаты обладают робастностью только в модели, исследующей воздействие видения CEO на ROA, с концентрацией на текущих достижениях и эмоциональной шкале CEO с контрольными переменными. Наличие только одной значимой переменной может вызвать сомнения в релевантности модели. Однако в исследованиях, изучающих различные метрики трансформационного лидерства, особенно на основе анализа текста, обычно лишь одна или две переменные оказываются значимыми [37].

## Результаты и обсуждение

Наши результаты предоставляют эмпирическое доказательство того, что видение CEO положительно связано с рентабельностью активов (ROA) компании, что подтверждает первую гипотезу. Вторая и третья гипотезы не подтвердились.

Данный вывод согласуется с обширным объемом литературы по трансформационному лидерству и эффективности организации. В нескольких исследованиях подчеркивается важность видения CEO в формировании стратегической направленности, мотивации сотрудников и создании инновационной и адаптивной корпоративной культуры [35; 41].

Положительная связь между видением CEO и ROA говорит в пользу того, что трансформационное лидерство, в частности способность озвучить убедительное и вдохновляющее видение, может дать компании ощутимые финансовые результаты [36]. CEO с четким видением может подготовить почву для долгосрочного роста и успеха, объединив ресурсы и усилив организацию для достижения стратегических целей [161]. Более того, CEO с четким видением и умением грамотно его донести, оказывают положительное влияние на эффективность работы команды топ-менеджеров [162].

Кроме того, CEO, демонстрирующие серьезное дальновидное лидерство, с большей вероятностью будут способствовать созданию комфортной рабочей атмосферы, что, в свою очередь, повысит эффективность работы, удовлетворенность и приверженность компании [20; 163]. Это может повысить эффективность операционной деятельности и повлечь рост ROA.

В итоге положительная связь между видением CEO и ROA подчеркивает важность трансформационного лидерства для повышения эффективности работы компании. Организациям следует отнести к приоритетным задачам привлечение

дальновидных лидеров, которые определяют стратегическую направленность, будут мотивировать сотрудников и способствовать долгосрочному успеху. В будущих исследованиях можно изучить определенные механизмы, с помощью которых видение влияет на эффективность компании, а также роль других измерений трансформационного лидерства и ситуативных факторов в достижении результатов организации.

## Ограничения и предложения для будущих исследований

Несмотря на то, что наше исследование дает ценное понимание взаимосвязи между видением CEO и эффективностью компании, важно признать его ограничения, которые могут повлиять на толкование и обобщаемость результатов. Во-первых, мы изучали только поперечный срез данных. В будущих исследованиях можно также проанализировать продольные данные. Однако этот метод сопряжен с большими трудностями при сборе и оценке данных.

Во-вторых, в нашем исследовании использовались вторичные данные. Даже если методология сбора таких данных оправдана и актуальна, в дальнейших исследованиях можно использовать как первичные, так и вторичные данные для более точной оценки трансформационного лидерства.

В-третьих, мы исследовали только российские компании. Будущие исследования могут иметь более широкий международный охват. В них можно более подробно изучить четыре отдельных направления теории трансформационного лидерства, а также включить в модели дополнительные показатели для поиска новых зависимостей.

Признание данных недостатков может помочь направить будущие исследования на расширение имеющихся знаний и обеспечить более глубокое понимание взаимосвязи между характеристиками трансформационного лидерства CEO и эффективностью работы компании.

## Заключение

Наши результаты со всей очевидностью свидетельствуют, что положительные характеристики CEO, особенно относящиеся к трансформационному лидерству, играют важную роль в повышении эффективности работы компании. Мы обосновали основную роль CEO в своих организациях и прояснили, каким образом личные качества и стили руководства могут определять эффективность работы компании и стратегическую направленность.

Подробно изучив положительные характеристики топ-менеджмента, мы показали, что положительные черты CEO можно рассматривать с разных точек зрения и классифицировать многочисленными способами. Например, положительные черты CEO можно разделить на личностные черты, лидерские качества, когнитивные способности и эмоциональный интеллект. Эти категории по существу взаимосвязаны и образуют сложную сеть черт, определяющих успешного CEO. Выделяя и изучая отдельные категории, а затем снова их объединяя, исследователи могут составить всеобъемлющий

портрет эффективного лидера. Очевидно, что невозможно изучить все упомянутые аспекты в рамках одного эмпирического исследования. Тем не менее, раскладывая на части определенные характеристики, как показано в данной работе, где внимание сосредоточено на видении, исследователи могут глубже изучить различные изменения. Такой подход позволяет создать надежный теоретический фундамент, который послужит началом будущих успехов как в теоретическом понимании, так и в практическом применении в данной области исследований.

Среди всех положительных черт CEO, изученных в нашем исследовании, трансформационное лидерство оказалось ключевым фактором успеха организации. Данный стиль руководства, для которого характерна способность вдохновлять и мотивировать, вовлекать в интеллектуальное стимулирование, обеспечивать индивидуальный подход и демонстрировать идеализированное влияние, был связан с улучшением результатов деятельности организации. Наше исследование особо отметило ключевую роль видения CEO, являющегося краеугольным камнем трансформационного лидерства, в повышении эффективности работы компании.

Эмпирические доказательства, приведенные в настоящем исследовании, подтверждают положительную корреляцию между видением CEO и эффективностью работы компании, измеряемой рентабельностью активов (ROA). Этот вывод объясняет заметное влияние дальновидного руководства на результаты работы компании, что согласуется с теоретическими основами теории трансформационного лидерства и подтверждает данные существующей литературы в этой области.

Данные результаты вносят вклад в научный дискурс о лидерстве и эффективности работы организации, подчеркивая роль положительных характеристик CEO, в особенности трансформационного лидерства и дальновидного мышления, в достижении компанией успеха. Кроме того, исследование предоставляет практические сведения для организаций, подчеркивая ценность культивирования у CEO качеств трансформационного лидерства. Этого можно достичь при помощи программ обучения и развития лидеров, в которых особое внимание будет уделяться навыкам дальновидного лидерства, включая способность озвучивать убедительное видение, вдохновлять и вовлекать сотрудников в работу, особенно в сложных рыночных условиях.

В то же время роль характеристик CEO в определении эффективности работы компании многогранна и находится под влиянием ряда других внутренних и внешних факторов. Ее следует рассмотреть в будущих исследованиях путем более глубокого изучения взаимодействия между индивидуальными лидерскими характеристиками, контекстом организации и эффективностью работы компании.

В заключение следует отметить, что наше исследование подчеркивает влияние положительных характеристик CEO, а именно трансформационного лидерства и дальновидного мышления, на эффективность работы компании. Оно рекомендует воспитывать эти лидерские качества у CEO, чтобы они могли вести компании к устойчивому успеху в условиях все более сложной и нестабильной экономической обстановки.

## Список литературы

1. Hambrick D.C., Mason P.A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*. 1984;9(2):193–206. <https://doi.org/10.2307/258434>
2. Malmendier U., Tate, G. CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*. 2005;60(6):2661–2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
3. Galasso A., Simcoe T.S. CEO overconfidence and innovation. *Management science*. 2011;57(8):1469–1484. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1374>
4. Cragun O.R., Olsen K.J., Wright P.M. Making CEO narcissism research great: A review and meta-analysis of CEO narcissism. *Journal of Management*. 2020;46(6):908–936. <https://doi.org/10.1177/0149206319892678>
5. Hribar P., Yang H., Bhojraj S. et al. Does CEO overconfidence affect management forecasting and subsequent earnings management. 2010.
6. Bass B.M. Leadership: Good, better, best. *Organizational Dynamics*. 1985;13(3):26–40. [https://doi.org/10.1016/0090-2616\(85\)90028-2](https://doi.org/10.1016/0090-2616(85)90028-2)
7. Gow I.D., Kaplan S.N., Larcker D.F., et al. CEO personality and firm policies. *National Bureau of Economic Research*. 2016:22435. <https://doi.org/10.3386/w22435>
8. Harrison J.S., Thurgood G.R., Boivie S. et al. Measuring CEO personality: Developing, validating, and testing a linguistic tool. *Strategic Management Journal*. 2019;40(8):1316–1330. <https://doi.org/10.1002/smj.3023>
9. Puni A., Ofei S.B., Okoe, A. The effect of leadership styles on firm performance in Ghana. *International Journal of Marketing Studies*. 2014;6(1):177. <https://doi.org/10.5539/ijms.v6n1p177>
10. Özer F., Tinaztepe C. Effect of strategic leadership styles on firm performance: A study in a Turkish SME. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*. 2014;150:778–784. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.09.059>
11. Jung D., Chan F., Chen G., et al. Chinese CEOs' Leadership Styles and Firm Performance. *Journal of Asia Business Studies*. 2010;4(2):73–79. <https://doi.org/10.1108/jabs.2010.4.2.73>
12. Li H., Hang Y., Shah S.G.M., et al. Demonstrating the Impact of Cognitive CEO on Firms' Performance and CSR Activity. *Front Psychol*. 2020;11:278. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2020.00278>
13. Wai J., Rindermann H. The path and performance of a company leader: A historical examination of the education and cognitive ability of Fortune 500 CEOs. *Intelligence*. 2015;53:102–107. <https://doi.org/10.1016/j.intell.2015.10.001>
14. Dulewicz V., Higgs M. Leadership at the top: the need for emotional intelligence in organizations. *The International Journal of Organizational Analysis*. 2003;11(3):193–210. <https://doi.org/10.1108/eb028971>
15. Goleman D. *Emotional intelligence. Why it can matter more than IQ*. Great Britain; 1996. 352 p.
16. Barrick M.R., Mount M. K. The big five personality dimensions and job performance: a meta-analysis.

- Personnel psychology*. 1991;44(1):1-26. <https://doi.org/10.1111/j.1744-6570.1991.tb00688.x>
17. Judge T.A., Bono J.E., Iles R., et al. Personality and leadership: a qualitative and quantitative review. *J Appl Psychol*. 2002;87(4):765-80. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.87.4.765>
  18. Barrick M.R., Mount M.K., Judge T.A. Personality and performance at the beginning of the new millennium: What do we know and where do we go next? *International Journal of Selection and Assessment*. 2001;9(1-2):9-30. <https://doi.org/10.1111/1468-2389.00160>
  19. George LG, Helson R, John OP. The “CEO” of women’s work lives: how Big Five Conscientiousness, Extraversion, and Openness predict 50 years of work experiences in a changing sociocultural context. *J Pers Soc Psychol*. 2011;101(4):812-30. <https://doi.org/10.1037/a0024290>
  20. Bono J.E., Judge T.A. Personality and Transformational and Transactional Leadership: A Meta-Analysis. *Journal of Applied Psychology*. 2004;89(5):901-910. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.89.5.901>
  21. Araujo-Cabrera Y., Suarez-Acosta M.A., Aguiar-Quintana T. Exploring the influence of CEO extraversion and openness to experience on firm performance: The mediating role of top management team behavioral integration. *Journal of Leadership & Organizational Studies*. 2017;24(2):201-215. <https://doi.org/10.1177/1548051816655991>
  22. Benischke M.H., Martin G.P., Glaser L. CEO equity risk bearing and strategic risk taking: The moderating effect of CEO personality. *Strategic Management Journal*. 2019;40(1):153-177. <https://doi.org/10.1002/smj.2974>
  23. Chan A.W., Cheung H.Y. Extraversion, individualism and M&A activities. *International Business Review*. 2016;25(1B):356-369. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2015.05.011>
  24. Giberson T.R., Resick, C.J., Dickson M.W., et al. Leadership and organizational culture: Linking CEO characteristics to cultural values. *Journal of Business and Psychology*. 2009;24(2):123-137. <https://doi.org/10.1007/s10869-009-9109-1>
  25. Graziano W.G., Tobin R.M. Agreeableness. In Leary M.R., Hoyle R.H. (Eds.) *Handbook of individual differences in social behavior*. The Guilford Press; 2009. 46-61 pp.
  26. Blake A.B., Luu V.H., Petrenko O.V., et al. Let’s agree about nice leaders: A literature review and meta-analysis of agreeableness and its relationship with leadership outcomes. *The Leadership Quarterly*. 2022;33(1):101593. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2021.101593>
  27. Peterson R.S., Smith D.B., Martorana P.V., et al. The impact of chief executive officer personality on top management team dynamics: one mechanism by which leadership affects organizational performance. *Journal of applied Psychology*. 2003;88(5):795-808. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.88.5.795>
  28. Colbert A.E., Barrick M.R., Bradley B.H. Personality and leadership composition in top management teams: Implications for organizational effectiveness. *Personnel psychology*. 2014;67(2):351-387. <https://doi.org/10.1111/peps.12036>
  29. Ormiston M.E., Wong E.M., Ha J. The role of CEO emotional stability and team heterogeneity in shaping the top management team affective tone and firm performance relationship. *The Leadership Quarterly*. 2022;33(3):101543. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2021.101543>
  30. O’Reilly III C.A., Caldwell D.F., Chatman J.A., et al. The promise and problems of organizational culture: CEO personality, culture, and firm performance. *Group & Organization Management*. 2014;39(6):595-625. <https://doi.org/10.1177/1059601114550713>
  31. Berson Y., Oreg S., Dvir T. CEO values, organizational culture and firm outcomes. *Journal of Organizational Behavior*. *Journal of Organizational Behavior*. 2008;29(5):615-633. <https://doi.org/10.1002/job.499>
  32. Horner M. Leadership theory: past, present and future. *Team Performance Management*. 1997;3(4):270-287. <https://doi.org/10.1108/13527599710195402>
  33. Khan Z.A., Nawaz A., Khan I. Leadership theories and styles: A literature review. *Journal of Resources Development and Management*. 2016;16(1):1-7.
  34. Northouse P.G. *Leadership: Theory and practice*. Sage publications; 2021. 600 p.
  35. Bass B.M., Riggio R.E. The transformational model of leadership. In: Robinson G. *Leading organizations: Perspectives for a new era*. SAGE; 2010. 683 p.
  36. Wang G., Oh I.S., Courtright S.H., et al. Transformational leadership and performance across criteria and levels: A meta-analytic review of 25 years of research. *Group & organization management*. 2011;36(2):223-270. <https://doi.org/10.1177/1059601111401017>
  37. Jensen M., Potočník K., Chaudhry, S. A mixed-methods study of CEO transformational leadership and firm performance. *European Management Journal*. 2020;38(6):836-845. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2020.05.004>
  38. Sarros J.C., Santora J.C. The transformational-transactional leadership model in practice. *Leadership & organization development journal*. 2001;22(8):383-394. <https://doi.org/10.1108/01437730110410107>
  39. Bass B.M., Avolio B.J., Jung D.I., et al. Predicting unit performance by assessing transformational and transactional leadership. *J Appl Psychol*. 2003;88(2):207-18. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.88.2.207>
  40. Tavanti M. Transactional leadership. In Marturano A., Gosling J. (Eds.) *Leadership: The Key Concepts*. London and New York: Routledge; 2008. 256 p.
  41. Judge T.A., Piccolo R.F. Transformational and transactional leadership: a meta-analytic test of their relative validity. *Journal of applied psychology*. 2004;89(5):755-768. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.89.5.755>

42. Greenleaf R.K. *The power of servant-leadership*. Berrett-Koehler Publishers; 1998. 313 p.
43. Liden R.C., Wayne S.J., Zhao H., et al. Servant leadership: Development of a multidimensional measure and multi-level assessment. *The Leadership Quarterly*. 2008;19(2):161-177. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2008.01.006>
44. Van Dierendonck D. Servant leadership: A review and synthesis. *Journal of management*. 2011;37(4):1228-1261. <https://doi.org/10.1177/0149206310380462>
45. Walumbwa F.O., Hartnell C.A., Oke A. Servant leadership, procedural justice climate, service climate, employee attitudes, and organizational citizenship behavior: a cross-level investigation. *J Appl Psychol*. 2010;95(3):517-529. <https://doi.org/10.1037/a0018867>
46. Hoch J.E., Bommer W.H., Dulebohn J.H., et al. Do ethical, authentic, and servant leadership explain variance above and beyond transformational leadership? A meta-analysis. *Journal of management*. 2018;44(2):501-529. <https://doi.org/10.1177/0149206316665461>
47. De Hoogh A.H., Greer, L.L., Den Hartog D.N. Diabolical dictators or capable commanders? An investigation of the differential effects of autocratic leadership on team performance. *The Leadership Quarterly*. 2015;26(5):687-701. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2015.01.001>
48. Vroom V.H., Yetton P.W. *Leadership and decision-making*. Pittsburgh, PA: University of Pittsburgh Press; 1973. 248 p. <https://doi.org/10.2307/j.ctt6wrc8r>
49. Bass B.M., Stogdill R.M. *Bass & Stogdill's handbook of leadership: Theory, research, and managerial applications*. Simon and Schuster; 1990. 1182 p.
50. Amabile T.M., Schatzel E.A., Moneta G.B., et al. Leader behaviors and the work environment for creativity: Perceived leader support. *The leadership quarterly*. 2004;15(1):5-32. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2003.12.003>
51. Buble M., Juras A., Matic I. The relationship between managers' leadership styles and motivation. *Management: journal of contemporary management issues*. 2014;19(1):161-193.
52. Vroom V.H., Jago A.G. The role of the situation in leadership. *American psychologist*. 2007;62(1):17-24. <https://doi.org/10.1037/0003-066X.62.1.17>
53. Tjosvold D., Sun H.F. Understanding conflict avoidance: Relationship, motivations, actions, and consequences. *International Journal of Conflict Management*. 2002;13(2):142-164. <https://doi.org/10.1108/eb022872>
54. Somech A. The effects of leadership style and team process on performance and innovation in functionally heterogeneous teams. *Journal of management*. 2006;32(1):132-157. <https://doi.org/10.1177/0149206305277799>
55. Shin S.J., Zhou J. Transformational leadership, conservation, and creativity: Evidence from Korea. *Academy of management Journal*. 2003;46(6):703-714. <https://doi.org/10.2307/30040662>
56. Lam C.K., Huang X., Chan S.C. The threshold effect of participative leadership and the role of leader information sharing. *Academy of Management Journal*. 2015;58(3):836-855. <https://doi.org/10.5465/amj.2013.0427>
57. Hunter J.E. Cognitive ability, cognitive aptitudes, job knowledge, and job performance. *Journal of vocational behavior*. 1986;29(3):340-362. [https://doi.org/10.1016/0001-8791\(86\)90013-8](https://doi.org/10.1016/0001-8791(86)90013-8)
58. Ones D.S., Dilchert S., Viswesvaran C. Cognitive Abilities. In: Schmitt N. (Ed.) *The Oxford Handbook of Personnel Assessment and Selection*. Oxford University Press; 2012. 972 p.
59. Mumford M.D., Zaccaro S.J., Harding F.D., et al. Leadership skills for a changing world: Solving complex social problems. *The leadership quarterly*, 2000;11(1):11-35. [https://doi.org/10.1016/S1048-9843\(99\)00041-7](https://doi.org/10.1016/S1048-9843(99)00041-7)
60. Tan H.T., Kao A. Accountability effects on auditors' performance: The influence of knowledge, problem-solving ability, and task complexity. *Journal of Accounting Research*. 1999;37(1):209-223. <https://doi.org/10.2307/2491404>
61. Kandler C., Riemann R., Angleitner A., et al. The nature of creativity: The roles of genetic factors, personality traits, cognitive abilities, and environmental sources. *J Pers Soc Psychol*. 2016;111(2):230-49. <https://doi.org/10.1037/pspp0000087>
62. Amabile T.M. Entrepreneurial creativity through motivational synergy. *The journal of creative behavior*. 1997;31(1):18-26. <https://doi.org/10.1002/j.2162-6057.1997.tb00778.x>
63. Okpara F.O. The value of creativity and innovation in entrepreneurship. *Journal of Asia entrepreneurship and sustainability*. 2007;3(2):1-15.
64. Adams R., Bessant J., Phelps R. Innovation management measurement: A review. *International journal of management reviews*. 2006;8(1):21-47. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2006.00119.x>
65. Eisenbeiß S.A., Boerner S. A double-edged sword: Transformational leadership and individual creativity. *British Journal of Management*. 2013;24(1):54-68. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2011.00786.x>
66. Zhou J., Shalley C.E. Research on employee creativity: A critical review and directions for future research. *Research in personnel and human resources management*. 2003;22:165-217. [https://doi.org/10.1016/S0742-7301\(03\)22004-1](https://doi.org/10.1016/S0742-7301(03)22004-1)
67. Lengnick-Hall C.A., Beck T.E., Lengnick-Hall M.L. Developing a capacity for organizational resilience through strategic human resource management. *Human resource management review*. 2011;21(3):243-255. <https://doi.org/10.1016/j.hrmr.2010.07.001>
68. Liedtka J.M. Strategic thinking: can it be taught? *Long range planning*. 1998;31(1):120-129. [https://doi.org/10.1016/S0024-6301\(97\)00098-8](https://doi.org/10.1016/S0024-6301(97)00098-8)
69. Goldman E. F. Strategic thinking at the top. *MIT Sloan management review*. 2007;48(4):75-81.

70. Ireland R.D., Hitt M.A. Achieving and maintaining strategic competitiveness in the 21st century: The role of strategic leadership. *Academy of Management Perspectives*. 2005;19(4):63-77. <https://doi.org/10.5465/ame.2005.19417908>
71. Grant R.M. Strategic planning in a turbulent environment: Evidence from the oil majors. *Strategic management journal*. 2003;24(6):491-517. <https://doi.org/10.1002/smj.314>
72. Hitt M.A., Tyler B.B. Strategic decision models: Integrating different perspectives. *Strategic management journal*. 1991;12(5):327-351. <https://doi.org/10.1002/smj.4250120502>
73. Michel L. Understanding decision making in organizations to focus its practices where it matters. *Measuring Business Excellence*. 2007;11(1):33-45. <https://doi.org/10.1108/13683040710740916>
74. Wally S., Baum J.R. Personal and structural determinants of the pace of strategic decision making. *Academy of Management Journal*. 1994;37(4):932-956. <https://doi.org/10.2307/256605>
75. Streufert S., Swezey R.W. *Complexity, managers, and organizations*. Orlando: Academic Press, 1986. 260 p.
76. Hooijberg R., Hunt J.G., Dodge G.E. Leadership complexity and development of the leaderplex model. *Journal of management*. 1997;23(3):375-408. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(97\)90036-2](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(97)90036-2)
77. Malhotra S., Harrison J.S. A blessing and a curse: How chief executive officer cognitive complexity influences firm performance under varying industry conditions. *Strategic Management Journal*. 2002;43(13):2809-2828. <https://doi.org/10.1002/smj.3415>
78. Church A.H. Managerial self-awareness in high-performing individuals in organizations. *Journal of Applied Psychology*. 1997;82(2):281-292. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.82.2.281>
79. Silzer R., Church A.H. The pearls and perils of identifying potential. *Industrial and Organizational Psychology: Perspectives on Science and Practice*. 2009;2(4):377-412. <https://doi.org/10.1111/j.1754-9434.2009.01163.x>
80. George J.M. Emotions and leadership: The role of emotional intelligence. *Human relations*. 2000;53(8):1027-1055. <https://doi.org/10.1177/0018726700538001>
81. Kafetsios K., Zampetakis L.A. Emotional intelligence and job satisfaction: Testing the mediatory role of positive and negative affect at work. *Personality and individual differences*. 2008;44(3):712-722. <https://doi.org/10.1016/j.paid.2007.10.004>
82. Mayer J.D., Roberts R.D., Barsade S.G. Human abilities: emotional intelligence. *Annu Rev Psychol*. 2008;59:507-36. <https://doi.org/10.1146/annurev.psych.59.103006.093646>
83. Ryan R.M., Deci E.L. Intrinsic and extrinsic motivations: Classic definitions and new directions. *Contemporary educational psychology*. 2000;25(1):54-67. <https://doi.org/10.1006/ceps.1999.1020>
84. Kellett J.B., Humphrey R.H., Sleeth R.G. Empathy and the emergence of task and relations leaders. *The Leadership Quarterly*. 2006;17(2):146-162. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2005.12.003>
85. Baron R.A., Markman G.D. Beyond social capital: How social skills can enhance entrepreneurs' success. *Academy of Management Perspectives*. 2000;14(1):106-116. <https://doi.org/10.5465/ame.2000.2909843>
86. Wolff S.B., Pescosolido A.T., Druskat V.U. Emotional intelligence as the basis of leadership emergence in self-managing teams. *The Leadership Quarterly*. 2022;13(5):505-522. [https://doi.org/10.1016/S1048-9843\(02\)00141-8](https://doi.org/10.1016/S1048-9843(02)00141-8)
87. Goleman D. What makes a leader? *Harv Bus Rev*. 1998;76(6):93-102.
88. Turner S. Charisma reconsidered. *Journal of Classical Sociology*. 2003;3(1):5-26. <https://doi.org/10.1177/1468795X03003001>
89. Avolio B.J., Gardner W.L. Authentic leadership development: Getting to the root of positive forms of leadership. *The Leadership Quarterly*. 2005;16(3):315-338. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2005.03.001>
90. Bass B.M., Avolio B.J. (Eds.). *Improving organizational effectiveness through transformational leadership*. SAGE Publications; 1994. 248 p.
91. Shamir B., House R.J., Arthur M.B. The motivational effects of charismatic leadership: A self-concept based theory. *Organization science*. 1993;4(4):577-594. <https://doi.org/10.1287/orsc.4.4.577>
92. Change D., Linge T.K., Sikalieh D. Influence of idealized influence on employee engagement in parastatals in the energy sector in Kenya. *IJRBS*. 2019;8(5):123-135. <https://doi.org/10.20525/ijrbs.v8i5.476>
93. Bass B.M., Steidlmeier P. Ethics, character, and authentic transformational leadership behavior. *The Leadership Quarterly*. 1999;10(2):181-217. [https://doi.org/10.1016/S1048-9843\(99\)00016-8](https://doi.org/10.1016/S1048-9843(99)00016-8)
94. Zdaniuk A., Bobocel D.R. The role of idealized influence leadership in promoting workplace forgiveness. *The Leadership Quarterly*. 2015;26(5):863-877. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2015.06.008>
95. Conger J.A., Kanungo R.N. *Charismatic leadership in organizations*. Sage Publications; 1998. 296 p.
96. Howell J.M., Shamir B. The role of followers in the charismatic leadership process: Relationships and their consequences. *Academy of management review*. 2005;30(1):96-112. <https://doi.org/10.2307/20159097>
97. Kouzes J.M., Posner B.Z. *LPI: Leadership Practices Inventory: Development Planner*. John Wiley & Sons; 2012. 96 p.
98. Densten I.L. Clarifying inspirational motivation and its relationship to extra effort. *Leadership & Organization Development Journal*. 2002;23(1):40-44. <https://doi.org/10.1108/01437730210414553>

99. Yukl G. Effective leadership behavior: What we know and what questions need more attention. *Academy of Management perspectives*. 2012;26(4):66-85. <https://doi.org/10.5465/amp.2012.0088>
100. Locke E.A., Latham G.P. New directions in goal-setting theory. *Current directions in psychological science*. 2006;15(5):265-268. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8721.2006.00449.x>
101. Cameron K.S., Quinn R.E., DeGraff J., et al. *Competing values leadership*. Edward Elgar Publishing; 2022. 208 p.
102. Gumusluoglu L., Ilsev A. Transformational leadership, creativity, and organizational innovation. *Journal of business research*. 2009;62(4):461-473. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2007.07.032>
103. Senge P.M. *The art and practice of the learning organization*. Doubleday/Currency; 1990. 424 p.
104. Tushman M.L., O'Reilly III C. A. Ambidextrous organizations: Managing evolutionary and revolutionary change. *California management review*. 1996;38(4):8-29. <https://doi.org/10.2307/41165852>
105. Carmeli A., Gelbard R., Reiter-Palmon R. Leadership, creative problem-solving capacity, and creative performance: The importance of knowledge sharing. *Human resource management*. 2013;52(1):95-121. <https://doi.org/10.1002/hrm.21514>
106. Edmondson A.C. Strategies for learning from failure. *Harvard business review*. 2011;89(4):48-55.
107. Nembhard I.M., Edmondson A.C. Making it safe: The effects of leader inclusiveness and professional status on psychological safety and improvement efforts in health care teams. *Journal of Organizational Behavior*. 2006;27(7):941-966. <https://doi.org/10.1002/job.413>
108. Peng A.C., Lin H.E., Schaubroeck J., et al. CEO intellectual stimulation and employee work meaningfulness: The moderating role of organizational context. *Group & Organization Management*. 2016;41(2):203-231. <https://doi.org/10.1177/1059601115592982>
109. Thuan L.C. Motivating follower creativity by offering intellectual stimulation. *International Journal of Organizational Analysis*. 2020;28(4):817-829. <https://doi.org/10.1108/IJOA-06-2019-1799>
110. Sánchez-Cardona I., Salanova Soria M., Llorens-Gumbau S. Leadership intellectual stimulation and team learning: The mediating role of team positive affect. *Universitas psychologica*. 2008;17(1):221-236. <https://doi.org/10.11144/javeriana.upsy17-1.list>
111. Lin H.C., Dang T.T.H., Liu Y.S. CEO transformational leadership and firm performance: A moderated mediation model of TMT trust climate and environmental dynamism. *Asia Pacific Journal of Management*. 2016;33(4):981-1008. <https://doi.org/10.1007/s10490-016-9468-x>
112. Engelen A., Gupta V., Strenger, L., et al. Entrepreneurial orientation, firm performance, and the moderating role of transformational leadership behaviors. *Journal of management*. 2015;41(4):1069-1097. <https://doi.org/10.1177/0149206312455244>
113. Waldman D.A., Ramirez G.G., House R.J., et al. Does leadership matter? CEO leadership attributes and profitability under conditions of perceived environmental uncertainty. *Academy of management journal*. 2001;44(1):134-143. <https://doi.org/10.2307/3069341>
114. Scheuerlein J., Chládková H., Bauer K. Transformational leadership qualities during the financial crisis-a content analysis of CEOs letter to shareholders. *International Journal for Quality Research*. 2018;12(3):551-572. <https://doi.org/10.18421/IJQR12.03-01>
115. Quigley J.V. Vision: How leaders develop it, share it, and sustain it. *Business Horizons*. 1994;37(5):37-42. [https://doi.org/10.1016/0007-6813\(94\)90017-5](https://doi.org/10.1016/0007-6813(94)90017-5)
116. Kantabutra S., Avery G.C. The power of vision: statements that resonate. *Journal of business strategy*. 2010;31(1):37-45. <https://doi.org/10.1108/02756661011012769>
117. Den Hartog D.N., House R.J., Hanges P.J., et al. Culture specific and cross-culturally generalizable implicit leadership theories: Are attributes of charismatic/transformational leadership universally endorsed? *The Leadership Quarterly*. 1999;10(2):219-256. [https://doi.org/10.1016/S1048-9843\(99\)00018-1](https://doi.org/10.1016/S1048-9843(99)00018-1)
118. Bass B.M., Avolio B.J. Transformational leadership and organizational culture. *Public administration quarterly*. 1993;17(1):112-121.
119. Barling J., Slater F. Kevin Kelloway E. Transformational leadership and emotional intelligence: an exploratory study. *Leadership & Organization Development Journal*. 2000;21(3):157-161. <https://doi.org/10.1108/01437730010325040>
120. Lopez-Zafra E., Garcia-Retamero R., Martos M.P.B. The Relationship Between Transformational Leadership and Emotional Intelligence from a Gendered Approach. *Psychol Rec*. 2012;62:97-114. <https://doi.org/10.1007/BF03395790>
121. Jain P., Duggal T. The influence of transformational leadership and emotional intelligence on organizational commitment. *Journal of Commerce and Management Thought*. 2016;7(3):586-598. <https://doi.org/10.5958/0976-478X.2016.00033.1>
122. Hatfield E., Cacioppo J.T., Rapson R.L. Emotional contagion. *Current Directions in Psychological Science*. 1993;2(3):96-99. <https://doi.org/10.1111/1467-8721.ep10770953>
123. Bono J.E., Ilies R. Charisma, positive emotions and mood contagion. *The Leadership Quarterly*. 2006;17(4):317-334. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2006.04.008>
124. Barsade S.G. The ripple effects: Emotional contagion and its influence on group behavior. *Administrative Science Quarterly*. 2022;47(4):644-675. <https://doi.org/10.2307/3094912>
125. Arnold K.A., Turner N., Barling J., et al. Transformational leadership and psychological well-being: the mediating role

- of meaningful work. *J Occup Health Psychol.* 2007;12(3):193-203. <https://doi.org/10.1037/1076-8998.12.3.193>
126. Lerner J.S., Li Y., Valdesolo P., et al. Emotion and decision making. *Annual review of psychology.* 2015;66:799-823. <https://doi.org/10.1146/annurev-psych-010213-115043>
127. Forgas J.P., George J.M. Affective influences on judgments and behavior in organizations: An information processing perspective. *Organizational Behavior and Human Decision Processes.* 2001;86(1):3-34. <https://doi.org/10.1006/obhd.2001.2971>
128. Avolio B.J., Bass B.M. Individual consideration viewed at multiple levels of analysis: A multi-level framework for examining the diffusion of transformational leadership. *The Leadership Quarterly.* 1995;6(2):199-218. [https://doi.org/10.1016/1048-9843\(95\)90035-7](https://doi.org/10.1016/1048-9843(95)90035-7)
129. Avolio B.J., Bass B.M. *Multifactor leadership questionnaire (TM)*. Mind Garden, Inc. Menlo Park, CA; 2004. 11 p.
130. Tejada M.J., Scandura T.A., Pillai R. The MLQ revisited: Psychometric properties and recommendations. *The Leadership Quarterly.* 2001;12(1):31-52. [https://doi.org/10.1016/S1048-9843\(01\)00063-7](https://doi.org/10.1016/S1048-9843(01)00063-7)
131. Muenjohn N., Armstrong A. Evaluating the structural validity of the multifactor leadership questionnaire (MLQ), capturing the leadership factors of transformational-transactional leadership. *Contemporary management research.* 2008;4(1). <https://doi.org/10.7903/cmr.704>
132. Atwater L.E., Yammarino F.J. Does self-other agreement on leadership perceptions moderate the validity of leadership and performance predictions? *Personnel Psychology.* 1992;45(1):141-164. <https://doi.org/10.1111/j.1744-6570.1992.tb00848.x>
133. Podsakoff P.M., MacKenzie S.B., Lee J.Y., et al. Common method biases in behavioral research: a critical review of the literature and recommended remedies. *J Appl Psychol.* 2003;88(5):879-903. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.88.5.879>
134. Yukl G. An evaluation of conceptual weaknesses in transformational and charismatic leadership theories. *The Leadership Quarterly.* 1999;10(2):285-305. [https://doi.org/10.1016/S1048-9843\(99\)00013-2](https://doi.org/10.1016/S1048-9843(99)00013-2)
135. Day D.V., Gronn P., Salas E. Leadership capacity in teams. *The Leadership Quarterly.* 2004;15(6):857-880. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2004.09.001>
136. Kanste O., Miettunen J., Kyngäs H. Psychometric properties of the Multifactor Leadership Questionnaire among nurses. *J Adv Nurs.* 2007;57(2):201-12. <https://doi.org/10.1111/j.1365-2648.2006.04100.x>
137. Bagheri R., Sohrabi Z., Moradi E. Psychometric properties of Persian version of the multifactor leadership questionnaire (MLQ). *Med J Islam Repub Iran.* 2015;29:256.
138. Krippendorff K. *Content analysis: An introduction to its methodology.* Sage publications; 2018. <https://doi.org/10.4135/9781071878781>
139. Hart R.P. Redeveloping DICTION: theoretical considerations. *Progress in communication sciences.* 2001:43-60.
140. Luncheon A., Kasztelnik K. The perception of entrepreneurship managers and impact on the leadership style in the United States with the modern natural language processing analysis. *Journal of Management.* 2021;22(2):1-13.
141. Bligh M.C., Kohles J.C. Comparing leaders across contexts, culture, and time: Computerized content analysis of leader-follower communications. *Leadership.* 2014;10(2):142-159. <https://doi.org/10.1177/1742715011434109>
142. Kirkpatrick P, van Teijlingen E. Lost in translation: reflecting on a model to reduce translation and interpretation bias. *Open Nurs J.* 2009;3:25-32. <https://doi.org/10.2174/1874434600903010025>
143. Pennebaker J.W., Boyd R.L., Jordan K., et al. *The development and psychometric properties of LIWC2015*. Austin, TX: University of Texas at Austin; 2015. <https://doi.org/10.15781/T29G6Z>
144. Tran X. Effects of leadership styles on hotel financial performance. *Tourism and Hospitality Management.* 2017;23(2):163-183. <https://doi.org/10.20867/thm.23.2.7>
145. Chung C.K., Pennebaker J.W. Linguistic inquiry and word count (LIWC): Pronounced “Luke,” and other useful facts. In: McCarthy P.M., Boonthum-Denecke C. *Applied Natural Language Processing: Identification, Investigation and Resolution.* 2012:206-229. <https://doi.org/10.4018/978-1-60960-741-8.ch012>
146. Ludwig S., de Ruyter K., Friedman M., et al. More than words: The influence of affective content and linguistic style matches in online reviews on conversion rates. *Journal of Marketing.* 2013;77(1):87-103. <https://doi.org/10.1509/jm.11.0560>
147. Becker L., Coussemont K., Büttgen M., et al. Leadership in innovation communities: The impact of transformational leadership language on member participation. *Journal of Product Innovation Management.* 2022;39(3):371-393. <https://doi.org/10.1111/jpim.12588>
148. Mumford M.D., Van Doorn J.R. The leadership of pragmatism: Reconsidering Franklin in the age of charisma. *The Leadership Quarterly.* 2001;12(3):279-309. [https://doi.org/10.1016/S1048-9843\(01\)00080-7](https://doi.org/10.1016/S1048-9843(01)00080-7)
149. Entman R.M. Framing bias: Media in the distribution of power. *Journal of communication.* 2007;57(1):163-173. <https://doi.org/10.1111/j.1460-2466.2006.00336.x>
150. Amernic J., Craig R. *CEO-speak: The language of corporate leadership.* McGill-Queen's Press-MQUP; 2006. 256 p.
151. Graffin S.D., Pfarrer M.D., Hill M.W. Untangling Executive Reputation and Corporate Reputation: Who Made Who? In: Pollock T.G, Barnett M.L. (eds) *The Oxford Handbook of Corporate Reputation.* Oxford Academic; 2012. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199596706.013.0011>

152. Brigham E.F., Houston J.F. *Fundamentals of financial management: Concise*. Cengage Learning; 2021. 704 p.
153. Nissim D., Penman S.H. Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice. *Review of Accounting Studies*. 2011;6:109–154. <https://doi.org/10.1023/A:1011338221623>
154. Crossland C., Hambrick D.C. Differences in managerial discretion across countries: How nation-level institutions affect the degree to which CEOs matter. *Strategic Management Journal*. 2011;32(8):797–819. <https://doi.org/10.1002/smj.913>
155. Espedal B., Kvitastein O., Grønhaug K. When cooperation is the norm of appropriateness: how does CEO cooperative behaviour affect organizational performance? *British Journal of Management*. 2012;23(2):257–271. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2011.00737.x>
156. Serfling M.A. CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of corporate finance*. 2014;25:251–273. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.013>
157. DeBoskey D.G., Luo Y., Zhou L. CEO power, board oversight, and earnings announcement tone. *Rev Quant Finan Acc*. 2019;52:657–680. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-0721-x>
158. Zhang Y., Rajagopalan N. Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance. *Strategic Management Journal*. 2010;31(3):334–346. <https://doi.org/10.1002/smj.812>
159. Groves, K.S. Integrating leadership development and succession planning best practices. *Journal of Management Development*. 2007;26(3):239–260. <https://doi.org/10.1108/02621710710732146>
160. Kotterman J. Leadership versus management: what's the difference? *The Journal for Quality and Participation*. 2006;29(2):13–17.
161. Ashford S.J., Wellman N., de Luque M.S., et al. Two roads to effectiveness: CEO feedback seeking, vision articulation, and firm performance. *Journal of Organizational Behavior*. 2018;39(1):82–95. <https://doi.org/10.1002/job.2211>



## Приложение

Таблица 1. Список компаний

Тикер	Наименование компании	Отрасль по Глобальному стандарту классификации отраслей (GIGS)
AFLT	Аэрофлот	Промышленность
AGRO	Русагро	Сырье
AKRN	Акрон	Сырье
ALRS	Алроса	Сырье
BELU	Белуга	Потребительские товары
CHMF	Северсталь	Сырье
DSKY	Детский мир	Потребительские товары
EVRAZ	Евраз	Сырье
FIVE	X5	Потребительские товары
GAZP	Газпром	Энергетика
GLTR	Глобалтранс	Промышленность
GMKN	Норникель	Сырье
KAZT	Куйбышевазот	Сырье
KMAZ	Камаз	Промышленность
KUBE	Россети Кубань	Коммунальные услуги
LKOH	Лукойл	Энергетика
MDMG	Мать и дитя	Здравоохранение
MFON	Мегафон	Услуги связи
MRKP	Россети Центр	Коммунальные услуги
MRKV	Россети Волга	Коммунальные услуги
MRKY	Россети Юг	Коммунальные услуги
MSNG	Мосэнерго	Коммунальные услуги
MSRS	Московская объединенная электросетевая компания	Коммунальные услуги
MTSS	МТС	Услуги связи
NVTK	Новатэк	Энергетика
PHOR	Фосагро	Сырье
PLZL	Полюс	Сырье
POLY	Полиметал	Сырье
ROSN	Роснефть	Энергетика
RSTI	Россети	Коммунальные услуги
RTKM	Ростелеком	Услуги связи
TATN	Татнефть	Энергетика
TRMK	ТМК	Энергетика
UPRO	Юнипро	Коммунальные услуги
URKA	Уралкалий	Сырье

Таблица 2. Статистика подсчета слов в письмах CEO

	Количество слов
Среднее значение	1286.143
Стандартная ошибка	115.802
Медиана	1007
Стандартное отклонение	685.0937
Дисперсия выборки	469 353.4
Диапазон	3375
Минимум	499
Максимум	3874
Количество	35

Источник: расчеты автора.

Таблица 3. Статистика по зависимым переменным

	ROA	ROIC	NPM
Среднее значение	0.051558	0.100171	0.090077
Стандартная ошибка	0.011379	0.023747	0.022281
Медиана	0.03442	0.088363	0.052414
Стандартное отклонение	0.067321	0.14049	0.131814
Дисперсия выборки	0.004532	0.019737	0.017375
Коэффициент эксцесса	2.079061	6.336895	4.684522
Диапазон	0.35419	0.901414	0.715254
Минимум	-0.11574	-0.26636	-0.1735
Максимум	0.238452	0.635052	0.541753
Количество	35	35	35

Источник: расчеты автора.

Таблица 4. Описательная статистика каждого компонента и кумулятивные лингвистические переменные

	МЫ	Достижение	Вознаграждение	Focuspresent (наличие внимания)	Posemo (положэмоц)	Negemo (отрицэмоц)
Среднее значение	2.418	3.656571	1.306	3.420286	3.199429	0.633714
Стандартная ошибка	0.334583	0.165413	0.082101	0.167407	0.150987	0.053916
Медиана	1.96	3.51	1.24	3.26	3.06	0.58
Стандартное отклонение	1.97942	0.978597	0.485715	0.990394	0.893252	0.31897
Дисперсия выборки	3.918105	0.957653	0.235919	0.980879	0.7979	0.101742
Диапазон	7.35	3.48	1.83	3.78	3.35	1.15
Минимум	0	2.09	0.65	1.93	1.57	0.2
Максимум	7.35	5.57	2.48	5.71	4.92	1.35
Количество	35	35	35	35	35	35

	VISION (ВИДЕНИЕ)	PA	ЕМО_R
Среднее значение	10.58	7.076857	0.828634
Стандартная ошибка	0.516085	0.265361	0.015972
Медиана	10.52	7.43	0.857143
Стандартное отклонение	3.053198	1.569897	0.094491
Дисперсия выборки	9.322018	2.464575	0.008929
Коэффициент эксцесса	-0.91284	-0.62785	0.924683
Диапазон	10.99	6.2	0.413112
Минимум	4.86	4.07	0.545139
Максимум	15.85	10.27	0.95825
Количество	35	35	35

Источник: расчеты автора.

Таблица 5. Статистика по контрольным переменным

	AGE (ВОЗРАСТ)	CEO_TENURE (СРОК ПРЕБЫВАНИЯ В ДОЛЖНОСТИ)	LN_AS
Среднее значение	52.62857	8.514286	2.418
Стандартная ошибка	1.52022	1.143025	0.334583
Медиана	52	6	1.96
Стандартное отклонение	8.993742	6.762228	1.97942
Дисперсия выборки	80.88739	45.72773	3.918105
Коэффициент эксцесса	-0.84222	0.826542	-0.55214
Диапазон	34	27	7.35
Минимум	38	1	0
Максимум	72	28	7.35
Количество	35	35	35

Источник: расчеты автора.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.cfr.2073-0438.17.3.2023.28-42>

JEL classification: G34



# Детерминанты сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках Азии: влияние конфуцианства и технологического развития

**Никита Ларченко**экономист ООО «СКМ Девелопмент», Екатеринбург, Россия,  
larchenko728@gmail.com, [ORCID](#)**Людмила Ружанская** ✉доктор экономических наук, доцент, заведующий кафедрой международной экономики и менеджмента, заведующий лабораторией исследований цепочек создания стоимости, Уральский федеральный университет, Екатеринбург, Россия,  
l.s.ruzhanskaya@urfu.ru, [ORCID](#)

## Аннотация

Азиатские развивающиеся рынки являются примером новой тенденции глобализации – регионализации. Страны этого региона имеют тесные культурные связи. Под влиянием идеологии конфуцианства формируется уникальный способ ведения бизнеса, который распространяется и на заключение сделок слияний и поглощений. Однородность культурных ценностей повышает доверие сторон даже в трансграничных сделках, что влияет на оценку премии. В то же время внутри региона выделяется группа стран «азиатских тигров», лидирующих в технологическом развитии в целом и в цифровизации в частности. Растущая конкурентоспособность технологически развитых компаний также влияет на оценки премии за сделку. В данной статье предпринята попытка исследовать теоретическую часть этих вопросов и эмпирически подтвердить культурное влияние конфуцианства и технологического развития на слияния и поглощения на основе базы данных 2677 трансграничных сделок, собранных с 1 января 2002 г. по 1 января 2021 г. для 10 растущих рынков Азии. В статье впервые рассматриваются в качестве объекта исследования стоимость сделки M&A и оценка компании в ходе сделки на примере глобального региона. Основные выводы, полученные в данной работе, подтверждают идею о том, что культурное сходство оказывает существенное влияние на стоимость сделки M&A, причем для культурно схожих стран эта стоимость снижается. Схожие ценности укрепляют доверие между людьми и защищают акционеров компании от дополнительных рисков. Это дает возможность политикам и хозяйствующим субъектам корректировать свои решения или обновлять понимание процессов, влияющих на экономику.

**Ключевые слова:** слияния и поглощения, премия за сделку, азиатские развивающиеся рынки, «азиатские тигры», конфуцианство, технологическое развитие, культурные особенности

**Цитирование:** Larchenko N., Ruzhanskaya L. (2023) Determinants of Mergers and Acquisitions in Emerging Asian Countries: Effects of Confucianism and Technological Development. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(3): 28-42. <https://doi.org/10.17323/j.cfr.2073-0438.17.3.2023.28-42>

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 в мире происходит значительное усиление глобализации. Международная торговля, транснациональные корпорации и иностранные инвестиции оказали серьезное влияние на экономический рост. На сегодня в деловой сфере глобализация стала повсеместным явлением. Однако в рамках более широкого спектра глобализации тенденции регионализации получают все большее распространение. Благодаря влиянию внутри региона и взаимосвязям между соседними странами происходит их группировка. В результате региональная динамика может не уступать по силе глобальной, что приводит к появлению «глокальных» образований, для которых характерны сильные экономические, культурные и политические связи.

Многие компании ведут свою деятельность за пределами локальных границ, перемещая товары, услуги и капитал по всему миру. В научных исследованиях значительное внимание уделяется трансграничным сделкам слияний и поглощений (M&A), при этом во многих работах данное явление изучают в различных группах стран. В то же время интересно исследовать сделки M&A, осуществляемые компаниями в рамках одного региона, чтобы понять, влияет ли однородная экономическая обстановка на сам процесс проведения и результаты этих сделок.

Среди таких региональных групп стран заметно выделяются развивающиеся экономики Азиатского региона. В последние годы сделки M&A с участием азиатских стран приобретают все большее значение. Согласно отчету McKinsey в 2021 г. в Азии произошел существенный рост в области сделок M&A, при этом количество сделок превысило показатели 2020 г. более чем на 20%. Средний размер сделки в Азии также вырос, и стоимость таких сделок в 2021 г. стала примерно на 40% выше, чем в 2019 г.<sup>1</sup> Такой подъем в области сделок M&A говорит об усиливающемся значении азиатских стран в мировой экономике, которые в настоящее время составляют 39% мирового ВВП<sup>2</sup>.

Несмотря на существенные геополитические и финансовые трудности деятельность в области M&A в Азиатско-Тихоокеанском регионе в первой половине 2022 г. оставалась динамичной, составив 648 сделок на общую сумму 403 млрд долл. Заметное увеличение объема и стоимости сделок наряду с растущим вниманием к Азиатско-Тихоокеанскому региону свидетельствует о том, что компании данного региона эффективно используют сделки M&A для преобразования своего бизнеса. Китай, заключивший сделки M&A на общую сумму 144 млрд долл., лидировал в Азиатско-Тихоокеанском регионе в первой половине 2022 г., укрепив свои позиции как самого активного участника сделок M&A в регионе. Как следствие, сделки M&A с участием азиатских стран стали критически важными для компаний, стремящихся к росту и находящихся в поиске расширения в мировом масштабе<sup>3</sup>.

Более того, регион продемонстрировал впечатляющий рост, при этом у многих азиатских стран наблюдался се-

рьезный экономический подъем<sup>4</sup>. Страны Азии также находятся в авангарде инноваций. Многие развивающиеся азиатские экономики уже близки к мировому уровню в области инноваций либо достигли его<sup>5</sup>.

Страны данного региона образуют культурные группы, порождая глокальные образования. Под влиянием стран, входящих в эти группы, культуры данных групп демонстрируют общие характеристики и форматы. Конфуцианство – историческое основание этих регионов – возникло как мощная развивающая сила. Оно в существенной мере формирует динамику взаимоотношений и процессы взаимодействия, а также прививает чувство парадоксального равновесия. Однако известно, что потенциально конфуцианство различными способами препятствует креативности. Характеристиками «компаний, следующей конфуцианству», являются коллективизм, патернализм, аффекионизм, гармония и важность взаимоотношений. Одновременно с этим деловая этика китайского мира демонстрирует сочетание традиционных ценностей и западных идей.

Среди развивающихся азиатских рынков определенные страны выделяются как лидеры в технологическом развитии и цифровизации. По мере того, как компания достигает технологических высот, она становится все более привлекательной для иностранных инвесторов. При этом отечественные фирмы планируют расширение, чтобы реализовать свое стремление к росту. Чтобы проанализировать региональные характеристики сделок M&A, следует рассмотреть технологическое развитие и цифровизацию.

В настоящей работе проведено тщательное исследование теоретических аспектов, связанных с данными темами, с подтверждением культурного воздействия на сделки M&A при помощи эмпирических данных. Мы также провели глубокий анализ этических парадигм, охватывающих межличностную и деловую этику.

Основной задачей, решаемой в статье, является изучение культурного влияния конфуцианства на сделки M&A, этических вопросов и состояния цифровизации в Азиатском регионе. На практике данное исследование можно применить для выработки рекомендаций в области политики. Понимание того, каким образом конкретные факторы влияют на оценку компаний, приобретает решающее значение в деловой среде. Данный вопрос поставлен впервые в условиях относительно однородной деловой среды в крупном регионе развивающихся азиатских рынков. В то время как тема влияния цифровизации на технологическое развитие часто встречается в литературе, посвященной сделкам M&A, вопрос влияния конфуцианства на сделки M&A остается не полностью раскрытым. Таким образом, целью настоящего исследования является рассмотрение его влияния на стоимость сделок M&A и их премии, которые являются неотъемлемой частью общей стоимости компании. Кроме того, выявляются потенциальные пробелы в теории по данной проблематике.

<sup>1</sup> M&A Asia | McKinsey

<sup>2</sup> Asia GDP 2021 – StatisticsTimes.com

<sup>3</sup> M&A Asia | EY

<sup>4</sup> GDP Annual Growth Rate – Countries – List | Asia (tradingeconomics.com).

<sup>5</sup> Asian Development Outlook (ADO) 2020: What Drives Innovation in Asia? | Asian Development Bank (adb.org).

Культурные особенности остаются многосторонней переменной даже в рамках сходных в культурном отношении регионов, где сохраняются небольшие различия. Однако в регионах с многочисленными сходными культурными элементами такие явления, как конфуцианство, могут оказывать глубокое объединяющее воздействие, определяя не только общие результаты, но и особые процессы принятия решений на уровне сделок. Другими словами, лица, участвующие в таких сделках, зачастую подсознательно действуют согласно моделям, закрепленным в сознании культурой. Общность ценностей вызывает доверие стейкхолдеров и защищает акционеров компании от дополнительных рисков.

Статья построена следующим образом. Она начинается с всестороннего анализа литературы с теоретическим обоснованием детерминант сделок M&A и особым акцентом на культурных особенностях и технологическом развитии растущих рынков Азии. Данный анализ служит основой для построения аналитической базы и выдвижения гипотез. Затем мы представляем и обсуждаем переменные нашей эмпирической модели как на уровне страны, так и на уровне компании. Наше исследование ситуации со сделками M&A на азиатском рынке на основе базы данных по 2677 трансграничным сделкам, собранным с 1 января 2002 г. по 1 января 2021 г., позволяет изучить, каким образом культурные, институциональные и экономические факторы, наряду с показателями цифровизации и инноваций на уровне страны и компании, связаны с общей стоимостью сделки – прокси для измерения реальной рыночной стоимости компании – и премии от приобретения, что связано с выявлением скрытой стоимости, мотивации руководства и т.д. Протестировав выдвинутые гипотезы, мы прояснили роль конфуцианства и технологического лидерства «азиатских тигров» в оценке стоимости компаний, приобретенных в течение анализируемого периода. Благодаря этому мы сделали вклад в более глубокое понимание детерминант сделок M&A и сложных взаимосвязей между компаниями в различных странах. В последних двух разделах представлены полученные результаты и связанные с ними ограничения, а также описана потенциальная возможность будущих исследований.

## Базовая теория и выдвижение гипотез

### Культурные аспекты сделок M&A

Переговоры как фундаментальный аспект ведения международной коммерческой деятельности зачастую напрямую зависят от преодоления трудностей, связанных с культурными различиями между странами. Обычно сделки M&A подразумевают премии M&A, которые представляют собой разницу между ценой, заплаченной за поглощаемую компанию в ходе слияния или поглощения, и оценочной рыночной стоимостью компании-мишени. Она составляет выплаченную поглощающей компанией сумму, на которую превышена справедливая стоимость всех идентифицируемых активов [1]. Пока нет определенных свидетельств наличия финансовых синергетических мотивов в сделках M&A [2], такие факторы, как выявление скрытой стоимости и мотивов руководства, кроме прочего, зачастую помогают включить премии в стоимость сделки.

Влияние культурных различий между странами, участвующими в сделке M&A, на данные премии является темой для обсуждения в литературе. Историческая и общественная среда определяет образ жизни людей, способы коммуникации и ведения коммерческой деятельности. Данные факторы неизменно воздействуют на сделки M&A, поскольку лица, которые совместно формируют культурную базу, управляют такими компаниями, работают в них и, наконец, участвуют в переговорах в ходе сделок M&A. Однако взаимосвязь между культурными факторами и сделками M&A имеет свои тонкости. Зависимость между культурными различиями и целевыми премиями асимметрична, при этом если участники сделки хорошо друг друга знают, это дает поправку на культурные особенности [3]. В целом коллективистские акционеры стремятся к более низким премиям [4]. При M&A коллективистские акционеры склонны требовать более низкие премии по сравнению с индивидуальными акционерами. Их мотивацией является успех группы в переговорах, и они с большей вероятностью задумаются о благополучии остальных стейкхолдеров. Таким образом, коллективистские акционеры с большей вероятностью отдадут приоритет целям компании-мишени и могут даже поступиться своими интересами, чтобы защитить общие интересы компании-мишени. Их поведение также часто обусловлено стремлением избежать конфронтации и сохранить гармонию в ходе переговоров. Коллективистские участники переговоров также более склонны к модели группового, а не индивидуального принятия решений, что соответствует интересам большинства акционеров и решает вопросы, вызывающие их озабоченность. Данные причины тесно связаны с установками конфуцианства, которые мы обсудим ниже. Таким образом, установлено, что культурная схожесть уменьшает стоимость сделок M&A. Все приверженные конфуцианству страны должны демонстрировать картину, схожую с Китаем благодаря их общему культурному наследию. В то же время другие культурные факторы могут спровоцировать конфликт интересов на различных этапах сделок M&A.

### Конфуцианство и его воздействие на операционную деятельность

Культурная среда Восточной Азии, известная как китайский мир, включает Большой Китай, Японию, Корею и Вьетнам. Исторически торговые связи и господствующее положение Имперского Китая в регионе содействовали взаимодействию стран китайского мира, которые оказались связаны сильными идеологическими и культурными корнями, включая конфуцианство, буддизм и даосизм.

Однако под влиянием глобализации китайский мир сместился в сторону культурной регионализации. Границы между странами стираются, поскольку растут потоки товаров и услуг. Даже поведение потребителей развивается в более «глокальном» направлении, разрушая государственные границы. Отличительной чертой китайского мира является то, что эти процессы, в первую очередь, внутрирегиональные, даже учитывая то, что границы остаются изменчивыми. Как в любом регионе, историческая среда и общественные факторы оказали глубокое влияние на образ жизни, способы коммуникации и ведения бизнеса. Все эти элементы неизбежно воздействуют на сделки M&A, потому что люди, формирующие культурное основание, управляют этими компаниями, работают в них и участвуют в процессе переговоров в ходе сделок M&A.

Конфуцианство содействует отношениям сотрудничества между отдельными лицами, делая акцент на заботе о других людях и гармонии в группе. Однако в то же время оно препятствует инновациям и личной инициативе [5]. В основе конфуцианских социальных отношений лежат следующие особые концепции:

- 1) Золотая середина: поиск баланса и нахождение взаимоприемлемых решений в конфликтах.
- 2) Щедрость и добродетель: доброе и справедливое отношение к другим людям с целью увеличения общего благосостояния.
- 3) Гармония: недопущение конфронтации как оптимальное решение.
- 4) Терпимость, благопристойность и почтительное отношение: основные принципы социальных норм и нравственных устоев.
- 5) Почитание вышестоящих: ключ к пониманию отношений между руководством и подчиненными.
- 6) Свобода действий для самосохранения: невмешательство в дела других людей.
- 7) Стремление угодить вышестоящим: демонстрация уважения, покорности и преданности, чтобы доказать свою верность.

Более ранние исследования указывают на то, что эти основные принципы в странах Азии в разной степени оказывают влияние на процесс коммуникации. С точки зрения факторов, воздействующих на стоимость компании, выявлено, что конфуцианство оказывает отрицательное влияние на креативность и инновации [6]. Оно противоречит креативности из-за таких факторов, как беспрекословное подчинение, авторитарные взаимоотношения, особый акцент на смирении и послушании и т.д. Независимо от применяемых методов креативности или индивидуально уровня креативности конфуцианство имеет тенденцию препятствовать креативности [7]. Инновации сталкиваются с препятствиями на всех этапах, от личных отношений до корпоративной социальной ответственности и коммерческой деятельности. Особенно конфуцианство в значительной мере связано с низкими уровнями инноваций. Более того, контролируемые государством фирмы в намного большей степени следуют конфуцианскому мышлению [8]. Недавние исследования также подтверждают влияние конфуцианства на финансовые результаты компании. Конфуцианство узаконивает стремление к прибыли в компаниях, тем самым улучшая финансовые результаты компании. Конфуцианство также может существенно повысить эффективность механизмов управления, при этом уменьшив незначительный вклад механизмов стимулирования в финансовые результаты [9].

### Разработка ИКТ под влиянием конфуцианства

Исследователи обнаружили связь между информационно-коммуникационными технологиями (ИКТ) и финансовыми результатами фирмы путем различных механизмов, включая увеличение производительности [10; 11], подъем эффективности [12] и общие финансовые результаты [13]. Обычно ИКТ повышают стоимость путем экономии на издержках, увеличения дохода и новых возможностей роста

[14]. Предыдущие исследования показали, что как высокий, так и низкий уровень цифровизации промышленности имеет последствия для инновационного процесса, который следует за сделкой M&A, при этом эффект более заметен в компаниях с «низкой» цифровизацией из-за обязательного внедрения технологических условий [15]. Технологии позволяют провести более точную оценку сделок, и их внедрение усиливает прозрачность финансовых результатов, полученных после сделки, указывая на то, что премии от сделки должны снижаться под влиянием технологического развития в странах, где популярно конфуцианство.

В первую очередь, наш анализ сосредоточен на странах Азиатско-Тихоокеанского региона, отвечающих критериям стран с развивающейся экономикой, включая Китай, Индию, Индонезию, Корею, Малайзию, Филиппины, Тайвань и Таиланд. Дополнительно в выборку входят четыре «азиатских тигра», занимающие уникальную позицию в регионе. Кроме того, Малайзия, Таиланд, Филиппины и Индонезия, которых часто называют «экономическими тигрятами», с 1950-х гг. показали устойчивый рост, хотя и с меньшей скоростью, чем «четыре азиатских тигра» [16]. Эти страны продемонстрировали очевидные характеристики развития, которым присущ высокий уровень цифровизации наряду со стабильным экономическим ростом<sup>6</sup>. Синергия между цифровизацией и культурным доминированием в данных странах, имеющая место в последние годы, может привести к более высокой оценке компаний.

При учете разнопланового влияния конфуцианства и динамичности развития региона, для которого характерен существенный инновационный рост с присутствием цифрового компонента, настоящее исследование изучает воздействие конфуцианства и цифровизации на премии M&A как элемента стоимости компании. На основе рассмотренной литературы мы выдвигаем следующие гипотезы.

**H1:** Компании, имеющие основанную на конфуцианстве связь, тяготеют к снижению премий по сделкам M&A по причине более равноправной оценки бизнеса, осуществляемой под влиянием конфуцианских ценностей.

**H2:** Успешное внедрение современных технологий приводит к уменьшению премий по сделкам M&A и более точной оценке.

**H3:** Покупатели выше оценивают компании-мишени из стран-«тигров».

### Методология

Как и в предыдущих исследованиях, зависимой переменной в настоящей работе выбрана общая стоимость сделки, которая служит прокси для измерения реальной стоимости (или рыночной стоимости) компании. Она включает премии за приобретение, связанные с такими факторами, как выявление скрытой стоимости и мотивов руководства [2; 17].

### Факторы на уровне компании

Для объяснения гетерогенности компаний, участвующих в сделках M&A, и характеристик особых сделок в модель включено несколько переменных на уровне компании, как показано в Таблице 1.

<sup>6</sup> Digital development | Worldbank

Таблица 1. Факторы на уровне компании

Переменная	Описание	Ед. измерения	Источник
Год сделки	Год, в котором объявлена сделка	–	S&P Capital IQ
Возраст компании-мишени [18]	Разница между годом основания компании-мишени и годом сделки	–	Расчеты основаны на данных S&P Capital IQ
Желаемый процент [19]	Приобретаемый в результате сделки процент или доля акций компании-мишени, которую покупатель намерен приобрести	%	S&P Capital IQ
Чистый доход компании-мишени (логарифм) [18; 20–25]	Чистый доход компании-мишени/эмитента на момент объявления, историческое значение. В эконометрическом анализе используются логарифмические значения	Млн долл.	S&P Capital IQ
Совокупный собственный капитал компании-мишени (логарифм)	Совокупный собственный капитал компании-мишени/эмитента на момент объявления, историческое значение. В эконометрическом анализе используются логарифмические значения	Млн долл.	S&P Capital IQ
Коды отрасли [26; 27]	Дамми переменная для оценки отрасли, к которой принадлежат участники сделки. Если компании входят в одну и ту же группу по двум цифрам кода отрасли (SIC), им присваивается значение 1, в противном случае – 0	Дамми	Расчеты основаны на данных S&P Capital IQ

## Факторы на уровне компании

1. Индекс сетевой готовности (ИСГ): ИСГ, представленный в 2002 г., предусматривает ориентированную на будущее и всеобъемлющую концепцию применения ИКТ в рамках национальных экономик. Руководители из государственного и частного секторов часто упоминают ИСГ, а многие страны используют его для разработки стратегий ИКТ [28]. Он измеряет достижения стран в области цифровизации и может служить в качестве метрики для оценки влияния на сделки M&A. В то время как различные переменные в рамках ИСГ воздействуют на сделки по-разному, составной ИСГ может предложить ценную информацию, несмотря на ограничения, предлагаемые в работе Д. Сильвы с соавт. [30].

2. Культурная дистанция: чтобы измерить культурные различия между странами, применены культурные измерения Хофстеде [18; 30–33]. Культурные компоненты рассчитаны на основе методологии составного индекса культуры (СИК), разработанного Х. Еганехом [35]. Учитывая, что на данный момент существует шесть измерений Хофстеде, для расчета СИК использована модификация типологии культурных измерений Хофстеде, предложенная Д. Роем [36] и основанная на анализе измерений Хофстеде по 64 странам.

3. Географическое расстояние: в похожих исследованиях рассматривали расстояние между странами и его влияние на торговлю и инвестиции [31; 36].

4. Компонент рыночной капитализации: данный компонент определяется как отношение рыночной капитализации страны к ее ВВП. Его использовали в предыдущих исследованиях [37; 38] для измерения мотивов выхода на внешние рынки, и он дает понимание размера и ликвидности финансового рынка, воздействующего на способность компании привлекать финансовый капитал и способству-

ющего инвестициям. В настоящей работе актуальны мотивы выхода на внешние рынки – компонент эклектической парадигмы (структура OLI) [39]. Согласно данной структуре все сделки оцениваются, чтобы определить, являются ли они более прибыльными, чем инвестиции на внутреннем рынке [40]. Показано, что мотивы выхода на внешние рынки и подобные им факторы влияют на прямые иностранные инвестиции (ПИИ) в Азиатском регионе [41]. Хотя данный эффект зависит от спецификации модели, авторы пришли к выводу, что он в целом положительный и существенный.

5. Экономическое расстояние: данный индекс измеряет разницу в экономическом положении между двумя странами [18]. В него входят такие факторы, как ВВП на душу населения, дефлятор ВВП, а также экспорт и импорт в процентах от ВВП. Производство этих компонентов служит мерой экономического положения, а разница между странами предоставляет информацию об экономическом расстоянии между ними. Экономическое расстояние может помочь в принятии решений по сделкам с высоким риском [30].

6. Индекс экономической свободы: экономическая свобода является значительным фактором для привлечения ПИИ. Она связана с сильными институтами, верховенством закона, защитой собственности, правосудием и эффективной работой полиции [42]. Индекс экономической свободы, включающий различные факторы в более ранних исследованиях, имел положительную связь с рентабельностью продаж и стоимостью компании [18; 43–45].

7. Индекс восприятия коррупции: высокий уровень коррупции может препятствовать заключению сделок, усиливая непрозрачность действий местной бюрократии и увеличивая стоимость ведения бизнеса [46–48]. Однако отрицательное влияние коррупции снижается в странах, популярных для ПИИ, это явление известно как «эффект руки помощи» [31].



## Сделки на основе конфуцианства

Поскольку мы уделяем внимание анализу влияния конфуцианства, важно определить страны, находящиеся под воздействием ценностей конфуцианства. Согласно культурной карте мира Инглхарт – Вельцеля к странам, приверженным конфуцианству, относятся Китай, Тайвань, Гонконг, Южная Корея, а также Сингапур из-за сильного влияния на него китайской идеологии [49]. Ожидается влияние на эти страны обширного синдрома четко определяе-

мых ценностных ориентиров, связанных с социально-экономическим развитием [50]. Чтобы измерить воздействие конфуцианства, добавлены две дамми переменные: «сделка на основе конфуцианства» (Confucianism Deal), к которой относятся только сделки между странами, приверженными конфуцианству, и «конфуцианство в целом» (Confucianism All), которая принимает во внимание общий эффект от сделок, в которых участвует, как минимум, одна компания, следующая конфуцианским ценностям (Таблица 2).

Таблица 2. Прочие переменные

Переменная	Описание	Ед. измерения	Источник
Рост ВВП [51; 52]	Годовой темп роста ВВП в процентах по рыночным ценам без учета изменения курса национальной валюты по отношению к другой валюте	%	GlobalData
Реальная процентная ставка	Процентная ставка по кредитам, скорректированная на инфляцию, определяемая дефлятором ВВП	%	GlobalData
Патенты	Сумма патентов резидентов и нерезидентов	–	WorldBank
Тигры	Дамми переменная для компаний-мишеней, чтобы определить, принадлежат ли они к списку стран-«тигров»	Дамми	-

## Обоснование модели

Модель со случайными эффектами применяется в качестве эконометрического инструмента. Явная иерархическая модель, как описано в [53], может быть связана с представлением пространств состояний, в котором наблюдения в системе моделируются индивидуально. В модели со случайными эффектами каждый уровень моделируется как случайная переменная, возникающая из основного процесса или распределения [54].

В модели со случайными эффектами предполагается, что объясняющие переменные имеют прочную связь с переменной отклика во всех наблюдениях, хотя эти эффекты в различных наблюдениях могут быть разными. Стандартные ошибки могут быть значительными для фиксированных эффектов, в то время как случайные эффекты допускают оценку эффектов для независимых от времени переменных. Модели со случайными эффектами можно оценить при помощи обобщенного метода наименьших квадратов [55; 56].

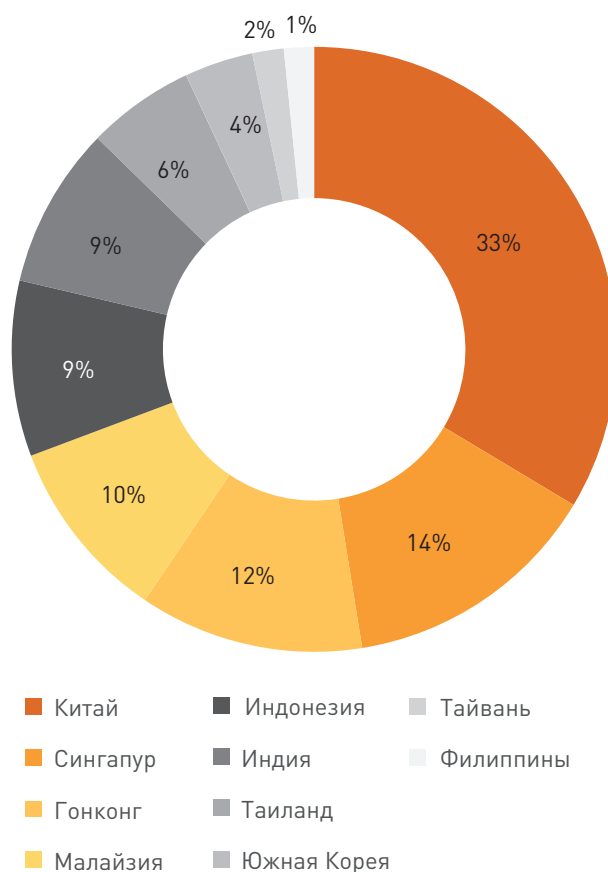
## Результаты построения моделей

### Описание набора данных

В набор данных входят все завершённые трансграничные сделки M&A между компаниями из стран, вошедших в выборку, с 1 января 2002 г. по 1 января 2021 г. Следует отметить, что примерно в одной трети сделок из выборки участвовал Китай, и еще в одной трети – четыре «азиатских тигра» первой волны (Рисунок 1).

С точки зрения отраслей компании, участвовавшие в сделках, относятся к различным секторам. Наиболее распространенными направлениями сделок M&A являются промышленность, потребительский сектор и ИТ, хотя присутствуют сделки из всех основных отраслей, как показано на Рисунке 2.

Рисунок 1. Сделки с разбивкой по странам



В течение этого периода заключено 2677 сделок со средней стоимостью сделки 165 млн долл. В среднем покупатели приобрели долю в 55% в компаниях-мишенях. Дополнительная описательная статистика приведена в Таблице 3.

Рисунок 2. Разбивка по отраслям

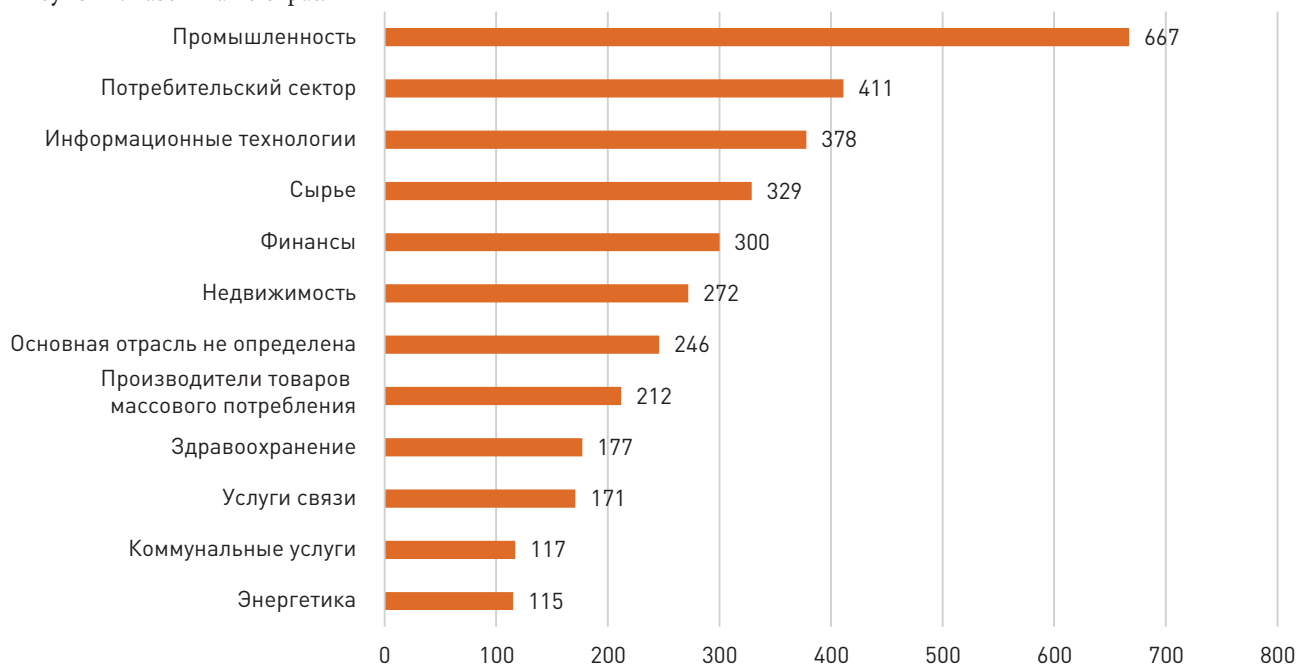


Таблица 3. Описательная статистика

Переменная	Набл.	Среднее значение	Станд. отклон.	Мин.	Макс.
<b>Микроиндикаторы</b>					
Общая стоимость сделки	2677	165.14	1152.52	0.001	35 110.44
Искомый %	2640	55.06	35.42	0.002	100
Чистый доход компании-мишени (логарифм)	1171	1.49	2.48	-6.91	10.15
Совокупный собственный капитал компании-мишени (логарифм)	1157	3.35	2.64	-5.81	11.71
Возраст компании-мишени	2677	13.22	21.04	0	444
Размер	817	5.21	2.38	0.01	14.43
<b>Индексы</b>					
ИВК (индекс восприятия коррупции)	2677	50.46	21.22	19	94
ИЭС (индекс экономической свободы)	2677	65.99	14.76	51	90.2
ИСГ (индекс сетевой готовности)	2677	62.22	11.33	32.6	86.23
Компонент рыночной капитализации	2677	65 781.53	130 885.5	141.35	652 587.4
Культурная дистанция	2677	0.18	0.13	0	0.5
Географическое расстояние	2677	1.87	1.47	0	5.27
Экономическое расстояние	2677	4.25	2.26	0	6.43
<b>Макроиндикаторы</b>					
Патент	2677	251 302.2	412 920.4	1873	1 542 002
Рост ВВП	2677	6.37	3.04	0.12	14.53
Реальная процентная ставка	2677	3.40	2.15	0.03	12.32

Таблица 4. Матрица корреляции (Часть)

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Размер	1	1.00															
Конфуцианство	2	0.04	1.00														
Confucianism_all	3	-0.04	0.40	1.00													
Рост ВВП	4	-0.02	0.21	0.11	1.00												
ИБК	5	-0.01	0.13	0.24	-0.33	1.00											
ИЭК	6	0.00	0.01	0.15	-0.50	0.94	1.00										
Патент	7	0.04	0.49	0.19	0.23	-0.32	-0.45	1.00									
ИСГ	8	-0.05	0.10	0.21	-0.28	0.57	0.58	-0.15	1.00								
Культурная дистанция	9	-0.01	0.30	0.37	0.22	-0.12	-0.19	0.23	0.03	1.00							
Географическое расстояние	10	0.01	0.16	0.24	0.18	-0.13	-0.17	0.11	-0.13	0.60	1.00						
Прямые связи	11	-0.01	0.04	0.00	0.02	-0.10	-0.10	0.13	-0.07	-0.22	-0.71	1.00					
Компонент рыночной капитализации	12	0.04	0.22	0.15	-0.34	0.67	0.74	-0.27	0.46	-0.12	-0.05	-0.11	1.00				
«Тигры»	13	0.01	0.21	0.21	-0.40	0.92	0.91	-0.35	0.56	-0.07	-0.08	-0.16	0.70	1.00			
Общая стоимость сделки (логарифм)	14	0.66	0.13	-0.02	-0.01	0.03	0.01	0.09	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.05	0.05	1.00		
Чистый доход компании-мишени (логарифм)	15	0.83	-0.03	-0.05	-0.10	-0.01	0.01	-0.02	-0.05	-0.05	0.01	-0.05	0.01	0.01	0.58	1.00	
Совокупный собственный капитал компании-мишени (логарифм)	16	0.92	-0.01	-0.06	-0.08	-0.04	-0.02	0.02	-0.06	-0.03	0.03	-0.07	-0.05	-0.01	0.72	0.81	1.00

## Корреляционный анализ детерминант сделок M&A

В Таблице 4 показана существенная положительная корреляция между размером (и натуральным логарифмом активов) и натуральными логарифмами стоимости сделки, стоимости собственного капитала и чистой прибыли. Эта корреляция логична, поскольку инвесторы в сделке M&A, в первую очередь, платят за активы компании-мишени. Стоимость сделки не может быть ниже стоимости активов компании, потому что это противоречит фундаментальной теории фирмы. Теория фирмы, уходящая корнями в неоклассическую экономическую теорию, утверждает, что фирмы ведут свою деятельность с целью максимально увеличить прибыль [57]. Для этого они получают точную информацию о цене и спросе на продукцию на рынке и оптимизируют распределение ресурсов. В данном контексте инвестиции представляют собой распределение ресурсов, а результатом любой сделки, в идеале, должно быть максимальное увеличение прибыли. Производственные активы представляют ценность для компании, потому что их используют для изготовления товаров, финансирования деятельности компании и увеличения роста. Однако на окончательную стоимость сделки также влияют другие факторы, включая различную

оценку с точки зрения покупателей и продавцов, а также скрытые стимулы заплатить больше (премия по сделке). Учитывая данную корреляцию, в итоговую модель входят логарифмические значения чистой прибыли и собственного капитала.

Как указано ранее, между индексом восприятия коррупции (ИВК) и индексом экономической свободы (ИЭС) наблюдалась сильная корреляция. Последующий анализ показал, что причиной такой сильной корреляции стало использование индекса восприятия коррупции (ИВК) в качестве источника информации для расчета индекса экономической свободы (ИЭС). Следовательно, индекс экономической свободы был включен в модель, в то время как индекс восприятия коррупции в нее не вошел. Предпочтение отдали индексу экономической свободы, потому что он дает более полное описание экономической среды на уровне страны, что может быть принципиально важно для анализа детерминант сделок M&A.

Компонент рыночной капитализации, измеренный в соответствии с ВВП, также показал высокую корреляцию с индексами ИВК и ИЭС. Поскольку связь была схожа, мы предположили, что существует тенденция присваивать более высокие рейтинги по данным индексам странам с высокой рыночной капитализацией.

## Полученные эмпирические данные эконометрического анализа

Таблица 5. Результаты эконометрического моделирования

Переменные	Все	На основе собств. капитала	Оба	Без %
Чистый доход компании-мишени (логарифм)	0.2*** (0.04)		0.2*** (0.04)	0.15*** (0.03)
Совокупный собственный капитал компании-мишени (логарифм)	0.69*** (0.05)	0.86*** (0.05)	0.69*** (0.05)	0.59*** (0.05)
Конфуцианство	-0.28*** (0.09)	-0.3*** (0.09)	-0.26*** (0.09)	0.29*** (0.05)
Confucianism_all	0.12 (0.17)	0.04 (0.18)	0.07 (0.18)	-0.12 (0.23)
Log_NRI	-0.17 (0.21)	-0.07 (0.27)	-0.09 (0.21)	
Индекс сетевой готовности (ИСГ)				-0.001 (0.003)
Желаемый процент	0.03*** (0.003)	0.03*** (0.003)	0.03*** (0.003)	
«Тигры»	0.66*** (0.09)	0.57*** (0.16)	0.52*** (0.12)	
Сходство кода отрасли (SIC)	0.13 (0.08)	0.08 (0.06)	0.14 (0.09)	0.28** (0.14)
Год	0.01 (0.01)	0.003 (0.006)	0.01 (0.009)	-0.02* (0.01)
Возраст компании-мишени	-0.003 (0.002)	-0.001 (0.003)	-0.003 (0.002)	-0.01** (0.002)
Патент	3.09e-07** (1.45e-07)	2.64e-07** (1.14e-07)	2.23e-07** (1.02e-07)	2.49e-07*** (6.77e-08)
Экономическое расстояние	-0.03* (0.01)	-0.05* (0.01)	-0.03* (0.01)	-0.05* (0.01)
Компонент рыночной капитализации	2.74e-07 (2.46e-07)	1.04e-06* (1.74e-07)	4.31e-07* (2.39e-07)	1.29e-06* (3.62e-07)
Индекс экономической свободы (ИЭС)	0.003 (0.01)	-0.02** (0.008)	-0.01 (0.008)	0.005* (0.003)
Географическое расстояние	0.01 (0.02)	0.05* (0.02)	0.03** (0.01)	0.02 (0.05)
Культурная дистанция	0.14 (0.33)	0.24 (0.36)	0.15 (0.31)	-0.16 (0.53)
Прямые связи		0.16 (0.12)	0.07 (0.11)	
Константа	-23.86 (26.32)	-5.43 (13.53)	-22.82 (19.70)	40.60* (23.15)
Количество наблюдений	960	1,145	960	972

Переменные	Все	На основе собств. капитала	Оба	Без %
№ страны	10	10	10	10
Внутри	0.6547	0.6657	0.6534	0.4717
Между	0.9031	0.8898	0.9357	0.8600
Всего	0.6591	0.6691	0.6581	0.4786

В изначальную модель входили все переменные, которые мы считали влияющими на стоимость компании. Однако некоторые переменные оказались несущественными и были впоследствии исключены из модели. В частности, рост ВВП и реальная процентная ставка (РПС) были исключены из-за их избыточной связи с другими переменными, а именно, индекс экономической свободы (ИЭС). Также был исключен индекс восприятия коррупции (ИВК) из-за его включенности в ИЭС.

Основные переменные модели оказались существенными. Проверка робастности была проведена на данных в модели со «всеми» переменными. По результатам теста фактора инфляции дисперсии (VIF) мультиколлинеарность данных не выявлена, за исключением ИВК и ИЭС, что подтвердило верность решения об исключении ИВК. Гетероскедастичность обнаружена при помощи теста Бройша – Пэгана, и чтобы решить эту задачу, ошибки сгруппировали по странам. Группировка ошибок по странам обоснована сходством социально-экономической среды в наблюдениях, вошедших в группы, что потенциально увеличивает статистическую мощность модели. Более того, статистическая мощность имеет предрасположенность к росту как при увеличении количества групп, так и при увеличении количества субъектов в группе [58].

Как и предполагалось, переменные финансовых результатов компании значительно увеличили стоимость компании. Среди факторов на уровне страны количество патентов показало существенное положительное влияние на стоимость сделки. Это соответствует теоретически прогнозируемым результатам, поскольку большее количество патентов свидетельствует о более высоком технологическом развитии страны.

Однако индекс сетевой готовности (ИСГ) не дал значительных результатов, соответственно, Гипотеза 2 отвергается. Следует отметить, что ИСГ измеряет только общее влияние и может иметь слишком широкий охват, чтобы дать значительные результаты. Поэтому рекомендуется дальнейшее исследование с акцентом на разбивку ИСГ на подкомпоненты.

Что касается культурной дистанции, измеряемой при помощи культурных измерений Хофстеде и объясняющей культурные различия между странами в одном и том же регионе, существенного влияния не обнаружено. Такое отсутствие существенного влияния можно объяснить культурным сходством между странами региона с тесными связями, которое приводит к незначительной культурной дистанции. Теоретически это частично подтверждает Гипотезу 1.

Как прямое подтверждение Гипотезы 1 сделки с участием последователей конфуцианства показали отрицательное и существенное влияние на стоимость сделки, что подтверждает предположение гипотезы о том, что конфуцианство оказывает влияние на премии по сделке. Кроме того, сделки с участием компаний из «азиатских тигров» имели намного более высокую стоимость. Это указывает на то,

что компании, ведущие деятельность в высокоразвитой среде с доступом к передовым технологиям, получают более высокую оценку. Существует вероятность, что географическое положение и структура производства, включая высокотехнологичное производство и финансы, способствуют получению таких результатов, что подтверждает Гипотезу 3.

Модель «без %», которая исключает сумму «приобретения покупателем», исходит из полного приобретения. В то время как в данной модели знаки перед переменными могут меняться, они остаются значительными. (Мы объясняем это существенностью постоянного коэффициента.) Это подчеркивает устойчивость результатов.

Гипотеза 2 не подтвердилась, что является основанием для дальнейшего изучения аспекта цифровизации.

## Обсуждение и практическая значимость

Результаты настоящего анализа имеют важное значение для политиков и компаний, участвующих в трансграничных сделках M&A.

Подтверждение в работе Гипотезы 1 свидетельствует о том, что компании, связанные ценностями конфуцианства, склонны снижать премии по сделкам M&A и оценивать бизнес более справедливо под влиянием таких ценностей. Это подчеркивает важность рассмотрения культурных факторов в процессах сделок M&A. Политики могут использовать эту ценную информацию для разработки политики продвижения трансграничных сделок M&A между культурно схожими компаниями, поощряя более справедливые сделки и совершенствуя процесс переговоров.

Гипотеза 3, которая утверждает, что покупатели склонны выше оценивать компании-мишени из «азиатских тигров», указывает на то, что эти рынки привлекательны для инвестиций. Несмотря на то, что обратный эффект не изучен в настоящей работе, очевидно, что инвестиции из этих стран также весьма привлекательны. Понимание этих аспектов вместе с другими эффектами, несомненно, будет полезно для всех стейкхолдеров.

Политики и регулирующие органы могут также использовать информацию о процессе оценки и ценообразовании, чтобы избежать переплаты в сделках M&A и снизить риск разрушающего поглощения компаний [34; 59–62]. Культурное сходство, такое как конфуцианство, гарантирует, что все стороны будут действовать по одной схеме. Четкое общее видение помогает снизить риски, уменьшить стоимость сделки и премию сделки.

## Выводы

В настоящей работе приведено всестороннее исследование факторов, которые влияют на сделки M&A. Ее отличительной чертой является анализ влияния общей культурной

среды компаний, участвующих в сделке, с особым вниманием к конфуцианству. Согласно существующей литературе, ведение бизнеса связано с культурными характеристиками. Влияние культуры на ведение бизнеса становится особенно очевидным в особых географических регионах, таких как китайский мир. В этом регионе страны формируют культурные группы, по сути, создавая «глокальные» культурные образования. У стран в таких культурных группах есть общие характеристики, которые развиваются с каждым поколением. В современной истории такие явления, как корейская волна или Халлю, оказали существенное воздействие на китайский мир, деловую этику которого можно описать как сочетание традиционных ценностей и западных идеалов.

Культурное влияние на сделки асимметрично, что ведет к скидкам в дополнение к другим эффектам. Личные склонности, на которые влияет культура, особенно в коллективистских странах, могут привести к снижению размера премий. Культурное сходство сторон, участвующих в сделках, способствует уменьшению общей стоимости сделок M&A.

Развитие информационно-коммуникационных технологий (ИКТ) привело к снижению затрат, увеличению производительности и новым возможностям роста. Развитие высоких технологий способствует инновационным процессам после сделки. Однако лишь развитие технологий не является гарантией их эффективного применения. Эмпирические результаты подтверждают наше предположение, при этом дальнейшее тщательное исследование данных тем может дать существенные результаты.

В настоящем исследовании рассмотрено три ключевых вопроса. Во-первых, оно изучает влияние конфуцианства на стоимость сделок M&A и премий. Стоимость сделок M&A и премии обычно уменьшается, когда стороны принадлежат к одинаковой культурной среде, что способствует снижению рисков, связанных с культурными различиями. Общее видение основных вопросов часто обеспечивает положительные перспективы для новых бизнес-структур. Во-вторых, из-за специфики региона возникли вопросы внедрения технологий (или цифровизации) в Азиатском регионе. Технологии обеспечивают более прозрачную оценку сделок и финансовых результатов после сделок, что теоретически должно привести к снижению премий по сделкам. Однако эмпирические исследования не подтверждают данную гипотезу, вероятно, из-за общего характера независимых переменных, что указывает на необходимость измерения индекса сетевой готовности по разным шкалам, разделив его на компоненты. В-третьих, кроме влияния конфуцианства, мы изучаем, оказывают ли определенные страны уникальное воздействие на сделки. Независимо от их размера определенные страны могут влиять на культуру китайского мира, например, Южная Корея. Эти страны часто называют «тиграми». Они имеют общую среду в виде конфуцианских ценностей, что в сочетании с культурным доминированием может поднять оценку компаний из таких государств. Компании из стран «тигров» обычно получают более высокую оценку, возможно, благодаря таким факторам, как экономическая структура, технический прогресс или географические аспекты.

Выводы настоящего исследования дают новую ценную информацию, позволяющую политикам и компаниям корректировать свои решения или получить новое представление о факторах, влияющих на экономику. Культурная

самобытность – это комплексная переменная, а различия существуют даже в культурно сходных регионах. Если культуры стран – участников сделки схожи, такие элементы, как конфуцианство, могут далее углубить культурные связи и повлиять на решения как на общем уровне, так и на уровне сделки. Подобные ценности повышают доверие сторон и защищают интересы акционеров компании, снижая дополнительные риски.

Наше исследование делает вклад в существующую литературу, изучив совместное воздействие цифровизации и культуры на премии сделок. В отличие от предыдущих исследований, которые измеряли культуру в широком смысле, оценивая культурное сходство или различия между сторонами сделки, либо использовали культурные измерения в качестве прокси культурных различий [4], мы уделяем особое внимание исключительной роли общей культурной среды, уходящей корнями в конфуцианство. Более того, в противоположность тем исследованиям, которые изучали влияние конфуцианства на результаты инноваций [6] или отрицательную связь между конфуцианством и креативностью [7], данная работа непосредственно исследует, каким образом конфуцианство влияет на премии по сделкам с точки зрения цифровизации.

Важно отметить, что у настоящего исследования имеются определенные ограничения, свидетельствующие о возможности дальнейших исследований. Размер выборки был уменьшен из-за ограничений, связанных с доступностью данных. Кроме того, метрика, примененная для измерения цифровизации, может быть неточной, а в результате повышения ее точности данное явление можно представить более достоверно. Последующие исследования могут устранить эти ограничения, увеличив количество источников данных и разработав более точное средство измерения цифровизации, что повысит достоверность, обобщаемость и количество потенциальной ценной информации в полученных результатах.

## Список литературы

1. CFI Team. *Acquisition Premium*. CFI Educ; 2022. URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/acquisition-premium/> (accessed 25.05.2022).
2. Smith K.V. Comment: A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1973;8(2):159-162. <https://doi.org/10.2307/2330008>
3. Lim J., Makhija A.K., Shenkar O. The asymmetric relationship between national cultural distance and target premiums in cross-border M&A. *Journal of Corporate Finance*. 2016;41:542-571. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.07.007>
4. Wen R. Who asks for higher merger and acquisition premiums? The perspective of national collectivism. *China Journal of Accounting Studies*. 2017;5(2):196-210. <https://doi.org/10.1080/21697213.2017.1339431>
5. Yum J.O. The impact of confucianism on interpersonal relationships and communication patterns in East Asia. *Communication Monographs*. 1988;55(4):374-388. <https://doi.org/10.1080/03637758809376178>

6. Chen G.M., Chung J. The impact of confucianism on organizational communication. *Communication Quarterly*. 1994;42(2):93–105. <https://doi.org/10.1080/01463379409369919>
7. Kim K.H. Exploring the interactions between Asian culture (Confucianism) and creativity. *Journal of Creative Behavior*. 2007;41(1):28–53. <https://doi.org/10.1002/J.2162-6057.2007.TB01280.X>
8. Feng X., Jin Z., Johansson A.C. How beliefs influence behaviour: Confucianism and innovation in China. *Economics of Transition and Institutional Change*. 2021;29(3):501–525. <https://doi.org/10.1111/ecot.12277>
9. Wang L., Zhang Y., Wang L.N., et al. Confucianism and Firm Performance. *Frontiers in Physics*. 2020;8:319. <https://doi.org/10.3389/fphy.2020.00319>
10. Skorupinska A., Torrent-Sellens J. ICT, Innovation and Productivity: Evidence Based on Eastern European Manufacturing Companies. *Journal of the Knowledge Economy*. 2017;8:768–788. <https://doi.org/10.1007/s13132-016-0441-1>
11. Albiman M.M., Sulong Z. The linear and non-linear impacts of ICT on economic growth, of disaggregate income groups within SSA region. *Telecommunications Policy*. 2017;41(7-8):555–572. <https://doi.org/10.1016/j.telpol.2017.07.007>
12. Venturini F. The modern drivers of productivity. *Research Policy*. 2015;44(2):357–369. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.10.011>
13. Fernández-Portillo A., Almodóvar-González M., Hernández-Mogollón R. Impact of ICT development on economic growth. A study of OECD European union countries. *Technology in Society*. 2020;63:101420. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2020.101420>
14. Larsen M.H. ICT integration in an M&A process. *Pacific Asia Conference on Information Systems*. 2005:1146–1159. URL: <https://aisel.aisnet.org/pacis2005/95> (accessed 25.05.2022)
15. Cassiman B., Colombo M.G., Garrone P., et al. The impact of M&A on the R&D process: An empirical analysis of the role of technological- and market-relatedness. *Research Policy*. 2005;34(2):195–220. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2005.01.002>
16. Bloomenthal A. Four Asian Tigers Definition. *Investopedia*. 2019. URL: <https://www.investopedia.com/terms/f/four-asian-tigers.asp> (accessed 25.05.2022)
17. Zhang R. How Financing Activities Affect Firm Innovation. *PBCSF MBA*. 2019. URL: <https://eng.fmba.pbcfsf.tsinghua.edu.cn/info/1003/1008.htm> (accessed 25.05.2022)
18. Liou R.S., Rao-Nicholson R. Age Matters: The Contingency of Economic Distance and Economic Freedom in Emerging Market Firm's Cross-Border M&A Performance. *Management International Review*. 2019;59:355–386. <https://doi.org/10.1007/s11575-019-00381-y>
19. Chaudhry R., Duveblad C. Do Acquirers Offer a Higher Bid Premium to Target Companies as Their Demand Increases? 2010. URL: <https://arc.hhs.se/download.aspx?MediumId=1000> (accessed 25.05.2022)
20. Mucenieks K. Factors Affecting Mergers and Acquisitions in the European Union. *Humanities and Social Sciences Latvia*. 2018;26:102–114. <https://doi.org/10.22364/hssl.26.2.7>
21. Hitt M., Harrison J., Ireland R.D., et al. Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of US Firms. *British Journal of Management*. 1998;9(2):91–114. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00077>
22. Papadakis V.M., Thanos I.C. Measuring the performance of acquisitions: An empirical investigation using multiple criteria. *British Journal of Management*. 2010;21(4):859–873. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2009.00671.x>
23. Djazuli A. Financial Performance and Firm Value: The Moderating Role of Corporate Social Responsibility Disclosure. *Linguistica Antverpiensia*. 2021;13:3841–3853.
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. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1313122>
25. Setiawati A.A.S.M.D., Budiarta I.K., Ratnadi N.M.D., et al. The role of corporate social responsibility disclosure in moderating the effect of capital structure on firm value. *RJOAS: Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*. 2018;80(8):143–148. <https://doi.org/10.18551/rjoas.2018-08.18>
26. Jongwanich J., Brooks D.H., Kohpaiboon A. Cross-border mergers and acquisitions and financial development: Evidence from emerging Asia. *Asian Economic Journal*. 2013;27(3):265–284. <https://doi.org/10.1111/asej.12014>
27. Perafán-Peña H.F., Gill-de-Albornoz B., Giner B. Earnings management of target firms and deal premiums: The role of industry relatedness. *The British Accounting Review*. 2022;54(2):101038. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2021.101038>
28. Dutta S., Lanvin B. (eds.) *Network Readiness Index 2021*. 2021. URL: [https://networkreadinessindex.org/wp-content/uploads/reports/nri\\_2021.pdf](https://networkreadinessindex.org/wp-content/uploads/reports/nri_2021.pdf) (accessed 25.05.2022)
29. Silva D.S., Yamashita G.H., Cortimiglia M.N., et al. Are we ready to assess digital readiness? Exploring digital implications for social progress from the Network Readiness Index. *Technology in Society*. 2022;68:101875. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2022.101875>
30. Yoon H., Peillex J., Buckley P.J. Friends or foes? Bilateral relationships and ownership choice in cross-border acquisitions by emerging market firms. *British Journal of Management*. 2021;32(3):852–871. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12442>

32. Barassi M.R., Zhou Y. The effect of corruption on FDI: A parametric and non-parametric analysis. *European Journal of Political Economy*. 2012;28(3):302–312. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2012.01.001>
33. Ahammad M.F., Tarba S.Y., Liu Y., et al. Exploring the factors influencing the negotiation process in cross-border M&A. *International Business Review*. 2016;25(2):445–457. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2015.06.001>
34. Lee S.J., Kim J., Park B.I. Culture clashes in cross-border mergers and acquisitions: A case study of Sweden's Volvo and South Korea's Samsung. *International Business Review*. 2015;24(4):580–593. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.10.016>
35. Yeganeh H. A compound index of cultural dimensions: Implications and applications. *International Journal of Organizational Analysis*. 2013;21(1):53–65. <https://doi.org/10.1108/19348831311322533>
36. Roy D. Formulation of Hofstede's Global Cultural Dimension Index (HGCDI): A cross-country study. *Journal of Transnational Management*. 2020;25(3):195–224. <https://doi.org/10.1080/15475778.2020.1765715>
37. Habib M, Zurawicki L. Corruption and Foreign Direct Investment. *Journal of International Business Studies*. 2002;33:291–307. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8491017>
38. Eden L., Dobson W. (eds.) *Governance, Multinationals, and Growth*. 2005. 400 p.
39. Deng P, Yang M. Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*. 2015;24(1):157–172. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.07.005>
40. CFI. *Eclectic Paradigm*. CFI Educ; 2022. URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/eclectic-paradigm/> (accessed 25.05.2022)
41. Chen J. Eclectic Paradigm Definition. Investopedia 2020:3–5 URL: <https://www.investopedia.com/terms/e/eclecticparadigm.asp>
42. Wadhwa K., Reddy S.S. Foreign Direct Investment into Developing Asian Countries: The Role of Market Seeking, Resource Seeking and Efficiency Seeking Factors. *International Journal of Business and Management*. 2011;6(11):219–226. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v6n11p219>
43. Ghazalian P.L., Amponsem F. The effects of economic freedom on FDI inflows: an empirical analysis. *Applied Economics*. 2019;51(11):1111–1132. <https://doi.org/10.1080/0036846.2018.1524979>
44. Gregoriou A., Nguyen B.D., Nguyen T.D., et al. Economic policy uncertainty and cross-border mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis*. 2021;78:101911. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101911>
45. Bonaime A., Gulen H., Ion M. Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? *Journal of Financial Economics*. 2018;129(3):531–558. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.05.007>
46. Borthwick J., Ali S., Pan X. Does policy uncertainty influence mergers and acquisitions activities in China? A replication study. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2020;62:101381. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101381>
47. Javorcik B.S., Wei S.J. Corruption and cross-border investment in emerging markets: Firm-level evidence. *Journal of International Money and Finance*. 2009;28(4):605–624. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2009.01.003>
48. Boateng A., Hua X., Uddin M., et al. Home country macroeconomic factors on outward cross-border mergers and acquisitions: Evidence from the UK. *Research in International Business and Finance*. 2014;30:202–216. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.08.001>
49. Weitzel U., Berns S. Cross-border takeovers, corruption, and related aspects of governance. *Journal of International Business Studies*. 2006;37:786–806. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400225>
50. Ma T-C, Ouyang L. Confucianism, growth and democracy. *J Econ Dev* 2020;22:149–66. <https://doi.org/10.1108/JED-11-2019-0066>
51. Worldvaluessurvey.org. WVS Database [online] 2019. <https://www.worldvaluessurvey.org/wvs.jsp> (accessed 25.05.2022)
52. Deng P, Yang M. Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*. 2015;24(1):157–172. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.07.005>
53. Zakaria R., Fernandez W.D., Schnepfer W.D. Resource availability, international acquisition experience, and cross-border M&A target search: A behavioral approach. *Multinational Business Review*. 2017;25(3):185–205. <https://doi.org/10.1108/MBR-03-2017-0016>
54. Royle J.A., Dorazio R.M. Hierarchical models of animal abundance and occurrence. *Journal of Agricultural, Biological, and Environmental Statistics*. 2006;11:249–263. <https://doi.org/10.1198/108571106X129153>
55. Midway S. Chapter 9 Random Effects. In: *Data Analysis in R*. 2022. URL: [https://bookdown.org/steve\\_midway/DAR/random-effects.html](https://bookdown.org/steve_midway/DAR/random-effects.html) (accessed 25.05.2022)
56. Williams R. Williams, R. (2015). Panel Data 4: Fixed Effects vs Random Effects Mode. URL: <https://www3.nd.edu/~rwilliam/stats3/Panel04-FixedVsRandom.pdf>
57. Allison P.D. *Fixed Effects Regression Models*. SAGE Publications; 2012. <https://doi.org/10.4135/9781412993869>
58. Gordon J. Theory of the Firm (Economics) – Explained. 2023. URL: [https://thebusinessprofessor.com/en\\_US/economic-analysis-monetary-policy/theory-of-the-firm-definition](https://thebusinessprofessor.com/en_US/economic-analysis-monetary-policy/theory-of-the-firm-definition) (accessed 25.05.2022)
59. Austin P.C., Leckie G. The effect of number of clusters and cluster size on statistical power and Type I error rates when testing random effects variance components in multilevel linear and logistic regression models. *Journal of Statistical Computation and Simulation*. 2018;88(16):3151–3163. <https://doi.org/10.1080/00949655.2018.1504945>



60. Fu F, Lin L., Officer M.S. Acquisitions Driven by Stock Overvaluation: Are They Good Deals? *Journal of Financial Economics*. 2013;109:24-39. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1328115>
61. Harford J., Humphery-Jenner M., Powell R.G. The Sources of Value Destruction in Acquisitions by Entrenched Managers. *Journal of Financial Economics*. 2012;106(2). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1562247>
62. Malmendier U., Tate G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*. 2008;89(1):20–43. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>
63. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*. 1986;59(2):197-216. <https://doi.org/10.1086/296325>

## ПРИЛОЖЕНИЕ А

## Матрица корреляции

Таблица А.1. Матрица корреляции основных детерминант

	T_Value	Percent	SIC	Size	Year	T_age	A_age	Conf	Conf_all	RGDPG	RIR	CPI	EFI	Patent	NRI	Cult_D	Geo_D	Dir_Con	Econ_D	Mcap_c-p	Tigers	country	logV	INRI	L_T_Net	L_T_Eq~y	
T_Value	1.00																										
Percent	0.05	1.00																									
SIC	0.02	0.07	1.00																								
Size	0.36	-0.20	0.09	1.00																							
Year	0.01	-0.02	0.02	-0.05	1.00																						
T_age	0.10	-0.16	-0.04	0.24	-0.12	1.00																					
A_age	0.05	-0.11	-0.07	0.23	-0.13	0.17	1.00																				
Conf	0.04	0.10	0.08	0.04	0.04	-0.11	-0.20	1.00																			
Conf_all	-0.01	-0.01	0.02	-0.04	0.05	-0.08	-0.18	0.40	1.00																		
RGDPG	-0.03	0.02	0.07	-0.02	-0.39	-0.09	-0.04	0.21	0.11	1.00																	
RIR	0.01	-0.02	0.00	0.05	0.08	0.04	0.04	-0.20	-0.07	-0.16	1.00																
CPI	0.03	0.09	-0.09	-0.01	0.08	0.03	0.05	0.13	0.24	-0.33	0.07	1.00															
EFI	0.03	0.06	-0.10	0.00	0.14	0.06	0.07	0.01	0.15	-0.50	0.05	0.94	1.00														
Patent	0.01	0.06	0.11	0.04	0.31	-0.16	-0.16	0.49	0.19	0.23	-0.14	-0.32	-0.45	1.00													
NRI	0.02	0.03	-0.05	-0.05	0.10	0.01	0.00	0.10	0.21	-0.28	-0.11	0.57	0.58	-0.15	1.00												
Cult_D	-0.01	-0.03	0.04	-0.01	-0.04	-0.08	-0.07	0.30	0.37	0.22	-0.10	-0.12	-0.19	0.23	0.03	1.00											
Geo_D	0.00	-0.02	0.02	0.01	-0.03	-0.08	-0.09	0.16	0.24	0.18	-0.01	-0.13	-0.17	0.11	-0.13	0.60	1.00										
Dir_Con	-0.01	0.03	0.04	-0.01	0.00	0.02	-0.02	0.04	0.00	0.02	-0.04	-0.10	-0.10	0.13	-0.07	-0.22	-0.71	1.00									
Econ_D	-0.02	-0.04	0.05	0.01	-0.04	-0.06	-0.21	0.21	0.44	0.14	-0.04	-0.19	-0.21	0.12	-0.09	0.28	0.23	-0.01	1.00								
Mcap_comp	0.04	0.09	-0.06	0.04	0.12	-0.02	-0.01	0.22	0.15	-0.34	-0.05	0.67	0.74	-0.27	0.46	-0.12	-0.05	-0.11	-0.16	1.00							
Tigers	0.04	0.07	-0.09	0.01	0.05	0.05	0.04	0.21	0.21	-0.40	0.02	0.92	0.91	-0.35	0.56	-0.07	-0.08	-0.16	-0.21	0.70	1.00						
country	-0.02	-0.07	-0.08	-0.07	0.06	0.12	0.14	-0.45	-0.18	-0.49	0.01	0.32	0.44	-0.52	0.19	-0.21	-0.21	0.01	-0.14	-0.07	0.36	1.00					
logV	0.28	0.08	-0.01	0.66	0.07	0.22	0.11	0.13	-0.02	-0.01	0.00	0.03	0.01	0.09	0.00	0.00	-0.01	0.00	-0.13	0.05	0.05	-0.07	1.00				
INRI	0.02	0.03	-0.05	-0.05	0.12	0.00	0.00	0.12	0.21	-0.27	-0.09	0.55	0.55	-0.11	0.99	0.03	-0.12	-0.06	-0.08	0.44	0.52	0.17	0.00	1.00			
L_T_Net	0.30	-0.28	-0.01	0.83	0.00	0.23	0.17	-0.03	-0.05	-0.10	0.07	-0.01	0.01	-0.02	-0.05	-0.05	0.01	-0.05	-0.06	0.01	0.01	0.04	0.58	-0.06	1.00		
L_T_Equity	0.29	-0.33	-0.03	0.92	0.01	0.29	0.23	-0.01	-0.06	-0.08	0.02	-0.04	-0.02	0.02	-0.06	-0.03	0.03	-0.07	-0.08	-0.05	-0.01	0.06	0.72	-0.07	0.81	1.00	

Вклад авторов: авторы внесли одинаковый вклад в настоящую статью.

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

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

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.43-54>

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



# Влияние человеческого капитала топ-менеджмента на эффективность адаптации российских IT-компаний к культуре отмены и структурному кризису

**Сергей Гришунин** ✉

кандидат экономических наук, доцент, Школа финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Россия, [sergei.v.grishunin@gmail.com](mailto:sergei.v.grishunin@gmail.com), [ORCID](#)

**Анна Гурина**

аналитик-исследователь, ООО «Национальное рейтинговое агентство», Москва, Россия, [annagurina1801@gmail.com](mailto:annagurina1801@gmail.com), [ORCID](#)

**Анастасия Сюткина**

аналитик-исследователь, ООО «Национальное рейтинговое агентство», Москва, Россия, [aasyutkina@edu.hse.ru](mailto:aasyutkina@edu.hse.ru), [ORCID](#)

## Аннотация

Начиная с марта 2022 г. российские компании сталкиваются со структурным кризисом, при этом больше всего пострадала IT-отрасль. В статье исследуется влияние качеств человеческого капитала (HC) высшего руководства отечественных IT-компаний на эффективность их адаптации к данному кризису. Научная новизна статьи обусловлена: 1) недостаточным количеством исследований по теме в условиях перманентных структурных кризисов; 2) исследованием качества человеческого капитала всей команды топ-менеджмента. Результаты показали, что повышение качества человеческого капитала топ-менеджеров умеренно и положительно повлияло на эффективность адаптации IT-компаний к кризису. Однако мы не обнаружили различий между степенью влияния на адаптацию человеческого капитала генерального директора (CEO) и остальной части команды высших руководителей. Такие качества человеческого капитала руководителей, как: 1) молодой возраст; 2) вступление в должность до кризиса; 3) опыт работы в международных компаниях; 4) опыт работы в IT-индустрии; и 5) открытость заинтересованным сторонам, в наибольшей степени способствовали адаптации к кризису.

**Ключевые слова:** человеческий капитал, культура отмены, структурный кризис, адаптация, отрасль информационных технологий

**Цитирование:** Grishunin S., Gurina A., Syutkina A. (2023) Executive Human Capital: Adaptive Efficiency of Russian IT Companies to Structural Crises. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(3): 43-54. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.43-54>

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

Влияние человеческого капитала топ-менеджмента на результаты деятельности компаний широко изучается в научной литературе, однако достаточно редко рассматривается в контексте разного уровня стабильности экономической среды. В то же время авторы теории высших эшелонов считают, что в кризисное время личностные характеристики топ-менеджеров являются даже более значимыми, чем в экономически благополучный период, так как они влияют на решения управленцев, принять которые в условиях кризиса необходимо в сжатые сроки [1].

В 2023 г., в период структурного кризиса и культуры отмены в России особенно актуально исследование вопроса влияния личностных качеств топ-менеджмента на эффективность адаптации компаний к быстро меняющимся условиям. В связи с этим цель исследования – провести оценку влияния человеческого капитала топ-менеджмента на эффективность адаптации российских IT-компаний к структурному кризису и культуре отмены 2022 г.

Для достижения цели необходимо решить следующие задачи:

- 1) Проанализировать академическую и практическую литературу по теме человеческого капитала и стратегиям адаптации компаний к структурному кризису 2022 г.
- 2) Определить характеристики и показатели эффективной стратегии адаптации российских IT-компаний к культуре отмены.
- 3) Разработать индекс эффективности адаптации российских IT-компаний к культуре отмены и методологию его расчета.
- 4) Разработать индекс человеческого капитала и методологию его расчета.
- 5) Оценить эффективность адаптации к культуре отмены и человеческий капитал российских IT-компаний с использованием созданных индексов.
- 6) Провести корреляционный анализ между разработанными индексами.
- 7) Сформулировать выводы и дать рекомендации по их практическому использованию.

Объектом данного исследования является человеческий капитал топ-менеджмента российских IT-компаний, предметом – влияние человеческого капитала на эффективность адаптации компаний к кризису 2022 г. Выборка IT-компаний России строилась на основе индекса информационных технологий Московской биржи (МОЕХ IT). Исследование имеет кейсовый характер.

В работе тестируются следующие гипотезы.

*H1.* Компании с более высоким человеческим капиталом демонстрируют лучшую эффективность адаптации к культуре отмены.

*H2.* Человеческий капитал CEO оказывает положительное влияние на эффективность адаптации компаний к культуре отмены.

*H3.* Человеческий капитал топ-менеджмента (без CEO) оказывает положительное влияние на эффективность адаптации компаний к культуре отмены.

*H4.* Человеческий капитал CEO оказывает более сильное влияние на эффективность адаптации компаний к культуре отмены, чем человеческий капитал остального топ-менеджмента.

*H5.* Компании с более гетерогенной командой топ-менеджмента по человеческому капиталу демонстрируют лучшую эффективность адаптации к культуре отмены.

Научная новизна работы заключается в разработке авторских индексов эффективности адаптации компаний к культуре отмены и человеческого капитала (с примерами для компаний из отрасли информационных технологий), а также в совмещении выводов о влиянии человеческого капитала и его гетерогенности на результаты деятельности компаний в кризис для создания наиболее полной модели эффективной команды топ-менеджмента. Полученные в ходе работы результаты могут быть использованы внешними и внутренними стейкхолдерами компаний, образовательными учреждениями и исследователями.

## Как человеческий капитал топ-менеджмента способствует адаптации к структурным кризисам. Обзор литературы

### Человеческий капитал и результаты деятельности компаний

Согласно OECD, человеческий капитал (Human Capital, HC) – это «совокупность навыков, знаний, компетенций и качеств индивидов, которая позволяет достигать личного, социального и экономического благополучия» [2]. HC организации обладает признаками нематериального актива: он не имеет вещественной формы, однако способствует созданию стоимости компании.

В нересурсоемких отраслях экономики (например, IT) человеческий капитал является основным конкурентным преимуществом компаний, учитывая, что он менее доступен к копированию, передаче и воспроизведению по сравнению с другими ресурсами [3]. Весь HC имеет значение для развития компании, однако ключевую роль в генерировании прибыли вносит управленческая команда во главе с генеральным директором. В 1984 г. Д. Хэмбрик и П. Мэйсон представили теорию высших эшелонов, согласно которой человеческий капитал каждого менеджера влияет на принимаемые им решения и, таким образом, опосредованно оказывает воздействие на результаты деятельности компании. Важно, что, по мнению авторов, наиболее ярко данная зависимость проявляется в нестабильных экономических условиях [1]. В наиболее близких по времени статьях В. Назаркиной и других исследовали, как персональные качества генерального директора (CEO) влияют на создание стоимости на одном из крупнейших развивающихся рынков капитала в России. Выборка состояла из 111 российских публичных компаний и 235 генеральных директоров за восемь лет (с 2013 по 2020 г.). Для оценки корпоративной эффективности применялся показатель экономической добавленной стоимости (EVA). Были найдены эмпирические доказательства того, что человеческий капитал генерального директора влияет на создание ценности, измеряемой разницей первого порядка с ежегодной скорректированной EVA по отрасли [4]. В свою очередь, Е. Карнухова и А. Степанова исследовали влияние персональных качеств CEO в таких инновационных отраслях, как фармацевтика, биотехнологии и науки о жизни, программное обеспечение, услуги и технологическое оборудование.

Была использована обобщенная модель наименьших квадратов на выборке из 12 565 наблюдений за период с 2004 по 2015 г. Полученные результаты продемонстрировали, что образование, срок службы, двойственность играют решающую роль в объяснении стоимости компании [5].

В данной статье на основании изучения литературы мы выдвинули следующие гипотезы.

*H1. Компании с более высоким человеческим капиталом демонстрируют лучшую эффективность адаптации к культуре отмены.*

*H2. Человеческий капитал CEO оказывает положительное влияние на эффективность адаптации компаний к культуре отмены.*

*H3. Человеческий капитал топ-менеджмента (без CEO) положительно воздействует на эффективность адаптации компаний к культуре отмены.*

*H4. Человеческий капитал CEO оказывает более сильное влияние на эффективность адаптации компаний к культуре отмены, чем человеческий капитал остального топ-менеджмента.*

*H5. Компании с более гетерогенной командой топ-менеджмента по человеческому капиталу демонстрируют лучшую эффективность адаптации к культуре отмены.*

Анализ литературы позволяет выделить несколько пробелов в том, как исследовано влияние разных характеристик НС топ-менеджмента на показатели деятельности компаний. Это: 1) отсутствие исследования данной темы в условиях перманентных структурных кризисов; 2) малое количество исследований по России и отсутствие разделения выборки по отраслевому признаку; 3) неоднозначность выводов, обусловленная широким разбросом используемых в исследованиях влияющих и зависимых переменных; 4) недостаточное количество исследований по оценке влияния личностных характеристик всей команды топ-менеджеров. В литературе также гетерогенность команды рассматривается только по отдельным факторам (например, по возрасту, полу, образованию). В данной статье будет использован подход к оценке уровня гетерогенности НС управленческой команды в целом.

## **Структурный кризис, культура отмены и адаптация компаний к ней**

Явление «культура отмены» является не новым и встречается в разных исторических периодах [6], однако сам термин «культура отмены» стал активно использоваться в конце 2010-х – начале 2020-х гг., что связано с развитием социальных сетей. Культура отмены – общественный способ привлечения личности и (или) бренда к ответственности за неэтичные поступки путем бойкотирования человека и (или) продукции бренда.

Структурный кризис, сложившийся в России в 2022 г., часто называют культурой отмены. Введение санкций в отношении российских компаний и банков, отключение России от платежной системы SWIFT, геополитические разрывы стали причиной ухода из страны многих иностранных компаний и разрыва соглашений о сотрудничестве с отечественными фирмами. Именно отказ от сотрудничества с российскими компаниями является отличительной чертой культуры отмены.

Второй отличительной чертой культуры отмены является то, что она последовала сразу за кризисом 2020 г., «наложившись» на еще не решенные проблемы. К 2022 г. россий-

ский бизнес еще недостаточно восстановился от кризиса, вызванного COVID-19 и ограничениями, связанными с ним.

На основе изученной литературы для оценки эффективности адаптации к культуре отмены были определены две основные стратегии, которые используют компании в период рецессий: сокращения и инвестирования [7]. Стратегия сокращения предполагает снижение операционных расходов и непрофильных активов. Инвестиционная стратегия означает инвестиции в улучшение существующих продуктов или разработку новых для выхода на новые рынки. А.В. Степанян приходит к выводу, что наиболее эффективным решением является совмещение обеих упомянутых выше стратегий, или «двойственная стратегия», как ее называет автор [7].

Поэтому под наиболее эффективной стратегией адаптации к культуре отмены в данной работе мы будем понимать совмещение компаниями стратегий сохранения и инвестирования. Основную задачу такой стратегии можно описать так: «Удерживать то, что можно удерживать, и срочно создавать новое — рынки, продукты, связи». Такой подход предполагает, что компании будут осваивать новые бизнес-ниши, расширять или заменять ассортимент выпускаемой продукции, осуществлять поиск новых поставщиков и потребителей, радикально изменять цепочки поставок.

Основным недостатком литературы, посвященной кризису культуры отмены, является отсутствие методологии оценки эффективности адаптации компаний к нему. Это вызвано следующими факторами: 1) статистические и эконометрические исследования отсутствуют ввиду недостатка информации и короткого промежутка времени, прошедшего с момента начала кризиса; и 2) результаты академических исследований прошлых кризисов не могут быть экстраполированы на текущий кризис в связи с его уникальностью

В связи с этим в статье предложены собственная методология оценки эффективности адаптации компаний к кризису 2022 г., а также методология оценки человеческого капитала топ-менеджмента в соответствии с отмеченными ранее пробелами в академической литературе.

## **IT-отрасль и культура отмены**

В данной работе рассматривается влияние культуры отмены на компании отрасли информационных технологий в связи с тем, что данная отрасль особенно заметно подверглась воздействию изменившихся макроэкономических условий. Важно понимать, что, с одной стороны, кризис 2022 г. оказал негативное влияние на отрасль, а с другой – открыл для компаний новые возможности, что позволяет IT-компаниям придерживаться как стратегии сохранения, так и стратегии инвестирования для продолжения деятельности и развития своих продуктов.

Одна из ключевых проблем отрасли – трудности закупки необходимого зарубежного оборудования и программного обеспечения ввиду ухода с российского рынка иностранных поставщиков. Сотрудничество с оставшимися иностранными поставщиками осложняется отключением России от банковской платежной системы SWIFT. Эксперты отрасли также отмечают кадровый дефицит.

Возможности российской IT-отрасли заключаются в предоставляемой государством поддержке IT-специалистов и IT-отрасли, а также в снижении конкуренции ввиду ухода иностранных компаний. Таким образом, отрасль получила

импульс для развития: компании могут как копировать зарубежные продукты, так и создавать собственные ноу-хау с учетом потребностей российского рынка

Выборка IT-компаний России для данного исследования строилась на основе индекса информационных технологий Московской биржи (МОЕХ IT), который включает семь компаний: Yandex N. V. (ООО «Яндекс»), Ozon Holdings Plc. (ООО «Озон Холдинг»), VK Company Ltd., HeadHunter Group Plc. (ООО «Хэдхантер»), Cian Plc. (ООО «Циан»), Positive Technologies Pjsc. (ПАО «Группа Позитив»), Softline Holding Plc. (АО «Софтлайн Трейд»), также в выборку была добавлена компания Selectel Ltd. (ООО «Селектел»). Обратим внимание на то, что хотя все компании относятся к IT-сектору, они работают на разные сектора экономики и их продуктовый ассортимент значительно различается.

## Методология

### Методология расчета индекса эффективности адаптации компаний к культуре отмены

Как было отмечено ранее, для успешного функционирования компаниям необходимо применять стратегию сохранения и инвестирования совместно. Таким образом, в индекс были включены показатели, отражающие эффективность каждой стратегии.

В качестве показателя, отражающего способность компании поддерживать уровень деловой активности, была выбрана выручка. В качестве показателя, отражающего, насколько компании смогли сократить операционные издержки, чтобы остаться прибыльными / не допустить убыточности – рентабельность по EBITDA. Для индикатора способности компаний сохранить ключевой ресурс будет использоваться показатель «уровень удержания кадров».

В нестабильных экономических условиях компаниям важно избегать кассовых разрывов и находить наиболее эффективные

способы использования денежных средств. В статье в качестве показателя эффективного использования денежных средств используется коэффициент абсолютной ликвидности, в качестве показателя эффективных переговоров с контрагентами – оборачиваемость дебиторской и кредиторской задолженности. Перечисленные выше показатели относятся к оценке эффективности стратегии сохранения.

Перейдем к оценке эффективности стратегии инвестирования. Во многих статьях современных авторов встречается идея о том, что в условиях культуры отмены необходимо адаптировать продукт под сложившиеся рыночные условия и постараться выйти на новые рынки. Поэтому первый критерий эффективности инвестиционной стратегии – динамика капитальных вложений, осуществляемых компаниями.

Нестабильность экономической ситуации и плавающие в течение 2022 г. ставки по кредитам сделали краткосрочное заемное финансирование менее привлекательным. Поэтому для компаний в целом важным стал коэффициент покрытия инвестиций, который отражает, какую долю активов компании способны финансировать за счет устойчивых источников финансирования.

Третьим критерием стал непосредственно факт выпуска новых продуктов. Кроме изменения продуктовой линейки эксперты говорят о необходимости перестраивать организационную структуру и бизнес-процессы, что также ведет к оптимизации затрат и делает возможным смещение фокуса на наиболее перспективные направления развития бизнеса. Таким образом, в индекс эффективности был включен критерий «изменения в структуре компании».

Несмотря на сокращение инвестиционной и брокерской активности в 2022 г., в данной работе динамика цен акций компаний является одним из составляющих показателей эффективности инвестиционной стратегии. Описание и шкала оценки каждого показателя представлены в Таблице 1.

**Таблица 1.** Компоненты индекса эффективности адаптации компаний к культуре отмены

Критерий	Шкала оценки
<b>Стратегия сохранения</b>	
1. Динамика выручки	0 – выручка компании сократилась; 1 – выручка компании выросла, темп роста меньше отраслевого показателя; 2 – выручка компании выросла, темп роста больше отраслевого показателя
2. Динамика рентабельности по EBITDA	0 – рентабельность по EBITDA отрицательная и сократилась за 9 месяцев 2022 г.; 1 – рентабельность по EBITDA положительная, но сократилась за 9 месяцев 2022 г. или отрицательная, но увеличилась за 9 месяцев 2022 г.; 2 – рентабельность по EBITDA положительная и увеличилась за 9 месяцев 2022 г.
3. Уровень удержания кадров	0 – сокращение штата; 1 – нет новостей о сокращении и расширении штата; 2 – расширение штата
4. Динамика коэффициента абсолютной ликвидности	0 – коэффициент выше среднего, коэффициент вырос; 1 – коэффициент ниже среднего, коэффициент вырос; 2 – коэффициент ниже среднего, коэффициент сократился

Критерий	Шкала оценки
5. Динамика оборачиваемости (далее оборачиваемость) дебиторской и кредиторской задолженности	0 – оборачиваемость дебиторской задолженности (ДЗ) увеличивается и оборачиваемость кредиторской задолженности (КЗ) уменьшается; 1 – оборачиваемость ДЗ увеличивается, оборачиваемость КЗ увеличивается или оборачиваемость ДЗ уменьшается, оборачиваемость КЗ уменьшается; 2 – оборачиваемость ДЗ уменьшается, оборачиваемость КЗ неизменна / увеличивается
Максимальный балл	10
<b>Стратегия инвестирования</b>	
1. Наличие капитальных вложений в 2022 г.	0 – компания заморозила капитальные вложения в 2022 г.; 1 – компания осуществляла капитальные вложения в 2022г. или компания НЕ осуществляла вложений в 2022 г., но анонсировала план на 2023–2025 гг.; 2 – компания осуществляла капитальные вложения в 2022 г. и анонсировала план на 2023–2025 гг.
2. Динамика коэффициента покрытия инвестиций	Если по отрасли значения снижаются: 0 – коэффициент снизился сильнее отраслевого показателя; 1 – коэффициент сократился меньше отраслевого показателя; 2 – коэффициент увеличился. Если по отрасли значение увеличивается: 0 – коэффициент сократился; 1 – коэффициент увеличился меньше отраслевого показателя; 2 – коэффициент увеличился сильнее отраслевого показателя
3. Выпуск новых продуктов	0 – компания не запустила новые продукты; 1 – компания анонсировала новые продукты, но не запустила их еще; 2 – компания запустила новые продукты
4. Изменения в структуре компаний	0 – структура компании не менялась; 1 – компания заявила об изменении структуры, но сами изменения еще не произошли; 2 – структура компании менялась
5. Динамика цен на акции	0 – цены акций компании упали сильнее отраслевого показателя; 1 – цены акций компании упали менее отраслевого показателя; 2 – цены акций компании выросли за 2022 г. относительно 2021 г.
Максимальный балл	10
Максимальный балл по индексу	20

Источник: составлено автором.

### Методология расчета индекса человеческого капитала и уровня гетерогенности команды топ-менеджмента

Исходя из двойственной стратегии адаптации компаний к кризису, команда топ-менеджмента для изучения в данной работе включаетсь человек (формальные названия должностей в компаниях могут отличаться):

- генерального директора – основное лицо, принимающее решения;
- коммерческого директора, решающего вопросы воссоздания каналов сбыта в условиях разрыва отношений с иностранными контрагентами;
- финансового директора, осуществляющего управление денежными потоками и предпринимающего меры по обеспечению финансовой устойчивости компании в неопределенных макроэкономических условиях;
- технического директора – лицо, ответственное за замену критически важной ИТ-инфраструктуры в ситуации изъятия у российских компаний лицензий на использование иностранных сервисов, ПО и приостановления технического обслуживания оборудования;
- директора по персоналу, осуществляющего меры по удержанию кадров и предотвращению «утечки умов», моральной поддержки и мотивации сотрудников при растущем уровне стресса в кризис;

- директора юридического департамента – ключевое лицо в условиях необходимости смены юрисдикции компаний и проведения структурных изменений (в том числе, оформление сделок слияния и поглощения);
- директора по маркетингу, чей функционал необходим для правильного использования освободившихся ниш на рынке из-за ухода иностранных компаний и при выводе новых продуктов на рынок.

При выборе качеств для включения в индекс человеческого капитала в данной работе во внимание принимались характеристики, которые потенциально могут быть полезными для достижения двойственной стратегии адаптации к культуре отмены.

1. Возраст. В кризисные времена управленец должен быть готов принимать нестандартные решения и максимально быстро реагировать на ситуацию. В предыдущих исследованиях отмечается, что молодые CEO более склонны привносить изменения в компанию и в целом быстрее адаптироваться к внешним условиям, чем управленцы старшей возрастной категории [8–10].
2. Время пребывания в текущей должности. В кризис данное качество может оказаться особенно важным, если рассматривать его с точки зрения количества месяцев в должности, ведь в нестабильное время в компаниях увеличивается текучесть кадров. Новым сотрудникам необходимо от нескольких месяцев до полугода для того, чтобы полноценно включиться в деятельность компании.
3. Наличие технического (STEM) образования. В исследовании, в котором изучались изменения в предпочтениях акционеров при выборе генеральных директоров после кризиса 2008 г., было определено, что CEO с образованием в области STEM (Science, Technology, Engineering, Mathematics) после кризиса оказались более востребованы, чем с образованием в области гуманитарных наук, бизнеса или искусства [10]. Такая же тенденция отмечается и в 2022 г.: все больше вакансий на рынке требуют наличия математического образования, что может быть связано с повышенной потребностью в рациональном и систематическом подходе к решению проблем [11].
4. Наличие финансового образования. Авторами часто выявляется, что наличие финансового образования у генерального директора повышает уровень риска компаний и увеличивает количество инвестиций, способствует росту фирм [8; 12; 13].

5. Уровень образования. Наличие положительной связи между уровнем образования управленцев и инновациями в компании предполагалось авторами теории высших эшелонов [1]. Впоследствии положительная зависимость между уровнем образования и склонностью к риску нередко выявлялась на эмпирических данных. Это объясняется тем, что степени, получаемые после бакалавриата/специалитета, расширяют когнитивные способности и кругозор управленцев, делая их более гибкими и склонными к нестандартным решениям [9; 12].

6. Опыт работы в иностранных компаниях. Руководители, в прошлом работавшие в интернациональных компаниях, остались носителями специфических навыков и знаний о практиках ведения бизнеса за рубежом, из-за чего приобрели особую ценность в условиях структурного кризиса.

7. Опыт управления компанией в кризис. При составлении индекса также учитывался показатель наличия опыта нахождения на управленческой должности в иные кризисные времена, так как подобный опыт может позволить быстрее ориентироваться в текущих условиях. Данный критерий не рассматривался авторами ранее в эмпирических исследованиях.

8. Профильный опыт работы. Отдельно нужно также обратить внимание на важность наличия прошлого опыта работы в отрасли информационных технологий у управленцев, так как сотрудник, знакомый с особенностями сектора, имеет больше релевантных знаний и связей, что снижает вероятность принятия им неправильных решений из-за непонимания специфики отрасли.

9. Открытость. Уровень открытости высшего эшелона управленцев – необходимое в нестабильные времена качество. Руководители должны быть на виду, как для внешнего мира, так и для сотрудников, чтобы иметь возможность морально поддержать, обозначить текущее положение, новые цели и проекты, стратегию развития компании для инвесторов и работников.

10. Политические связи. Наличие политических связей у высших управленцев может быть полезной характеристикой в кризисное время, так как позволяет быстрее решать возникающие вопросы, проблемы лицензирования и патентования (что особенно актуально для IT-отрасли).

Описание логики присвоения баллов для расчета индекса НС представлено в Таблице 2.

**Таблица 2.** Компоненты индекса человеческого капитала топ-менеджмента

Критерий	Шкала оценки
1. Возраст	0 – пожилой возраст (60+ лет); 1 – средний возраст (45–59 лет); 2 – молодой возраст (18–44 лет)
2. Время пребывания в должности	0 – занимает свою должность менее 3 месяцев; 1 – занимает должность от 3 до 9 месяцев; 2 – занимает должность более 9 месяцев (наем до начала СВО)
3. Наличие технического (STEM) образования	0 – нет STEM-образования; 1 – есть основное STEM-образование; 2 – есть дополнительное STEM-образование к основному не STEM-образованию



Критерий	Шкала оценки
4. Наличие финансового образования	0 – нет финансового образования; 1 – есть основное финансовое образование; 2 – есть дополнительное к иному основному финансовое образование
5. Уровень образования	0 – специалитет/бакалавриат; 1 – магистратура; 2 – аспирантура – докторантура (PhD)
6. Опыт работы в иностранных компаниях	0 – нет опыта работы в иностранных компаниях; 1 – есть опыт работы в иностранной компании; 2 – есть опыт работы в иностранной компании в IT-отрасли
7. Опыт управления компанией в кризис	0 – не занимал управленческие позиции в прошлый(е) кризис(ы); 1 – занимал управленческие позиции в прошлый(е) кризис(ы) в других компаниях; 2 – занимал управленческие позиции в прошлый(е) кризис(ы) в данной компании
8. Профильный опыт работы	0 – опыта работы в IT-отрасли до текущей позиции не было; 1 – есть профильный опыт работы на других должностях в отрасли (в том числе в той же компании); 2 – есть профильный опыт работы на аналогичной текущей управленческой должности в отрасли
9. Открытость	0 – менеджер в публикациях СМИ с февраля 2022 г. не фигурирует; 1 – менеджер в публикациях СМИ с февраля 2022 г. фигурирует обособленно от компании или упоминается в рамках перечислений; 2 – менеджер в публикациях СМИ с февраля 2022 г. представляет интересы компании
10. Политические связи	0 – отсутствие связей; 1 – наличие одного канала связи; 2 – наличие более одного канала связи
Итого максимальный балл	20

Источник: составлено автором.

Данные по личностным качествам собирались по каждому топ-менеджеру компаний из выборки с использованием открытых источников с информацией, актуальной на 30 сентября 2022 г.

На основе собранной информации по каждому критерию управленцам присваивались баллы от 0 до 2, где 2 – максимальный уровень полезности для адаптации компании к кризису 2022 г., 0 – минимальный уровень полезности. В случае если за 2022 г. были произведены кадровые перестановки, учитывался НС обоих менеджеров, взвешенный по количеству проведенных в должности дней. На основе полученных данных рассчитывался индекс человеческого капитала каждой IT-компании по следующей формуле (составлено авторами):

$$\text{Index ЧКа} = \sum_{i=1}^n K_i, (1)$$

Index ЧКа – индекс человеческого капитала компании а;  
n – количество личностных качеств для суммирования;

$K_i$  – оценка человеческого капитала компании а по личностному качеству  $i$  (сумма по команде менеджеров).

Гетерогенность НС команды топ-менеджеров рассчитана с помощью индекса Блау, отражающего уровень разнообразия. Значения индекса Блау находятся в диапазоне от 0 до 1, где 0 означает, что команда абсолютно гомогенная, 1 – абсолютно гетерогенная.

$$B_i = 1 - \sum_{i=1}^k P_i^2, (2)$$

$B_i$  – индекс Блау, отражающий степень разнообразия команды;

$k$  – количество категорий, к которым принадлежат менеджеры;

$P_i$  – доля менеджеров, относящихся к категории  $i$ .

Наличие/отсутствие связи между индексами в данной работе будет определено с помощью ранговой корреляции Спирмена.

## Результаты исследования

Результаты оценки эффективности адаптации российских IT-компаний к культуре отмены представлены в Таблице 3.

**Таблица 3.** Оценка эффективности адаптации IT-компаний к культуре отмены

№ п/п	Компания	Этап сохранения	Этап инвестирования	Индекс эффективности
1	Positive Technologies Group	8	7	15
2	Selectel	7	8	15
3	Ozon Holding PLC	7	7	14
4	VK Group	6	8	14
5	Yandex PLC	7	6	13
6	Softline	4	7	11
7	Headhunter PLC	6	3	9
8	Cian PLC	4	3	7
Максимальное значение для компании		10	10	20

Источник: составлено авторами.

**Таблица 4.** Корреляция между личностными качествами топ-менеджмента и эффективностью адаптации IT-компаний к культуре отмены

№ п/п	Качество	Corr Spearman		
		CEO	Менеджмент	Вся команда
1	Возраст	0.67	0.10	0.61
2	Время пребывания в должности	0.37	0.12	0.47
3	Наличие технического (STEM) образования	-0.37	0.25	0.15
4	Наличие финансового образования	-0.33	-0.31	-0.57
5	Уровень образования	-0.54	-0.63	-0.78
6	Опыт работы в иностранных компаниях	0.21	0.49	0.41
7	Опыт управления компанией в кризис	-0.25	-0.82	-0.76
8	Профильный опыт работы	-0.28	0.30	0.30
9	Открытость	0.46	0.42	0.41
10	Политические связи	0.29	-0.17	0.10

Для расчета индекса человеческого капитала компаний и корректности дальнейших результатов была проведена проверка направленности влияния каждого выбранного качества из индекса НС на индекс эффективности адаптации компаний к культуре отмены. В Таблице 4 отражены коэффициенты корреляции качеств управленцев и индекса эффективности адаптации IT-компаний к культуре отмены.

Наибольшее положительное влияние на эффективность адаптации оказывают возраст топ-менеджеров (связь средней силы), время пребывания в должности, наличие опыта работы в иностранных компаниях, открытость и профильный опыт работы (связь умеренной силы). Качества «наличие технического образования» и «политические связи» имеют слабую положительную связь с уровнем адаптации к кризису.

Была выявлена и отрицательная связь индекса эффективности адаптации компаний к кризису с некоторыми качествами. Так, наличие финансового образования у команды управленцев имеет отрицательное влияние средней силы на эффективность адаптации. Данный факт можно объяснить тем, что люди с финансовым образованием могут быть излишне уверены в своих оценках состояния фирмы и корректности анализа рынка [12], что в постоянно меняющихся условиях культуры отмены может приводить к неправильным решениям и чрезмерному увеличению риска. Важно также то, что кризис 2022 г. является структурным и в его основе лежат нефинансовые причины. Соответственно, навыки управления финансами оказываются менее полезным для топ-менеджеров, чем, например, профильный опыт, связи, умение представлять интересы компании перед внешними стейкхолдерами.

Более высокий уровень образования в команде топ-менеджмента отрицательно влияет на то, как IT-компания справится с кризисом. Данный факт может быть связан со сроком, затраченным на получение образования. Стоит также отметить, что академическое образование в большей степени фокусируется на теоретических концепциях или рассмотрении кейсов из прошлого опыта компаний. В условиях культуры отмены стандартные или проверенные решения могут оказаться неэффективными в связи с сильно изменившейся макроэкономической обстановкой.

Опыт управления компанией в прошлые кризисы для менеджмента и всей команды управленцев также оказывает сильное отрицательное влияние на результаты приспособления к культуре отмены. Данный факт можно объяснить тем, что топ-менеджеры, имеющие опыт управления компанией в кризис, стремятся применить методы, которые

были эффективны в прошлом и принимают решения исходя из своего предыдущего опыта, игнорируя специфику текущей ситуации. Такие проверенные решения могут быть менее рискованными, но и менее эффективными. Отсутствие же подобного опыта может способствовать принятию более нестандартных решений.

Отрицательное влияние на успешность приспособления к кризису оказывают также:

- наличие технического образования у CEO, что говорит о том, что данный тип образования для генерального директора в IT-отрасли не является оптимальным;
- наличие профильного опыта работы в отрасли у CEO – возможно, прошлый опыт работы в отрасли способствует принятию более знакомых, проверенных решений, которые не всегда согласуются с текущими экономическими условиями;
- наличие политических связей у топ-менеджмента (без CEO) – существование таких связей у функциональных управленцев может способствовать перекладыванию ответственности менеджмента на внешних для компании лиц, что приводит к приложению недостаточного количества усилий для решения возникающих проблем.

Качества, с которыми выявлена отрицательная зависимость по всем трем выборкам управленцев (наличие финансового образования, уровень образования, опыт управления компанией в кризис), были исключены из индекса НС. В Таблице 5 представлены результаты оценки компаний по скорректированному индексу человеческого капитала (включает 7 качеств) и индексу Блау (гетерогенность).

Таблица 5. Результаты оценки человеческого капитала компаний

№ п/п	Компания	Коэффициент человеческого капитала			
		Вся команда	CEO	Менеджмент	Гетерогенность
1	Ozon Holding PLC	0.684	0.509	0.720	0.6410
2	Positive Technologies Group	0.673	0.786	0.645	0.6408
3	Headhunter PLC	0.561	0.571	0.560	0.6584
4	Yandex PLC	0.523	0.482	0.530	0.6657
5	VK Group	0.513	0.643	0.488	0.6661
6	Softline	0.509	0.591	0.494	0.6621
7	Selectel	0.500	0.500	0.500	0.6448
8	Cian PLC	0.454	0.422	0.461	0.6660
Максимальное значение для компании		1	1	1	1

Источник: составлено авторами.

Таблица 6. Корреляция между индексом эффективности адаптации к культуре отмены и индексами НС

№ п/п	Индексы	Corr Spearman	Сила связи
1	Индекс НС команды	0.33	Умеренная положительная
2	Индекс НС CEO	0.43	Умеренная положительная
3	Индекс НС менеджмента	0.42	Умеренная положительная
4	Гетерогенность НС общая	-0.55	Средняя отрицательная

Самым высоким уровнем человеческого капитала обладают компании Ozon Holding и Positive Technologies, худший результат по данной выборке компаний показал Cian. Самые разнородные команды менеджмента по НС наблюдаются у VK, Cian и Yandex, в то время как компании с самыми высокими показателями НС (Ozon Holding и Positive Technologies) имеют наиболее однородные команды. Уровни гетерогенности команд по всем ИТ-компаниям находятся на очень близких уровнях (колеблются в интервале 0.64–0.67), выше среднего. Это может быть обусловлено тем, что все организации относятся к одной высокотехнологичной отрасли, где требуется широкое разнообразие интеллектуального капитала, а значит, высоко ценится разнообразие НС [8].

Анализ взаимосвязи индекса адаптации к культуре отмены и скорректированного индекса человеческого капитала представлен в Таблице 6.

На основании полученных результатов можно сделать вывод, что первые три гипотезы подтверждаются. Между индексом эффективности адаптации к культуре отмены, индексом человеческого капитала команды, НС CEO и НС менеджмента существует умеренная положительная взаимосвязь. Это значит, что компании с более высоким НС демонстрируют лучшие показатели деятельности по результатам 9 месяцев 2022 г. и более эффективно справляются с внешними угрозами и возможностями. Это согласуется с базовой теорией высших эшелонов Д. Хэмбрика и П. Мэйсона [1].

Четвертая гипотеза о более сильном влиянии человеческого капитала CEO на эффективность адаптации по сравнению с остальным топ-менеджментом не подтверждается. Человеческий капитал CEO и топ-менеджмента оказывают почти одинаковое влияние на результаты адаптации ИТ-компаний к кризису 2022 г. (Corr = 0.43 и 0.42 соответственно). Это позволяет утверждать, что НС топ-менеджмента необоснованно исключен многими авторами из рассмотрения при проведении исследований.

При этом, стоит отметить, что по отдельным качествам наблюдается разная сила связи (см. Таблица 4): в шести из десяти случаев характеристики CEO оказывают большее влияние на индекс эффективности адаптации. Это может быть связано как с ключевой ролью CEO в процессе принятия решений, так и с тем, что данные по топ-менеджменту могут «размываться», поскольку расчет ведется на основе данных о шести сотрудниках. Интересно, что исключения составляют: уровень образования и весь блок специфического опыта (опыт работы в иностранных компаниях, управления компанией в кризис и профильный опыт работы) функциональных топ-менеджеров, которые имеют большую значимость для результатов деятельности компании по сравнению с этими же качествами CEO.

Гипотеза о том, что более эффективно к кризису приспосабливаются компании с наиболее гетерогенными командами, также не подтвердилась. Анализ показал (см. Таблица 6), что в условиях культуры отмены эффективнее себя проявили компании с более гомогенным общим человеческим капиталом в команде (корреляция –0.55 с разнородностью НС). Таким образом, несмотря на предположение авторов теории высших эшелонов о том, что разнородные команды более эффективны в кризис, культура отмены диктует свои правила. Вероятно, в условиях необходимости быстрого принятия решений более полезной становится гомогенность НС топ-менеджмента, что позволяет управленцам лучше понимать друг друга и быстрее договариваться. При

этом общий уровень гетерогенности НС по всем ИТ-компаниям все равно остается достаточно высоким.

Рассмотрим также влияние уровня разнородности по отдельным качествам команды топ-менеджмента на эффективность адаптации компаний к культуре отмены (Таблица 7). Для более успешного приспособления к культуре отмены команда топ-менеджеров должна быть достаточно гомогенной по возрасту и по времени пребывания в должности, так как была выявлена умеренная отрицательная корреляция по данным показателям.

**Таблица 7.** Корреляция индекса эффективности адаптации к культуре отмены с гетерогенностью команды по отдельным качествам

№ п/п	Качество	Corr Spearman
1	Возраст	–0.37
2	Время пребывания в должности	–0.48
3	Наличие технического (STEM) образования	0.14
4	Наличие финансового образования	–0.23
5	Уровень образования	–0.17
6	Опыт работы в иностранных компаниях	0.11
7	Опыт управления компанией в кризис	0.67
8	Профильный опыт работы	0.44
9	Открытость	–0.18
10	Политические связи	0.18

При этом по качествам «наличие опыта управления компанией в кризис» и «профильный опыт работы», где найдена корреляция средней и умеренной силы, в условиях кризиса полезно разнообразие топ-менеджмента. Ведь разнородность прошлого опыта расширяет базу доступных для применения знаний и навыков.

Кроме того, выявлены слабая положительная корреляция, означающая, что с кризисом лучше справится более гетерогенная команда по характеристикам: «наличие технического (STEM) образования», «опыт работы в иностранных компаниях» и «политические связи», а также слабая отрицательная корреляция с разнородностью команды (с кризисом лучше справится гомогенная команда) по уровню образования, открытости и наличию финансового образования.

Подводя итоги, отметим, что большинство обнаруженных в данном исследовании связей имеют умеренную или среднюю силу, что может быть связано с тем, что в данном исследовании изучается краткосрочное влияние НС компаний на эффективность адаптации (9 месяцев 2022 г.). В долгосрочной перспективе могут наблюдаться более сильные связи. Для определения этого требуется проведение дополнительного исследования.

Кроме того, данное исследование, хотя и основывается на изучении одной отрасли информационных технологий, не учитывает, что ИТ-компании тесно связаны с другими отраслями, для которых работают. Поэтому компании из

выборки подвергаются культуре отмены в разной степени, что может сказываться на полученных результатах.

Важно обратить внимание на то, что описанная модель эффективного НС специфична для ИТ-компаний из России в кризисный период. Для того чтобы экстраполировать выводы на иные выборки и внешние экономические условия, необходимо провести дополнительные исследования.

## Заключение

Целью исследования являлось проведение оценки влияния человеческого капитала топ-менеджмента на эффективность адаптации российских ИТ-компаний к структурному кризису и культуре отмены 2022 г. Результаты показали: человеческий капитал руководителей умеренно и положительно влияет на успешность адаптации российских компаний ИТ-отрасли к культуре отмены 2022 г. Умеренность связей может быть связана с коротким периодом исследования и влиянием отраслей, для которых ИТ-компании работают.

Гипотеза о большем влиянии НС CEO по сравнению с остальной командой топ-менеджмента не подтвердилась, следовательно, целесообразно обращать внимание не на личностные качества генеральных директоров, а на общий НС топ-менеджмента компаний.

Наиболее полезными в кризисные времена являются следующие персональные качества команды топ-менеджмента: молодой возраст, вступление в должность до начала кризиса, наличие у руководящего звена опыта работы в иностранных компаниях, профильного опыта работы, высокая открытость топ-менеджмента для внешних стейкхолдеров. В то же время были выявлены качества, оказывающие отрицательное влияние на эффективность адаптации компаний к культуре отмены: наличие у топ-менеджмента высоких степеней академического образования, финансового образования и управленческого опыта в предшествующие кризисы.

Кроме того, была опровергнута гипотеза о важности высокой гетерогенности НС команды в кризисные времена. Для более быстрого принятия решений в постоянно меняющихся условиях в целом лучше иметь более однородную команду по НС. Но желательно, чтобы характеристики CEO и остального топ-менеджмента различались по критериям технического образования (наличие предпочтительно для топ-менеджмента), прошлому опыту работы в ИТ-отрасли (наличие предпочтительно для топ-менеджмента) и политическим связям (наличие предпочтительно для CEO). Приветствуется также, чтобы иностранные компании, в которых управленцы имеют опыт работы, относились к разным отраслям.

Полученные в ходе работы результаты могут быть использованы внешними и внутренними стейкхолдерами компаний для лучшего прогнозирования результатов деятельности организаций в период кризиса, формирования более эффективной стратегии кадрового развития и стратегии противодействия кризису с учетом специфики НС; образовательными учреждениями для создания учебных программ; научными деятелями, как база для проведения дополнительных исследований (в том числе, для изучения влияния НС топ-менеджмента на эффективность адаптации компаний к культуре отмены в долгосрочной перспективе).

## Благодарность

Исследование выполнено за счет гранта Российского научного фонда (проект № 23-18-00756 от 15.05.2023).

## Список литературы

1. Hambrick D.C., Mason P.A. Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *Academy of Management Review*. 1984;9(2):193–206. <https://doi.org/10.2307/258434>
2. OECD. The Well-being of Nations: The Role of Human and Social Capital. Paris: OECD Publishing; 2001. 120 p. <https://doi.org/10.1787/9789264189515-en>
3. Mugaeva E.V. Human capital as a source of a company's sustainable competitive advantage. *Estestvenno-gumanitarnye issledovaniya = Natural-Humanitarian Studies*. 2021;1(33):160–164. (In Russ.) <https://doi.org/10.24412/2309-4788-2021-10848>
4. Nazarkina V., Gostkov D., Lapteva A., et al. Influence of CEO human capital and behavioral characteristics on economic profit of Russian companies. *Korporativnye Finansy = Journal of Corporate Finance Research*. 2022;16(4):6–33. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.4.2022.6-33>
5. Karnoukhova E., Stepanova A. Does smart & powerful CEO contribute to the performance of technology companies? *Korporativnye Finansy = Journal of Corporate Finance Research*. 2019;13(4):39–58. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.13.4.2019.39-58>
6. Filippovich J.S., Strekalov G.S. Some features of cancel culture. *Kolleksiã gumanitarnyh issledovanij = The Collection of Humanitarian Studies*. 2021;(1):36–41. (In Russ.) [https://doi.org/10.21626/j-chr/2021-1\(26\)/5](https://doi.org/10.21626/j-chr/2021-1(26)/5)
7. Stepanyan A.V. Strategies of the Russian companies in difficult economic conditions. *Strategicheskie resheniya i risk-menedzhment = Strategic decisions and risk management*. 2018;(2):26–37. <https://doi.org/10.17747/2078-8886-2018-2-26-37>
8. Aboramadan M. Top management teams characteristics and firms performance: literature review and avenues for future research. *International Journal of Organizational Analysis*. 2021;29(3):603–628. <https://doi.org/10.1108/IJOA-02-2020-2046>
9. You Y., Srinivasan S., Pauwels K., et al. How CEO/CMO characteristics affect innovation and stock returns: findings and future directions. *Journal of the Academy of Marketing Science*. 2020;48(6):1229–1253. <https://doi.org/10.1007/s11747-020-00732-4>
10. Mio C., Fasan M., Ros A. Owners' preferences for CEOs characteristics: did the world change after the global financial crisis? *Corporate Governance*. 2016;16(1):116–134. <https://doi.org/10.1108/CG-07-2015-0092>
11. Krizhevich Y. The main word of the future is “adaptation”: what 2022 taught managers. *Forbes*. 2022. URL: <https://www.forbes.ru/mneniya/482436-glavnoe-slovo-budusego-adaptacia-cemunaucil-rukovoditelej-2022-god>

12. Ovanesova Yu.S., Khritantsev M.O. Influence of personal and professional qualities of CEOs on the risk level of Russian public companies. *Liderstvo i menedzhment. = Leadership and management*. 2021;8(4):409-430. (In Russ.) <https://doi.org/10.18334/lim.8.4.113491>
13. Gupta G., Mahakud J., Debata B. Impact of CEO's characteristics on investment decisions of Indian listed firms: Does crisis make any difference? *Cogent Economics & Finance*. 2018;6(1):1439258. <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1439258>

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

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

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

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.55-71>

JEL classification: G30, G32



# Финансовое заражение российских компаний в период пандемии COVID-19

**Марина Малкина** ✉

доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник, Центр макро- и микроэкономики, Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Россия, [mmuri@yandex.ru](mailto:mmuri@yandex.ru), [ORCID](#)

**Дмитрий Рогачев**

кандидат социологических наук, научный сотрудник, Центр макро- и микроэкономики, Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, Нижний Новгород, Россия, [rogistyle@mail.ru](mailto:rogistyle@mail.ru), [ORCID](#)

## Аннотация

В статье исследуется финансовое заражение российских компаний в период пандемии COVID-19. Под финансовым заражением понимается усиление взаимосвязей между сегментами финансового рынка во время кризиса, когда турбулентность с одного рынка передается другим, и связь между параметрами выходит за пределы обычных рыночных взаимодействий. В исследовании рассматривали акции 27 российских компаний энергетического, финансового, телекоммуникационного, потребительского и сырьевого секторов экономики. В качестве экзогенных переменных, предположительно оказывающих влияние на курсовые стоимости этих компаний, тестировались курс рубля к доллару США, спотовая цена нефти марки Urals и доходность годовых облигаций госзайма (прокси стоимости заимствований). Выделение потенциального периода заражения проводилось на основе построения скользящего коэффициента вариации этих переменных. С помощью построения VARX-моделей было убедительно доказано усиление влияния валютного курса и процентной ставки на фундаментальную (рыночную) доходность российских компаний в краткосрочном периоде (во время острой фазы пандемии) и отсроченное влияние на нее цены на нефть, в большей степени проявившееся в период хронического кризиса. Тестирование заражения также осуществлялось на основе изменения (роста) коэффициента детерминации в период острой пандемии по сравнению с докризисным и посткризисным периодами. Для более точной оценки вклада каждой переменной в заражение применялся метод декомпозиции коэффициента детерминации по источникам с коррекцией на гетероскедастичность. В результате выявлены компании, оказавшиеся наиболее уязвимыми к финансовому заражению в период пандемии, и источники их заражения, а также сегменты рынка, проявившие наибольшую устойчивость. Исследование может быть полезно менеджерам соответствующих компаний для поддержания рыночной стоимости компаний, инвесторам – для эффективной диверсификации портфелей, государственным органам власти – при проведении политики финансовой стабилизации в условиях кризиса. Ограниченность исследования связана с несовершенством метода, основанного на построении VARX-моделей, а также специфичностью пандемического кризиса, выводы из которого могут быть лишь частично применены к кризисам другого типа.

**Ключевые слова:** российские компании, рыночная доходность, финансовое заражение, пандемия COVID-19, валютный курс, цена нефти, доходность гособлигаций, VARX-модель

**Цитирование:** Malkina M., Rogachev D. (2023) Financial Contagion of Russian Companies During the COVID-19 Pandemic. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(3): 55-71. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.55-71>

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

Концепция финансового заражения и системного риска, означающая, что шок в одной стране, отрасли или одном секторе экономики может передаваться другим странам, отраслям и секторам экономики, привлекает все большее внимание исследователей всего мира.

Растущая взаимосвязь финансовых рынков, глобальная рыночная интеграция и усиление роли финансовых посредников провоцируют стремительные вторичные эффекты, в результате которых любой незначительный шок может распространиться по всей экономике. Потоки капитала, торговые и финансовые связи, конкурентная девальвация являются основными причинами перемещения побочных эффектов экономического шока между странами и рынками [1–3]. Особое влияние на распространение шока между рынками оказывает поведение инвесторов, их настроения, страхи и опасения [4]. Финансовое заражение между различными секторами экономики обусловлено тесной связью индексов фондового рынка с колебанием валютных курсов и доходностью цен на нефть, спросом на энергию, промышленным производством и функционированием товарных рынков [5; 6].

Пандемия COVID-19 в очередной раз подтвердила финансовую хрупкость и уязвимость экономики к исключительным рискам – событиям типа «черного лебеда». Меры государственной политики, предпринятые для борьбы с распространением инфекции – изоляция, приостановка деятельности промышленных и коммерческих предприятий, ограничение на передвижение населения, – вызвали серьезный экономический шок со стороны спроса и предложения, имеющий далеко идущие последствия для различных отраслей. Пандемия COVID-19 оказала значительное и широкомасштабное воздействие на мировые фондовые рынки, отразившись на показателях доходности и волатильности фондовых активов [7].

До пандемии рынки уже демонстрировали высокую степень коинтегрированности с сопутствующей передачей внешних шоков смешанной природы. Однако пандемия в силу специфики внешних причин и методов реагирования внесла свои коррективы в процессы финансового заражения. Изучение взаимосвязи финансовых активов в новых условиях позволит инвесторам корректировать стратегии в отношении диверсификации портфеля и хеджирования рисков, а регулирующим органам разрабатывать грамотные макропруденциальные меры борьбы с эффектами финансового заражения.

Особо важную роль играют разработка и использование адекватных математических и эконометрических инструментов для анализа взаимосвязанности рынков, поскольку они позволяют всесторонне оценить направленность и масштабы распространения системного риска. Этим вопросам посвящено настоящее исследование.

## Обзор исследований по изучаемой проблеме

В концепции финансового заражения выделяются два основных понятия. *Spillover* (перелив, побочный эффект) – описывает финансовую контагиозность как ситуацию, когда волатильность цен на активы на одном рынке распространяется на другой рынок. *Co-movement* (совместное движение) – значительное увеличение совместной динами-

ки рынков после экзогенного шока, которое не может быть объяснено действием фундаментальных экономических факторов [8].

В статье [9] описываются три канала заражения, посредством которых финансовый шок распространяется между финансовыми рынками: информационный канал, канал ликвидности и финансовый канал. Заражение через информационный канал возникает из-за передачи информации о цене актива, при этом шок на одном рынке становится сигналом для инвесторов, что приводит к немедленным ценовым эффектам на других рынках. Распространение рыночных потрясений более значительно на ранней стадии кризиса по причине глобальной неопределенности, паники и стадного поведения инвесторов. Заражение через канал ликвидности происходит из-за снижения кредитоспособности заемщиков и дефицита общей ликвидности на всех финансовых рынках, что оказывает влияние на цены и доходности активов. Заражение через финансовый канал связано с шоками доходности ценных бумаг на рынке, охваченном кризисом, которые могут служить индикатором последующих доходностей других активов и влиять на готовность участников рынка принимать на себя риски.

В работе [10] выделяются четыре возможных канала заражения: макроэкономический, политический, торговый и финансовый. Макроэкономический и политический каналы объясняются одинаковым реагированием рынков на связанные между собой макроэкономические изменения (например, рост долговой нагрузки) и изменения в экономической политике (например, изменение ключевой ставки центрального банка). Торговый канал связан с взаимным влиянием рынков/стран по линии поставки ресурсов, товаров и услуг, а финансовый – с движением капиталов между ними. В статье [11] также выделяются четыре канала финансового заражения: информационный канал, канал ликвидности, канал бегства в качество (переключения на менее рискованные активы), канал премии за риск.

Для измерения зависимости между фондовыми рынками нередко используются линейные корреляции, однако их результаты ненадежны, поскольку они статичны и не охватывают постоянно развивающиеся динамические связи между рынками. Для устранения этих недостатков ученые прибегают к использованию методов «копул» [3; 12; 13]; моделей обобщенной авторегрессионной условной гетероскедастичности (GARCH) [14; 15]; моделей векторной авторегрессии (VAR) [16; 17]; моделей векторной коррекции ошибок (VECM) [18; 19]; DCC-GARCH моделей [20] и пр.

Построение VAR-моделей разных спецификаций является достаточно распространенным приемом обнаружения эффектов заражения [11]. Преимуществами VAR-моделей являются простота и гибкость моделирования рыночных соотношений; учет контрольных переменных и влияния прошлых значений доходности тестируемых переменных [13]; возможность оценки вклада каждой переменной в вариацию моделируемой переменной с помощью ее декомпозиции [21]. В то же время VAR-модели имеют ряд недостатков: они чувствительны к выбору переменных и временных периодов; выбор оптимальных лагов разных переменных в них также может быть затруднительным; в них не учитываются возможные перекрестные связи между эндогенными и экзогенными переменными, что порождает проблему эндогенности [13].

Особым направлением современных исследований является изучение взаимосвязей рынков и финансовой контагиозно-



сти во время пандемии COVID-19. Так, в работе [22] авторы приходят к выводу о присутствии эффекта финансового заражения между рынками стран с развивающейся экономикой, которое интенсифицируется в случае наличия особо тесных взаимосвязей между ними. В другой статье [23] исследователи приходят к выводу, что во время пандемии COVID-19 существовала связь между индексом S&P 500 и отраслевыми индексами, которая была наиболее выражена в периоды повышенной неопределенности. В статье [24] анализировалась передача финансового заражения между фондовыми рынками США и развивающихся стран по линии глобальных факторов, таких как инфляция, процентные ставки, валютный курс и политическая неопределенность.

Настоящая работа дополняет пул исследований по теме финансового заражения. Мы впервые исследуем заражение фундаментальной (рыночной) доходности акций российских компаний в период пандемии от трех финансовых рынков: валютного, нефтяного и долгового. Новизной данного исследования является также использование для решения данной задачи построения VARX-моделей и применение приемов декомпозиции коэффициента детерминации с коррекцией на гетероскедастичность.

## Данные

В тестировании заражения использовались обыкновенные акции 27 компаний<sup>1</sup>:

- 1) энергетический сектор: ПАО «Газпром» (GAZP); ПАО «Лукойл» (LKOH); ПАО «Новатэк» (NVTK); ПАО «НК «Роснефть»» (ROSN); ПАО «Сургутнефтегаз» (SNGS); ПАО «Татнефть» (TATN); ПАО «РусГидро» (HYDR); ПАО «Интер ПАО ЕЭС» (IRAQ);
- 2) финансовый сектор: ПАО «АФК «Система»» (AFKS); ПАО «Московский кредитный банк» (СВОМ); ПАО «Сбербанк России» (SBER); ПАО «Московская Биржа ММВБ-РТС» (МОЕХ); ПАО «Банк ВТБ» (VTBR);
- 3) телекоммуникационный сектор: ПАО «Мобильные ТелеСистемы» (MTSS); ПАО «Ростелеком» (RTKM); ООО «Яндекс Н.В.» (YNDX);
- 4) потребительский сектор: ПАО «Аэрофлот» (AFLT); ПАО «Магнит» (MGNT);
- 5) сырьевой сектор: ПАО «Северсталь» (CHMF); ПАО «ГМК «Норильский никель»» (GMKN); ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (MAGN); ПАО «АК АЛРОСА» (ALRS); ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат» (NLМК); ПАО «ФосАгро» (PHOR); ПАО «Полюс» / «Полюс Золото» (PLZL); АО «Полиметалл» (POLY); ПАО «ОК «Русал»» (RUAL).

В анализе участвовали данные о средневзвешенной стоимости этих акций (в руб.) на Мосбирже.

В качестве экзогенных переменных, предположительно влияющих на стоимость акций, выделены следующие:

- 1) спотовая цена нефти марки Urals, долл. США<sup>2</sup>;
- 2) курс доллара США к российскому рублю, руб./долл. США<sup>3</sup>;

- 3) годовая доходность российских государственных облигаций, %<sup>4</sup>.

Доходность гособлигаций рассматривается как прокси переменная стоимости капитала. Кроме того, для гособлигаций доступны высокочастотные данные, необходимые для анализа.

## Гипотеза исследования

Гипотеза исследования заключается в том, что взаимосвязь между исследуемыми переменными должна проявляться или усиливаться только в моменты экономических шоков.

Если индекс стоимости акций той или иной компании традиционно коррелирует с ценой на нефть, обменным курсом доллара и доходностью государственных облигаций, и взаимосвязь значительно не увеличивается после шока, то их совместное движение будет свидетельствовать о сильных реальных связях, а не об эффекте финансового заражения. Если же в периоды стремительного изменения экономических условий колебания экзогенных переменных сопровождаются усилением их взаимосвязей с ценами и доходностью изучаемых финансовых активов, можно диагностировать заражение. При этом эффекты финансового заражения могут проявляться как в острой фазе кризиса (в краткосрочном периоде, когда нарастает неопределенность, создающая хаотические движения и влияющая на общую волатильность рынков), так и в период хронического кризиса (когда происходит изменение относительных цен активов).

## Методология

В настоящем исследовании разграничение периодов повышенной турбулентности рынков (острого кризиса) и относительного рыночного затишья осуществлялось с помощью построения скользящих коэффициентов вариации трех экзогенных переменных. Период острого кризиса определялся на основе устойчивого превышения коэффициентом вариации его среднего значения за весь рассматриваемый период. Примыкающие к нему слева и справа равные по продолжительности периоды идентифицировались как докризисный и посткризисный.

Скользящий коэффициент вариации  $CV_X$  переменной  $X$  рассчитывался последовательно для каждого момента времени на основе 10 значений показателя до заданной даты, значения показателя на эту дату, и 10 значений показателя после соответствующей даты. Выбор 21-го значения объясняется тем, что таково среднее число торговых сессий в месяце.

$$CV_X = \frac{\sigma_X}{\mu_X}, (1)$$

где  $\sigma_X$  – стандартное отклонение показателя  $X$  в рассматриваемом периоде;  $\mu_X$  – его среднее значение.

С целью лучшей визуализации коэффициентов вариации осуществлялось их нормирование путем приведения к линейной шкале (0; 1):

<sup>1</sup> URL: <https://m.ru.investing.com/indices/rtsi-components>

<sup>2</sup> URL: [https://www.profinance.ru/chart/urals/max/?s=Urals\\_med&hist=true&p=VXJhbHNfbWVklzljMTAjOTcwIzU1MCM3IzIjMg==](https://www.profinance.ru/chart/urals/max/?s=Urals_med&hist=true&p=VXJhbHNfbWVklzljMTAjOTcwIzU1MCM3IzIjMg==)

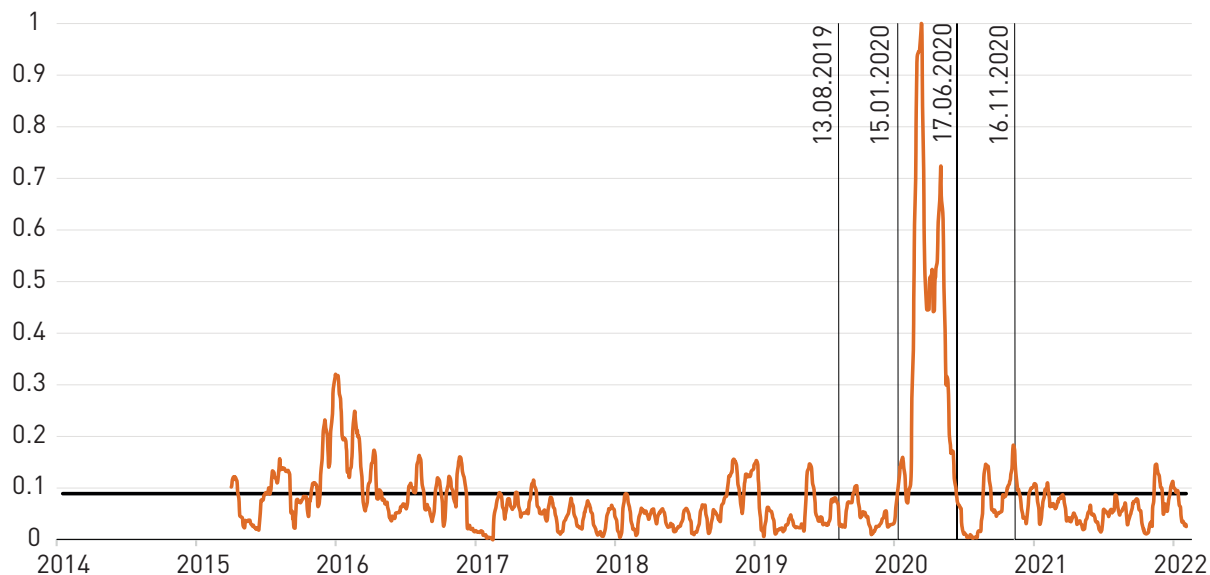
<sup>3</sup> URL: <https://ru.investing.com/currencies/usd-rub>

<sup>4</sup> URL: <https://ru.investing.com/rates-bonds/russia-1-year-bond-yield-historical-data>

$$ICV_X = \frac{CV_X - \min CV_X}{\max CV_X - \min CV_X}. (2)$$

На Рисунке 1 представлены в динамике результаты расчета скользящего коэффициента вариации логарифма цены нефти марки Urals. Пунктирной линией показано его среднее значение в рассматриваемом периоде.

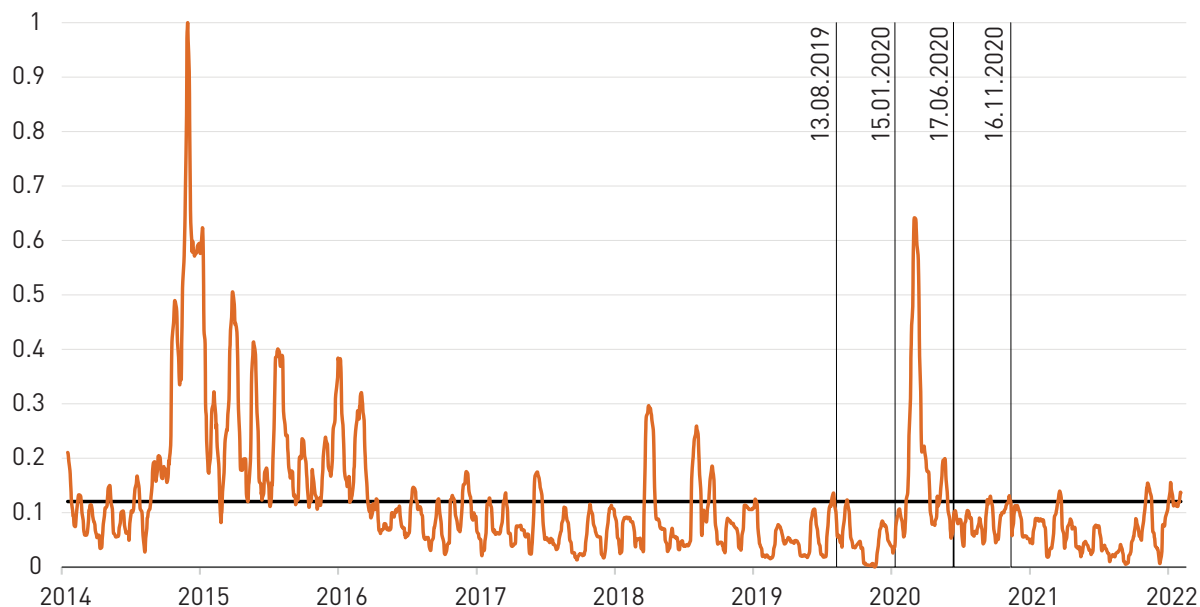
**Рисунок 1.** Скользящий нормированный коэффициент вариации логарифма цены нефти марки Urals



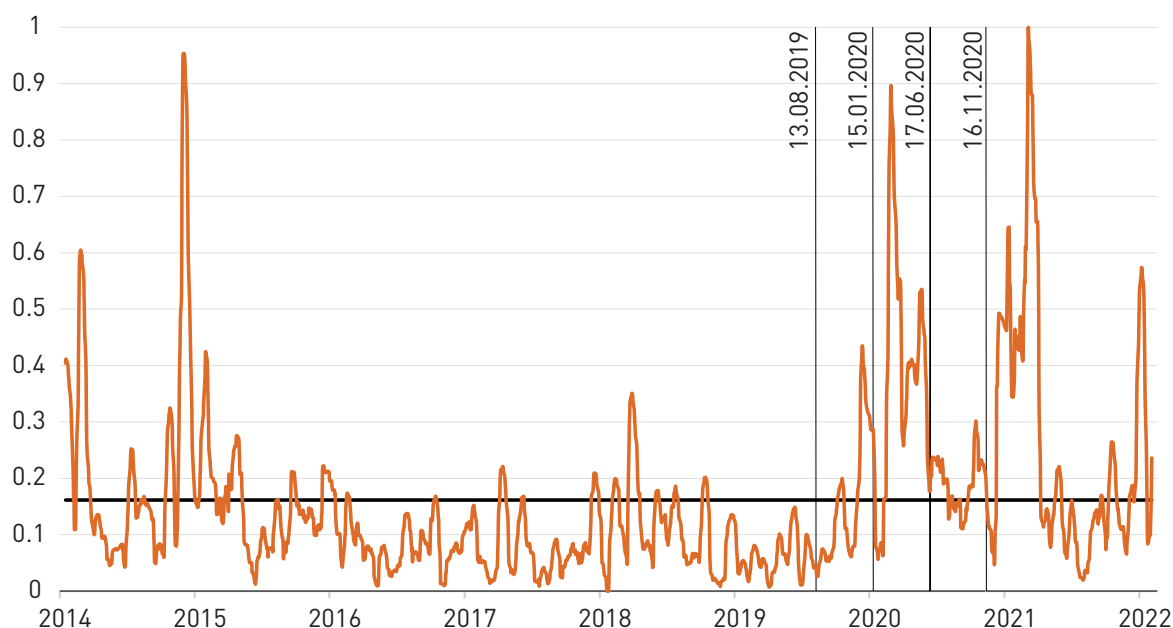
На основе Рисунка 1 идентифицирован период повышенной волатильности цены нефти марки Urals: 15 января 2020 г. – 17 июня 2020 г. (всего 105 наблюдений, охватывающих 5 месяцев), который соответствует острой фазе пандемии. Соответственно, выделены предкризисный (13 августа 2019 г. – 14 января 2020 г.) и посткризисный (18 июня

2020 г. – 16 ноября 2020 г.) периоды, включающие также по 105 наблюдений до и после острой фазы пандемии. Аналогичные по продолжительности предкризисный, кризисный и посткризисный периоды были зафиксированы графически для двух других экзогенных переменных (Рисунки 2 и 3).

**Рисунок 2.** Скользящий нормированный коэффициент вариации логарифма курса доллара США к российскому рублю



**Рисунок 3.** Скользящий нормированный коэффициент вариации логарифма доходности по годовым государственным облигациям



Для тестирования заражения использовалась векторная авторегрессионная модель с экзогенными переменными (VARX), которая является расширением стандартной VAR-модели:

$$Y_t = c + \sum_{i=1}^p a_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^k b_j X_{t-j} + \varepsilon_t, (3)$$

где  $Y_t$  – вектор  $p$ -1 эндогенных переменных в момент времени  $t$ ;

$c$  – константа;

$X_t$  – вектор  $k$ -1 экзогенных переменных в момент времени  $t$ ;

$a_i$  – матрица  $p$ - $p$  коэффициентов эндогенных переменных с лагом до порядка  $p$ ;

$b_j$  – матрица  $p$ - $k$  коэффициентов экзогенных переменных с лагом до порядка  $k$ ;

$\varepsilon_t$  – вектор остатков модели в момент времени  $t$ .

Максимальная величина лага  $p$  модели определялась с помощью обобщенных информационных критериев Акаике, Шварца и Хеннана – Куина. Критерии в большинстве моделей указывали на величину лага 2. Кроме того, в построенных нами моделях была исключена константа, поскольку ее оценки оказались близкими к нулю и не имели статистической значимости.

Стационарность временных рядов данных достигнута за счет использования в моделях первых разностей логарифмов переменных (приближенных значений фундаментальной доходности активов) и подтверждена с помощью расширенного теста Дики – Фуллера.

Диагностика качества моделей осуществлялась с помощью следующих тестов: 1) теста Портманто (Portmanteau test) на автокорреляцию остатков; 2) теста условной авторегрессионной гетероскедастичности (ARCH test) – теста на наличие непостоянной дисперсии в остатках ре-

грессионного анализа; 3) теста Дурника – Хансена (DH test  $\chi^2$ ) – комплексного статистического теста для проверки нормальности распределения, гомоскедастичности и отсутствия автокорреляции остатков; 4) F-теста – для проверки, имеют ли прошлые значения переменных, включенных в VAR-модель, какую-либо предсказательную силу для текущего значения этих переменных (вносит ли совместно подмножество лагов в модели VAR значительный вклад в объяснение вариации зависимых переменных).

Финансовое заражение фондовых активов от экзогенных переменных подтверждается в двух случаях: 1) если в кризисном периоде коэффициент при объясняющей переменной по модулю превосходит его значение как в докризисном, так и в посткризисном периоде; 2) если в период острого кризиса доля объясненной экзогенными факторами дисперсии зависимой переменной увеличивается.

Как уже отмечалось в теоретической части, преимуществом VARX-модели является разложимость дисперсии (Var) и соответственно коэффициента детерминации ( $R^2$ ), что позволяет выявить вклад каждой экзогенной переменной  $X_j$  в вариацию доходности актива в каждом тестируемом периоде:

$$\begin{aligned} \text{Var}(X_j / Y) &= \\ &= \frac{b_j^2 \text{Var}(X_j) + b_j \sum_{k=1, k \neq j}^K \text{CoVar}(X_j; b_k X_k)}{\text{Var}(Y)}. (4) \end{aligned}$$

Первое слагаемое числителя дроби оценивает собственный вклад переменной в вариацию  $Y$ , а второе – перекрестное влияние тестируемой переменной с другими экзогенными переменными. Сумма вкладов всех экзогенных переменных определяет ту часть коэффициента детерминации, которая объясняется чисто экзогенными переменными<sup>5</sup>.

Именно на основе сравнения  $\sum_{j=1}^K \text{Var}\left(\frac{X_j}{Y}\right)$

<sup>5</sup> Следует сделать оговорку, что при таком подходе не учитываются возможные взаимосвязи экзогенных и эндогенных переменных, но в качественной модели, лишенной свойства эндогенности, подобные связи должны быть сведены к минимуму.

для докризисного, кризисного и посткризисного периодов делается вывод о наличии или отсутствии заражения.

Однако в работе [25] был поднят важный вопрос о том, что в период кризиса увеличение дисперсии экзогенных переменных создает проблему гетероскедастичности (одним из результатов этого является завышение значений коэффициентов корреляции). Для решения проблемы непостоянства дисперсий объясняющих параметров модели в указанной работе был предложен способ корректировки коэффициента корреляции кризисного периода с помощью параметра  $\delta^*$ . Этот параметр *отражает прирост вариации переменных – потенциальных источников заражения в период кризиса (cr)* по сравнению с их вариацией в некризисные периоды (*no\_cr*):

$$\delta_j^* = \frac{\text{Var}(X_{j\_cr})}{\text{Var}(X_{j\_no\_cr})} - 1. (5)$$

Следуя [25] и принимая во внимание разложимость коэффициента детерминации, с помощью рассчитанных коэффициентов  $\delta_j^*$  можно осуществлять корректировку вклада в коэффициент детерминации каждой экзогенной переменной по отдельности:

$$\text{Var}(X_j / Y)^* = \frac{\text{Var}(X_j / Y)}{1 + \delta_j^* \cdot (1 - \text{Var}(X_j / Y))}. (6)$$

## Результаты исследования и их обсуждение

Таблица 1 демонстрирует изменение логарифмов цен акций и экзогенных параметров модели, а также показателей их вариации в трех тестируемых интервалах времени.

Таблица 1. Некоторые описательные статистики переменных моделей

X	Докризисный период, ДК		Кризисный период, К		Посткризисный период, ПК	
	$\overline{\ln X_t - \ln X_{t-1}}$	$CV_x$	$\overline{\ln X_t - \ln X_{t-1}}$	$CV_x$	$\overline{\ln X_t - \ln X_{t-1}}$	$CV_x$
<b>Экзогенные переменные</b>						
USD	-0.060	0.516	-0.392	1.869	0.084	0.893
URALS	0.075	1.065	-0.277	11.171	0.046	1.250
BONDS	-0.196	4.553	0.121	7.846	-0.002	1.895
<b>Энергетический сектор</b>						
GAZP	0.078	0.976	-0.190	2.165	-0.053	1.261
LKOH	0.194	0.811	-0.153	1.695	-0.076	0.981
NVTK	-0.011	0.393	-0.234	1.590	0.148	0.619
ROSN	0.159	0.761	-0.303	3.066	0.141	0.660
SNGS	0.671	5.844	-0.344	4.822	-0.036	1.320
TATN	0.090	0.652	0.174	2.801	-0.097	1.842
HYDR	0.214	1.114	-0.154	2.626	-0.072	0.676
IRAO	0.307	1.240	0.121	1.619	0.045	0.852
<b>Финансовый сектор</b>						
AFKS	0.267	4.542	-0.063	5.431	0.579	4.888
CBOM	-0.019	1.129	0.008	2.520	0.039	1.454
MOEX	0.176	1.419	-0.208	2.142	0.162	1.635
SBER	0.146	0.807	-0.246	2.458	0.167	0.980
VTBR	0.145	4.355	0.121	11.821	0.018	3.983

X	Докризисный период, ДК		Кризисный период, К		Посткризисный период, ПК	
	$\overline{\ln X_t - \ln X_{t-1}}$	$CV_x$	$\overline{\ln X_t - \ln X_{t-1}}$	$CV_x$	$\overline{\ln X_t - \ln X_{t-1}}$	$CV_x$
<b>Телекоммуникационный сектор</b>						
MTSS	0.192	1.334	-0.003	1.145	-0.008	0.476
RTKM	0.016	0.354	0.127	2.025	0.143	0.997
YNDX	0.103	1.207	0.121	0.835	0.413	1.459
<b>Потребительский сектор</b>						
AFLT	-0.017	0.560	0.159	4.664	-0.193	3.307
MGNT	-0.061	0.575	0.121	1.341	0.222	0.687
<b>Сырьевой сектор</b>						
CHMF	-0.002	0.633	-0.036	0.822	0.236	1.026
GMKN	0.272	0.874	-0.113	0.740	0.073	0.392
MAGN	0.095	1.385	-0.326	2.420	0.085	1.095
ALRS	0.172	1.410	-0.065	3.360	0.287	1.686
NLMK	0.022	1.160	0.083	1.702	0.371	2.039
PHOR	-0.009	0.316	0.356	0.963	0.127	0.501
PLZL	0.040	0.433	0.250	1.975	0.382	1.424
POLY	0.143	0.646	-0.190	2.204	0.274	1.613
RUAL	0.190	1.491	0.121	4.673	0.217	2.511

Примечание. Показатель  $\overline{\ln X_t - \ln X_{t-1}}$  представляет собой среднюю (межсессионную) рыночную доходность актива;  $CV_x$  – коэффициент вариации цены актива. Для лучшей визуализации оба показателя умножены на 100 и представлены в %.

Анализ данных Таблицы 1 показывает, что при переходе в острую фазу кризиса цены акций исследуемых компаний снизились. Особенно значительное падение произошло в энергетическом секторе, где 6 из 8 исследованных компаний теряли в среднем за одну дневную сессию 0.14% по сравнению с положительным дневным ростом на уровне 0.21% в докризисном периоде. В период кризиса финансовый сектор (3 из 5 компаний) испытал среднее падение на 0.08% по сравнению с ростом на 0.14% в предыдущем периоде. Сырьевой сектор оказался более устойчивым к кризису: среднее дневное изменение доходности 5 из 9 компаний уменьшилось до 0.01% по сравнению с 0.10% в базисном периоде, но осталась в положительной зоне. Потребительский и телекоммуникационный секторы, напротив, продемонстрировали рост доходности акций в период острой фазы пандемии, что объясняется развитием дистанционной работы и потребительским ажиотажем в преддверии и первые месяцы локдауна.

В посткризисном периоде ситуация стабилизировалась: все секторы за исключением энергетического показали

лучшую динамику цен по сравнению с докризисным периодом. Наибольший рост продемонстрировали акции АФК Система (AFKS) – в среднем они прибавляли 0.58% ежедневно; Яндекс (YNDX) – 0.41%, что вероятно связано с ростом электронной коммерции, райдтех и доставкой<sup>6</sup>. Сырьевой сектор показал наилучшие доходности акций в посткризисном периоде: их среднее дневное изменение составило 0.23%. Акции Аэрофлота (AFLT), напротив, продемонстрировали падение на уровне -0.19%, что, вероятно, связано с локдаунами и ограничениями мобильности из-за пандемии COVID-19.

Коэффициенты вариации, представленные в Таблице 1, свидетельствуют о том, что в острой фазе пандемии увеличилась волатильность не только объясняющих переменных, но и цен акций большинства компаний, исключение составляют акции «Сургутнефтегаза» (SNGS), «Мобильных ТелеСистем» (MTSS), «Яндекса» (YNDX) и «Норильского никеля» (GMKN). Наибольший рост волатильности продемонстрировали цены нефти марки Urals (CV увеличился на 10.1 п.п.) и цены акций ВТБ (CV увеличился на 7.5 п.п.).

<sup>6</sup> Яндекс объявляет финансовые результаты за I квартал 2022 года // Яндекс. URL: [https://yandex.ru/company/press\\_releases/2022/2022-27-04](https://yandex.ru/company/press_releases/2022/2022-27-04) (дата обращения: 30.03.23).

При переходе в посткризисный период показатели вариации вернулись к докризисным значениям с небольшими изменениями ( $\pm 1$  п.п.), за исключением доходности по государственным облигациям, относительная вариация которых уменьшилась на 2.7 п.п., и цен акций «Сургутнефтегаза» (SNGS) – их CV уменьшился на 4.5 п.п. Волатильность цен акций Аэрофлота (AFLT) в посткризисном периоде, наоборот, увеличилась на 2.8 п.п. по сравнению с предкризисным периодом.

Поскольку в соответствии с нашей гипотезой эффект заражения проявляется в изменении влияния исследуемых переменных в разные периоды кризиса, для всех трех периодов были построены VARX-модели (формула (3)). Для удобства визуализации и представления полученных результатов по трем периодам построена Таблица 2 (подробнее модели представлены в Приложениях 1–3). В ней показаны значимость и направленность коэффициентов при переменных (+) (–), значимость модели в целом ( $R^2$ ) и результаты тестов на отсутствие автокорреляции и гетероскедастичности, а также на нормальность распределения остатков.

Рассмотрим полученные результаты VARX-моделей подробнее.

В докризисном периоде (ДК) у некоторых компаний энергетического и сырьевого секторов наблюдается положительная связь текущей доходности с доходностью предыдущих периодов, что свидетельствует о поступательном росте акций (бычьим тренде). Для «Ростелекома» (RTKM) получена отрицательная связь доходностей. Это может свидетельствовать о том, что происходила коррекция стоимости ранее переоцененных акций. Результаты F-тест Lags подтверждают для «Ростелекома» (RTKM) и «Северстали» (CHMF) значимость запаздывающей переменной и 1-ого, и 2-го порядка.

В кризисном периоде (К) зависимости в основном меняются на противоположные. Изменение знака коэффициента при лаговых переменных у «Лукойла» (LKOH) свидетельствует о наступающей рецессии, а изменение направленности влияния лаговых переменных у «Ростелекома» (RTKM), напротив, о получении компанией телекоммуникационного сектора преимуществ в условиях кризиса COVID-19. Результаты F-теста подтверждают значимость лаговых переменных у этих компаний в кризисном периоде. Кроме того, в кризисном периоде, согласно результатам F-теста, статистически значимыми являются также отрицательные коэффициенты при лаговых переменных доходности 1-го или 2-го порядка у SBER, CBOM, MAGN, NLMK.

В посткризисном периоде (ПК) негативное влияние прошлой доходности на текущую сохранилось у Московского кредитного банка (CBOM), SNGS, проявилось у RTKM. Противоположную тенденцию продемонстрировали LKOH, TATN, SBER, NVTK, ALRS, что свидетельствует о коррекции стоимости акций. Результаты F-теста по указанным компаниям статистически значимы.

Далее рассмотрим значимость и направленность влияния экзогенных переменных на доходность акций компаний.

Курс доллара (USD) показывает статистически значимое отрицательное влияние на доходность почти всех исследуемых компаний в период кризиса. При этом для части компаний отрицательное влияние переменной USD на изменение цены акций сохраняется и после кризиса. Поскольку акции номинированы в отечественной валюте, корреляция

их фундаментальной доходности с курсом доллара к рублю представляется вполне логичной. Существенное падение курса рубля в условиях кризиса способствует уменьшению интереса к активам в отечественной валюте. Повышенная волатильность валюты создает ситуацию неопределенности, что также оказывает влияние на поведение инвесторов. Результатом является сверхчувствительность акций к курсу доллара.

Цена нефти марки *Urals* как видно из Таблицы 3, оказывает значимое влияние на доходность акций в основном в посткризисном периоде (ПК), вернее, при прохождении острой фазы кризиса. С возвращением компаний реального сектора экономики к предкризисным объемам производства увеличивается спрос на энергоресурсы, что способствует росту цен компаний энергетического сектора. В посткризисном периоде также наблюдается положительная связь цен на нефть со стоимостью активов большинства компаний сырьевого сектора, ряда компаний финансового сектора (CBOM, MOEX, SBER, VTBR), а также телекоммуникационного сектора (MTSS и RTKM).

Доходность по государственным облигациям (BONDS), аналогично цене на нефть, в период кризиса показывает значимое отрицательное влияние почти на все исследуемые компании за исключением компаний сырьевого сектора. Это объясняется ростом стоимости заимствований, что наиболее чувствительно для компаний, привлекающих заемный капитал для финансирования. В отличие от курса доллара, с переходом в посткризисный период (ПК) влияние переменной BONDS становится статистически незначимым почти для всех наблюдаемых моделей.

В целом коэффициенты при переменных USD и BONDS указывают на изменение состояния рынка акций компаний в период кризиса, что может свидетельствовать о присутствии эффекта финансового заражения, а коэффициенты при переменной *Urals* скорее свидетельствуют об отдаленном влиянии после прохождения острой фазы пандемии.

Низкий коэффициент детерминации ( $R^2 < 0.3$ ) для всех компаний в предкризисном периоде сменяется его значительным ростом в период острой фазы пандемии ( $R^2 > 0.3$ ), а затем обратным падением ниже обозначенной границы в посткризисном периоде. В период острого кризиса коэффициент детерминации значим для всех компаний энергетического сектора, большинства компаний финансового сектора (исключение составляют акции Мосбиржи, являющиеся наиболее диверсифицированным фондовым активом), компаний телекоммуникационного сектора MTSS и AFLT, четырех из девяти компаний сырьевого сектора (GMKN, ALRS, NLMK, RUAL). Для данных компаний можно заподозрить наличие финансового заражения.

Результаты тестов (Portmanteu test, ARCH test, (DH) test  $\chi^2$ ) свидетельствуют о соответствии большинства моделей предположениям о нормальности, гомоскедастичности и отсутствии автокорреляции. В целом это отражает правильность выбранной спецификации моделей. Отсутствие нормальности распределения остатков у части исследуемых моделей (согласно (DH) test  $\chi^2$ ) говорит о том, что модель не объясняет всей вариации данных и/или содержит систематические ошибки. Это может указывать на наличие выбросов или нелинейной связи между зависимой переменной и ее предикторами, что может привести к снижению ее предсказательной способности. Однако это не уменьшает значения данных переменных для объяснения доходности фондового рынка.

Таблица 2. Сводная визуализация оценок коэффициентов и тестов VARX-моделей

Y <sub>(Ln,ln-1)</sub>	Y <sub>t-1</sub>			Y <sub>t-2</sub>			X <sub>1t</sub> (USD)			X <sub>2t</sub> (URALS)			X <sub>3t</sub> (BONDS)			R <sup>2</sup>		Portmant. test			ARCH test			(DH) test $\chi^2$			F-test											
	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК					
<b>Энергетический сектор</b>																																						
GAZP							(-)	(-)	(+)		(+)	(-)			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓						✓					
LKOH	(+)	(-)	(+)		(-)	(+)	(-)		(+)		(+)	(-)			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓		✓					
NVTK						(+)	(-)				(+)				✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓							✓				
ROSN							(-)		(+)		(+)	(-)			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓							✓				
SNGS	(+)		(-)				(-)	(-)			(+)	(-)			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓				
TATN			(+)				(-)	(-)	(+)		(+)	(-)			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓				✓							
HYDR	(+)						(-)	(-)			(+)	(-)			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓				
IRAO							(-)	(-)			(+)	(-)			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓							✓				
<b>Финансовый сектор</b>																																						
AFKS							(-)					(-)			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓				
CBOM		(-)	(-)				(-)	(-)			(+)	(-)	(-)		✓		✓					✓	✓			✓				✓	✓							
MOEX				(+)			(-)				(+)					✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓								
SBER			(+)		(-)		(-)	(-)			(+)	(-)			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓				✓				
VTBR							(-)	(-)			(+)	(-)			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓											
<b>Телекоммуникационный сектор</b>																																						
MTSS							(-)				(+)	(-)	(-)		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			
RTKM	(-)	(+)		(-)		(-)	(-)				(+)	(+)				✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓	✓						
YNDX							(-)					(-)				✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓										
<b>Потребительский сектор</b>																																						
AFLT		(+)					(-)	(-)							✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			
MGNT												(-)				✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
<b>Сырьевой сектор</b>																																						
CHMF	(+)			(-)	(-)		(-)									✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
GMKN		(+)		(+)			(-)	(-)							✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
MAGN				(-)			(-)		(+)	(-)						✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
ALRS	(+)					(+)	(-)	(-)			(+)		(-)		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
NLMK				(-)			(-)	(+)			(+)				✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
PHOR	(+)					(+)	(+)		(-)	(+)						✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
PLZL										(+)		(-)				✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
POLY						(+)						(-)				✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
RUAL		(+)		(+)			(-)			(+)					✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	

Примечание:

робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1:

(+) положительное значение коэффициента при значимой переменной ( $P \leq 0.05$ );(-) отрицательное значение коэффициента при значимой переменной ( $P \leq 0.05$ );R<sup>2</sup>(✓) коэффициент детерминации  $\geq 0,3$ ;

Portmanteau test(✓) – автокорреляция отсутствует;

ARCH test LM Lag 1 (✓) – гомоскедастичность лага 1-го порядка;

ARCH test LM Lag 2 (✓) – гомоскедастичность лага 2-го порядка;

(DH) test  $\chi^2$ (✓) – распределение остатков соответствует нормальному;

F-тест Lags (✓) – подмножество лагов оказывает статистически значимое влияние;

F-тест Vars (✓) – подмножество переменных оказывает статистически значимое влияние.

*F-test vars* отражает значимость ( $\checkmark$ ) влияния подмножества переменных. Многие модели не проходят его, что может быть связано с тем, что в них значимость показывают лишь отдельные переменные, а не все подмножество, или данные компании не были заражены. При этом число статистически значимых моделей намного больше именно в кризисный период. Это также подтверждает гипотезу о том, что влияние исследуемых переменных проявляется или усиливается только в моменты экономических шоков, что означает присутствие эффекта финансового заражения у части исследуемых компаний.

Следуя методологической части статьи, для более корректных выводов об изменении влияния экзогенных переменных на доходность акций нами были рассчитан вклад этих переменных в дисперсию объясняемой переменной по формуле (4), иными словами, в коэффициенте детерминации выделена та часть, которая объясняется влиянием именно экзогенных переменных. Далее с использованием формул (5) и (6) проведена его коррекция на гетероскедастичность. Результаты отражены в Таблице 3. Бежевым закрашены ячейки, для которых подтверждено заражение.

**Таблица 3.** Вклад дисперсии экзогенных переменных в дисперсию доходности акций российских компаний в трех периодах: диагностирование финансового заражения, %

	USD			Urals			BONDS			Сумма*			Сумма-корр.*	
	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК	ДК	К	ПК	К/ДК	К/ПК
GAZP	0.73	25.83	6.29	4.34	-0.75	10.66	0.72	19.83	0.22	5.80	44.91	17.17	11.76	30.30
LKOH	0.67	27.63	1.56	8.14	6.71	26.03	0.23	28.91	-0.17	9.04	63.26	27.41	17.41	40.52
NVTK	1.25	31.34	-0.19	2.25	4.72	16.39	0.39	-1.03	-0.14	3.89	35.03	16.06	4.90	15.45
ROSN	0.56	25.73	4.24	21.06	0.82	27.02	0.55	31.74	-0.20	22.16	58.29	31.07	18.01	41.50
SNGS	0.02	23.80	11.60	0.00	-1.99	13.31	0.05	18.13	0.37	0.07	39.94	25.28	10.48	27.47
TATN	-0.08	29.56	7.01	7.91	1.80	15.93	2.28	26.02	-0.11	10.11	57.38	22.83	15.77	38.47
HYDR	0.00	12.82	3.64	0.06	1.22	6.44	0.86	28.01	0.06	0.91	42.05	10.13	13.92	31.22
IRAO	6.51	25.40	1.92	-0.11	-1.71	5.51	0.98	25.01	-0.06	7.38	48.70	7.37	14.11	34.75
AFKS	0.07	18.38	0.37	0.33	3.15	0.18	1.10	17.16	0.02	1.50	38.69	0.57	9.63	24.15
CBOM	2.11	24.29	0.35	-0.04	4.53	3.37	0.02	17.62	1.64	2.09	46.44	5.35	10.97	27.91
MOEX	4.30	16.45	3.79	1.90	-1.45	6.95	0.01	4.46	1.54	6.21	19.46	12.28	3.64	11.32
SBER	2.38	37.02	8.63	1.58	2.29	17.67	1.27	13.89	0.08	5.24	53.20	26.38	11.77	32.14
VTBR	3.29	30.59	10.16	3.41	0.49	4.03	0.01	23.26	0.06	6.71	54.34	14.25	14.46	36.41
MTSS	1.69	16.34	-0.05	1.83	-2.14	7.71	3.56	29.69	-0.03	7.08	43.90	7.63	15.03	34.23
RTKM	0.35	14.34	0.17	0.35	-0.17	3.27	15.53	3.68	0.44	16.23	17.85	3.88	3.15	9.70
YNDX	0.55	13.77	0.27	0.93	-0.42	1.02	0.41	6.36	0.44	1.88	19.71	1.72	4.06	11.76
AFLT	-0.12	36.33	5.57	5.72	3.46	6.31	0.35	7.62	0.01	5.96	47.41	11.89	9.13	26.16
MGNT	0.90	5.99	0.31	0.11	1.04	1.54	0.42	18.75	0.42	1.43	25.78	2.26	8.42	19.44
CHMF	0.36	14.60	0.13	0.01	-0.19	1.42	0.58	2.48	0.08	0.95	16.89	1.63	2.74	8.76
GMKN	0.94	32.86	5.61	0.27	-1.12	3.84	0.49	4.03	1.35	1.71	35.77	10.80	6.50	20.28
MAGN	-0.06	26.37	0.00	2.58	-1.90	2.57	0.01	2.50	0.29	2.53	26.97	2.86	4.54	14.93
ALRS	0.06	33.23	8.50	0.10	-0.79	3.68	0.18	1.99	3.97	0.35	34.43	16.16	5.86	18.75
NLMK	0.70	19.69	3.33	0.47	0.93	1.74	0.85	7.43	0.05	2.02	28.05	5.12	5.51	15.85
PHOR	8.99	0.41	5.57	1.79	4.47	1.65	0.01	1.60	1.28	10.78	6.48	8.51	1.06	2.00
PLZL	0.80	0.05	0.86	0.02	0.15	3.59	1.72	0.66	3.00	2.54	0.86	7.45	0.26	0.61
POLY	10.41	0.12	0.10	0.00	0.56	0.49	1.12	3.38	4.91	11.53	4.06	5.50	1.30	3.07
RUAL	1.47	26.91	0.86	0.71	-0.84	8.01	0.17	8.87	0.25	2.36	34.94	9.12	7.19	20.99

*Примечание.* \* – суммарный вклад в коэффициент детерминации трех экзогенных переменных; \*\* – вклад, скорректированный на гетероскедастичность (рост дисперсии экзогенных переменных).



Полученные результаты подтверждают усиление влияния на фундаментальную доходность акций большинства российских компаний в острой фазе пандемии курса доллара и стоимости заимствований, а в последующем – цен на нефть. Кроме того, для большинства компаний в кризисном периоде совместное влияние трех исследуемых экзогенных переменных увеличилось, что является свидетельством финансового заражения фондового рынка от рынка нефти, валютного и долгового рынков. Скорректированная на гетероскедастичность объясненная вариация в целом подтверждает эти выводы.

Проведенный анализ показал, что на кризисные явления в большей степени отреагировали некоторые компании энергетического сектора (IRAO, HYDR, TATN, SNGS, LKOH, GAZP<sup>7</sup>), финансового сектора (AFKS, VTBR, SBOM, SBER) и потребительского сектора (MGNT, AFLT). В гораздо меньшей степени кризисному заражению подверглись компании телекоммуникационного сектора (исключение MTSS) и сырьевого сектора (исключение – компания по добыче алмазов ALRS и металлургические компании NLMK и RUAL, но масштабы заражения там существенно ниже, чем в других секторах).

В то же время выделяется ряд компаний, чьи доходности оказались наиболее устойчивыми к кризисным явлениям. Это прежде всего компании «Полюс» (PLZL) и «Полиметалл» (POLY), специализирующиеся на производстве благородных металлов, компания по производству минеральных удобрений «ФосАгро» (PHOR). И это неслучайно – золото и серебро являются хорошим инструментом для хеджирования портфелей и многими исследователями рассматриваются как «тихие гавани» инвестирования. Изменение их доходностей нередко идет в контрфазе с общерыночными тенденциями. Компания «ФосАгро» является поставщиком минеральных удобрений для сельского хозяйства, которое больше зависит от природных условий и менее связано с кризисами глобального характера. Высокую устойчивость к кризису также показали акции Мосбиржи (MOEX), что объясняется их высоким уровнем диверсификации. Все эти инструменты могут использоваться для краткосрочной корректировки портфелей в условиях кризиса с целью снижения общих рисков инвестирования.

## Заключение

Финансовое заражение характеризуется как повышенная реакция одних рынков на шоки, возникающие на других рынках, проявляющаяся в усилении их взаимосвязей в период кризиса. Ученые выделяют канал ликвидности, информационный, финансовый, макроэкономический, политический и прочие каналы финансового заражения.

Нами исследовалось влияние нефтяного, валютного и долгового рынков на рыночную доходность акций 27 российских компаний в период пандемии. Для выделения периода острого кризиса рассчитывался скользящий коэффициент вариации. Для тестирования заражения использовалось построение VARX-моделей кризисного и равного по продолжительности докризисного и посткризисного периодов. Тестирование заражения осуществлялось на основе изменения и значимости оценок коэффициентов при экзогенных переменных, а также их вклада в коэффициент детерминации с коррекцией на гетероскедастичность.

Исследование показало, что курс доллара к рублю и стоимость заимствований оказали наибольшее влияние на доходность российских компаний в период острой фазы пандемии, а цена на нефть – в период хронического кризиса. Финансовому заражению в условиях пандемического шока в наибольшей степени оказались подверженными компании энергетического, финансового и потребительского секторов. Поскольку повышенная турбулентность стоимости активов чревата потерей контроля, для таких компаний необходимы особые меры повышения устойчивости в периоды воздействия внешних шоков.

Наибольшую устойчивость к пандемическому шоку продемонстрировали компании телекоммуникационного и сырьевого секторов за некоторыми исключениями. При этом наибольшую резильентность показали акции компаний, специализирующихся на добыче благородных металлов и производстве минеральных удобрений, что позволило рекомендовать их в качестве надежных инструментов диверсификации инвестиционных портфелей в условиях кризиса.

Понимание факторов, способствующих распространению рыночных потрясений, может помочь государственным органам принимать эффективные меры для реализации политики финансового регулирования и поддержания долгосрочной финансовой стабильности, вовремя разрабатывать фискальные и монетарные меры, направленные на нейтрализацию эффектов рыночного заражения во время воздействия внешних шоков.

Ограниченность проведенного исследования связана с рядом недостатков VAR-моделей, а также анализом только пандемического шока 2020 г., имеющего специфические причины и механизмы протекания. Развитие исследования в будущем видится как в усовершенствовании методологии, так и в изучении финансового заражения российских компаний под влиянием шоков другого характера, в частности, санкционных. Решение этих вопросов авторы оставляют на будущее.

## Благодарность

Исследование выполнено за счет гранта Российского научного фонда № 23-28-00453, <https://rscf.ru/project/23-28-00453/>

## Список литературы

1. Corbet S., Larkin C., Lucey B. The contagion effects of the COVID-19 pandemic: Evidence from gold and cryptocurrencies. *Finance Research Letters*. 2020;35:101554. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101554>
2. Ayadi S., Said H.B. The financial contagion effect of the subprime crisis on selected developed markets. *Annals of Spiru Haret University. Economic Series*. 2020;20(4):65-100.
3. BenMim I., BenSaïda A. Financial contagion across major stock markets: A study during crisis episodes. *The North American Journal of Economics and Finance*. 2019;48:187-201. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.02.005>
4. Yuan Y., Wang H., Jin X. Pandemic-driven financial contagion and investor behavior: Evidence from the

<sup>7</sup> Здесь и далее компании ранжированы в порядке снижения масштабов заражения

- COVID-19. *International Review of Financial Analysis*. 2022;83:102315. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102315>
5. Luchtenberg K.F., Vu Q.V. The 2008 financial crisis: Stock market contagion and its determinants. *Research in International Business and Finance*. 2015;33:178-203. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2014.09.007>
  6. Tabash M.I., Asad M., Khan A.A., et al. Role of 2008 financial contagion in effecting the mediating role of stock market indices between the exchange rates and oil prices: Application of the unrestricted VAR. *Cogent Economics & Finance*. 2022;10(1):2139884. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2139884>
  7. Okorie D.I., Lin B. Stock markets and the COVID-19 fractal contagion effects. *Finance Research Letters*. 2021;38:101640. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101640>
  8. Dornbusch R., Park Y.C., Claessens S. Contagion: Understanding How It Spreads. *The World Bank Research Observer*. 2000;15(2):177-197. <https://doi.org/10.1093/wbro/15.2.177>
  9. Loukianova A.E., Smirnova E. *Financial contagion effect of Russian market: crisis indicators revelation*. Working paper. № 17(R) – 2015. Graduate School of Management, St. Petersburg State University: SPb, 2015 (in Russ.)
  10. Guidolin M., Pedio M. Identifying and measuring the contagion channels at work in the European financial crises. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 2017;48:117-134. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.01.001>
  11. Grillini S., Ozkan A., Sharma A. Static and dynamic liquidity spillovers in the Eurozone: The role of financial contagion and the Covid-19 pandemic. *International Review of Financial Analysis*. 2022;83:102273. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102273>
  12. Wen X., Wei Y., Huang D. Measuring contagion between energy market and stock market during financial crisis: A copula approach. *Energy economics*. 2012;34(5):1435-1446. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2012.06.021>
  13. Zhu B., Lin R., Deng Y., et al. Intersectoral systemic risk spillovers between energy and agriculture under the financial and COVID-19 crises. *Economic Modelling*. 2021;105:105651. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105651>
  14. Wang W., Su C., Duxbury D. The conditional impact of investor sentiment in global stock markets: A two-channel examination. *Journal of Banking & Finance*. 2022;138:106458. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106458>
  15. Ozturk M., Cavdar S.C. The contagion of COVID-19 pandemic on the volatilities of international crude oil prices, gold, exchange rates and Bitcoin. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*. 2021;8(3):171-179. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0171>
  16. Youssef M., Mokni K., Ajmi A.N. Dynamic connectedness between stock markets in the presence of the COVID-19 pandemic: does economic policy uncertainty matter? *Financial Innovation*. 2021;7(1):13. <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00227-3>
  17. Gharib C., Mefteh-Wali S., Jabeur S.B. The bubble contagion effect of COVID-19 outbreak: Evidence from crude oil and gold markets. *Finance research letters*. 2021;38:101703. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101703>
  18. Vergos K., Wange B. Evaluating interdependencies in African markets A VECM approach. *Bulletin of Applied Economics*. 2019;6(1):65-85.
  19. Shahrier N.A. Contagion effects in ASEAN-5 exchange rates during the Covid-19 pandemic. *The North American Journal of Economics and Finance*. 2022;62:101707. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101707>
  20. Pivnitskaya N.A., Teplova T.V. Sovereign credit rating and contagion effects on financial markets of Asian region. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6. Ekonomika = Moscow University Economics Bulletin*. 2020;(6):48-69. (In Russ.) <https://doi.org/10.38050/01300105202063>
  21. Bouri E., Molnár P., Azzi G., et al. On the hedge and safe haven properties of Bitcoin: Is it really more than a diversifier? *Finance Research Letters*. 2017;20:192-198. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.09.025>
  22. Uddin G.S., Yahya M., Goswami G.G., et al. Stock market contagion during the COVID-19 pandemic in emerging economies. *International review of economics & finance*. 2022;79:302-309. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.028>
  23. Matos P., Costa A., da Silva C. COVID-19, stock market and sectoral contagion in US: a time-frequency analysis. *Research in International Business and Finance*. 2021;57:101400. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101400>
  24. Naeem M.A., Farid S., Qureshi F., et al. Global factors and the transmission between United States and emerging stock markets. *International Journal of Finance & Economics*. 2023;28(4):3488-3510. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2604>
  25. Forbes K.J., Rigobon R. No contagion, only interdependence: Measuring stock market comovements. *Journal of Finance*. 2002;57(5):2223-2261. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00494>

## Приложение 1

Модель VARX для докризисного периода (13 августа 2019 г. – 14 января 2020 г.), N = 105

$Y_{tLn,t-1}$	$Y_{t-1}$	$Y_{t-2}$	$X_{1t}$ (USD)	$X_{2t}$ (URALS)	$X_{3t}$ (BONDS)	$R^2$	Portmanteau test	ARCH test		(DH) test $\chi^2$	AIC	BIC	F test	
								LM Lag 1	LM Lag 2				Lags	Variables
<b>Энергетический сектор</b>														
GAZP	0.038 (0.119)	0.133 (0.120)	-0.156 (0.250)	<b>0.110*</b> (0.040)	-0.069 (0.052)	0.074	<b>20.311</b>	4.324*	<b>5.103</b>	8.22**	-6.034	-5.906	1.002	1.809
LKOH	<b>0.207**</b> (0.082)	-0.027 (0.101)	0.431 (0.390)	<b>0.200***</b> (0.074)	-0.050 (0.089)	0.117	<b>17.961</b>	<b>0.162</b>	<b>0.197</b>	<b>2.76</b>	-5.779	-5.651	2.368	0.077
NVTK	-0.057 (0.098)	-0.104 (0.122)	-0.260 (0.449)	0.080 (0.080)	0.053 (0.114)	0.049	<b>17.716</b>	<b>0.568</b>	<b>2.226</b>	<b>4.36</b>	-5.879	5.751	0.605	0.976
ROSN	0.090 (0.114)	-0.091 (0.108)	-0.081 (0.257)	<b>0.234***</b> (0.059)	0.052 (0.066)	0.209	<b>13.541</b>	<b>3.252</b>	<b>4.015</b>	14.43***	-6.296	-6.168	0.930	0.977
SNGS	<b>0.379**</b> (0.176)	-0.115 (0.110)	-0.091 (0.654)	-0.007 (0.146)	-0.045 (0.164)	0.129	<b>8.598</b>	17.328***	18.332***	18.53***	-4.163	-4.036	<b>6.914**</b>	1.288
TATN	0.075 (0.087)	0.022 (0.091)	0.033 (0.287)	<b>0.171***</b> (0.061)	0.131 (0.089)	0.106	<b>27.413</b>	<b>0.014</b>	<b>0.402</b>	9.31**	-5.902	-5.774	0.361	0.050
HYDR	<b>0.580***</b> (0.312)	0.021 (0.175)	-0.014 (0.244)	-0.019 (0.041)	0.100 (0.087)	0.158	<b>16.479</b>	10.950***	11.377**	78.99***	-5.521	-5.393	<b>8.764***</b>	0.019
IRAO	0.125 (0.125)	-0.068 (0.098)	<b>-1.150*</b> (0.636)	-0.017 (0.127)	0.139 (0.156)	0.085	<b>16.822</b>	<b>1.044</b>	<b>1.044</b>	6.75*	-4.956	-4.828	0.822	0.427
<b>Финансовый сектор</b>														
AFKS	0.101 (0.091)	0.148 (0.109)	-0.128 (0.322)	-0.046 (0.074)	-0.113 (0.076)	0.056	<b>17.463</b>	<b>0.570</b>	<b>1.022</b>	6.44*	-5.465	-5.337	1.937	2.331
CBOM	-0.031 (0.163)	-0.187 (0.137)	<b>-0.278*</b> (0.149)	-0.013 (0.027)	0.009 (0.044)	0.055	40.683*	4.853*	<b>5.441</b>	40.74***	-6.691	-6.563	1.789	3.522
MOEX	-0.074 (0.107)	<b>0.156*</b> (0.090)	-0.461 (0.289)	0.057 (0.058)	-0.006 (0.080)	0.078	<b>26.076</b>	<b>0.015</b>	<b>0.097</b>	10.09**	-6.158	-6.030	1.640	2.520
SBER	-0.020 (0.088)	-0.053 (0.095)	-0.292 (0.268)	0.048 (0.044)	-0.074 (0.069)	0.052	<b>18.516</b>	<b>0.912</b>	<b>1.634</b>	<b>1.39</b>	-6.469	-6.341	0.158	0.277
VTBR	0.001 (0.117)	0.059 (0.097)	-0.494 (0.358)	0.107 (0.080)	-0.010 (0.072)	0.066	<b>20.218</b>	<b>0.118</b>	<b>0.256</b>	44.24***	-5.680	-5.552	0.179	0.357
<b>Телекоммуникационный сектор</b>														
MTSS	-0.048 (0.101)	0.060 (0.117)	-0.243 (0.267)	0.056 (0.045)	<b>-0.127*</b> (0.069)	0.077	<b>14.514</b>	<b>0.085</b>	<b>2.915</b>	<b>2.33</b>	-6.334	-6.206	0.297	0.359
RTKM	<b>-0.257**</b> (0.107)	<b>-0.244***</b> (0.065)	0.160 (0.235)	0.033 (0.032)	<b>0.295***</b> (0.139)	0.266	<b>19.868</b>	<b>0.059</b>	<b>0.178</b>	62.25***	-6.377	-6.249	<b>6.572**</b>	<b>7.357**</b>
YNDX	-0.074 (0.091)	-0.031 (0.036)	0.358 (0.389)	-0.109 (0.115)	0.116 (0.107)	0.026	<b>21.296</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.051</b>	73.52***	-4.366	-4.238	0.303	0.096
<b>Потребительский сектор</b>														
AFLT	-0.014 (0.092)	0.050 (0.081)	-0.060 (0.253)	-0.119 (0.092)	-0.040 (0.070)	0.061	<b>19.33</b>	<b>0.283</b>	<b>2.778</b>	<b>0.76</b>	-6.227	-6.099	0.129	0.236
MGNT	0.129 (0.113)	-0.037 (0.102)	0.238 (0.233)	0.026 (0.041)	-0.047 (0.081)	0.032	<b>26.44</b>	<b>2.194</b>	<b>2.213</b>	<b>1.25</b>	-6.228	-6.100	0.843	0.125

$Y_{tLn,ln-1}$	$Y_{t-1}$	$Y_{t-2}$	$X_{1t}$ (USD)	$X_{2t}$ (URALS)	$X_{3t}$ (BONDS)	$R^2$	Portmanteau test	ARCH test		(DH) test $\chi^2$	AIC	BIC	F test	
								LM Lag 1	LM Lag 2				Lags	Variables
<b>Сырьевой сектор</b>														
CHMF	<b>0.298***</b> (0.090)	<b>-0.173*</b> (0.089)	0.164 (0.268)	0.013 (0.063)	-0.060 (0.055)	0.105	27.74	0.412	4.421	0.11	-6.113	-5.986	4.907**	2.848
GMKN	0.104 (0.099)	<b>0.198**</b> (0.099)	-0.270 (0.350)	0.026 (0.055)	-0.064 (0.077)	0.073	28.965	0.038	0.104	5.03	-5.717	-5.589	2.761	3.709
MAGN	0.049 (0.097)	-0.086 (0.105)	0.055 (0.301)	<b>0.109*</b> (0.055)	-0.010 (0.080)	0.038	33.146	0.047	0.115	0.23	-5.624	-5.496	0.481	0.738
ALRS	<b>0.189*</b> (0.102)	-0.044 (0.105)	-0.069 (0.294)	0.019 (0.073)	0.042 (0.091)	0.038	26.119	0.010	0.018	0.02	-5.639	-5.511	1.740	0.187
NLMK	0.106 (0.106)	-0.155 (0.988)	0.293 (0.296)	0.054 (0.048)	-0.087 (0.097)	0.056	34.171	1.002	1.116	0.24	-5.739	-5.611	1.568	2.268
PHOR	<b>0.189*</b> (0.112)	-0.063 (0.074)	<b>0.583***</b> (0.166)	0.072 (0.044)	0.003 (0.043)	0.139	16.230	1.977	3.637	1.46	-6.888	-6.760	2.000	0.424
PLZL	-0.037 (0.092)	-0.074 (0.993)	0.295 (0.364)	-0.003 (0.097)	-0.134 (0.100)	0.030	13.117	0.392	0.405	0.43	-5.509	-5.381	0.324	0.547
POLY	0.103 (0.103)	-0.058 (0.919_)	<b>1.078***</b> (0.402)	0.001 (0.057)	-0.111 (0.078)	0.111	22.236	0.099	0.124	6.03*	-5.603	-5.475	0.703	0.377
RUAL	0.015 (0.110)	<b>0.163*</b> (0.093)	-0.313 (0.277)	0.042 (0.044)	-0.036 (0.094)	0.056	22.440	1.176	1.486	3.98	-5.878	-5.750	1.324	2.614

Примечание. \*  $P \leq 0.05$  \*\*  $P \leq 0.01$  \*\*\*  $P \leq 0.001$ .

В скобках указаны робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1.

## Приложение 2

Модель VARX для кризисного периода (15 января 2020 г. – 17 июня 2020 г.), N = 105

$Y_{tLn,ln-1}$	$Y_{t-1}$	$Y_{t-2}$	$X_{1t}$ (USD)	$X_{2t}$ (URALS)	$X_{3t}$ (BONDS)	$R^2$	Portmanteau test	ARCH test		(DH) test $\chi^2$	AIC	BIC	F test	
								LM Lag 1	LM Lag 2				Lags	Variables
<b>Энергетический сектор</b>														
GAZP	0.019 (0.090)	-0.138 (0.089)	<b>-0.734***</b> (0.275)	-0.008 (0.314)	<b>-0.336***</b> (0.093)	0.425	25.682	1.146	1.260	8.56*	-5.151	-5.023	1.537	3.043*
LKOH	<b>-0.245**</b> (0.101)	<b>-0.232***</b> (0.088)	<b>-1.185***</b> (0.262)	0.077 (0.068)	<b>-0.688***</b> (0.165)	0.591	28.832	0.106	1.376	3.91	-4.419	-4.291	10.245***	11.271***
NVTK	-0.050 (0.147)	-0.062 (0.111)	<b>-1.379***</b> (0.213)	0.065 (0.043)	0.056 (0.210)	0.355	20.791	0.743	4.305	25.45***	-4.205	-4.077	0.443	0.581
ROSN	0.076 (0.095)	-0.069 (0.101)	<b>-1.132***</b> (0.283)	0.011 (0.050)	<b>-0.735***</b> (0.138)	0.586	26.873	2.245	5.796*	7.84*	-4.473	-4.345	0.921	1.008
SNGS	0.042 (0.102)	-0.032 (0.081)	<b>-1.126***</b> (0.284)	-0.040 (0.044)	<b>-0.510***</b> (0.154)	0.398	29.885	0.004	0.032	5.86	-4.217	-4.089	0.180	0.154
TATN	-0.010 (0.105)	-0.094 (0.096)	<b>-1.454***</b> (0.298)	0.028 (0.064)	<b>-0.738***</b> (0.211)	0.543	18.997	1.776	3.665	11.55**	-4.073	-3.945	0.888	1.716
HYDR	0.056 (0.092)	0.007 (0.110)	<b>-0.607*</b> (0.319)	0.017 (0.029)	<b>-0.604***</b> (0.122)	0.452	20.054	0.114	0.447	5.11	-4.574	-4.446	0.271	0.008
IRAO	0.022 (0.076)	-0.159 (0.099)	<b>-0.918***</b> (0.168)	-0.024 (0.031)	<b>-0.502***</b> (0.123)	0.493	30.755	0.232	0.303	3.27	-4.790	-4.662	2.405	4.768*

$Y_{tLn,ln-1}$	$Y_{t-1}$	$Y_{t-2}$	$X_{1t}$ (USD)	$X_{2t}$ (URALS)	$X_{3t}$ (BONDS)	$R^2$	Portmanteau test	ARCH test		(DH) test $\chi^2$	AIC	BIC	F test
								LM Lag 1	LM Lag 2				Lags Variables
<b>Финансовый сектор</b>													
AFKS	0.046 (0.087)	-0.046 (0.108)	<b>-0.810***</b> (0.279)	0.039 (0.035)	<b>-0.431***</b> (0.132)	0.386	29.873	0.646	0.647	5.27	-4.419	-4.291	0.269 0.314
CBOM	<b>-0.179*</b> (0.106)	-0.111 (0.105)	<b>-0.477***</b> (0.109)	0.025 (0.022)	<b>-0.210**</b> (0.083)	0.446	32.673	5.985*	5.985**	4.78	-5.911	-5.783	<b>3.196*</b> 2.027
MOEX	0.080 (0.109)	-0.163 (0.099)	<b>-0.687***</b> (0.167)	-0.049 (0.037)	-0.148 (0.111)	0.218	34.827	0.017	0.269	30.58***	-4.834	-4.706	1.813 3.179
SBER	-0.109 (0.112)	<b>-0.209*</b> (0.110)	<b>-1.184***</b> (0.225)	0.024 (0.034)	<b>-0.318***</b> (0.104)	0.528	26.771	12.203***	12.232**	7.26**	-4.820	-4.692	<b>5.221***</b> <b>8.757***</b>
VTBR	0.030 (0.061)	0.101 (0.110)	<b>-0.952***</b> (0.167)	0.005 (0.030)	<b>-0.433***</b> (0.129)	0.595	21.929	0.027	0.035	37.09***	-5.132	-5.004	1.323 2.242
<b>Телекоммуникационный сектор</b>													
MTSS	-0.105 (0.111)	0.045 (0.101)	<b>-0.476***</b> (0.100)	-0.024 (0.026)	<b>-0.403***</b> (0.071)	0.461	26.741	10.505**	14.196***	16.56***	-5.481	-5.353	1.191 0.348
RTKM	<b>0.259**</b> (0.118)	-0.107 (0.181)	<b>-0.560**</b> (0.220)	-0.003 (0.035)	-0.113 (0.157)	0.248	22.700	0.194	12.519**	53.50***	-5.030	-4.902	<b>4.095*</b> 1.392
YNDX	-0.055 (0.104)	-0.074 (0.101)	<b>-0.609***</b> (0.211)	-0.007 (0.034)	<b>-0.192**</b> (0.095)	0.199	31.074	1.404	1.415	3.99	-4.487	-4.359	0.445 0.609
<b>Потребительский сектор</b>													
AFLT	<b>0.197**</b> (0.092)	-0.143 (0.126)	<b>-1.387***</b> (0.176)	0.043 (0.031)	-0.236 (0.170)	0.504	25.663	5.070**	11.074**	3.5295	-4.487	-4.359	<b>4.065**</b> 3.358
MGNT	-0.055 (0.113)	0.046 (0.178)	-0.374 (0.279)	0.017 (0.048)	<b>-0.490***</b> (0.148)	0.278	27.455	3.185	20.643***	13.98***	-4.370	-4.242	0.330 0.280
<b>Сырьевой сектор</b>													
CHMF	-0.040 (0.082)	<b>-0.209**</b> (0.076)	<b>-0.534***</b> (0.151)	-0.003 (0.026)	-0.078 (0.139)	0.212	2,484	0.343	0.353	21.47***	-5.110	-4.982	2.748 <b>5.380**</b>
GMKN	<b>0.150*</b> (0.085)	-0.020 (0.058)	<b>-1.315***</b> (0.227)	-0.020 (0.031)	-0.149 (0.120)	0.355	41.618**	0.003	0.265	46.96***	-4.375	-4.247	1.632 0.056
MAGN	0.022 (0.095)	<b>-0.172**</b> (0.081)	<b>-0.962***</b> (0.156)	<b>-0.056**</b> (0.027)	-0.092 (0.141)	0.285	31.190	0.256	0.343	3.41	-4.784	-4.656	1.961 3.885
ALRS	-0.076 (0.117)	-0.062 (0.104)	<b>-1.216***</b> (0.212)	-0.013 (0.030)	-0.075 (0.144)	0.342	27.806	1.283	3.175	5.60	-4.535	-4.407	0.645 0.528
NLMK	0.070 (0.126)	<b>-0.220**</b> (0.085)	<b>-0.695***</b> (0.165)	0.011 (0.026)	-0.188 (0.143)	0.300	32.315	2.753	2.810	2.95	-4.871	-4.743	<b>3.213*</b> <b>6.196*</b>
PHOR	0.011 (0.124)	-0.140 (0.128)	0.064 (0.139)	<b>-0.053*</b> (0.027)	-0.125 (0.115)	0.089	16.155	4.819*	9.329**	11.46**	-5.493	-5.365	1.033 2.065
PLZL	0.067 (0.120)	0.140 (0.145)	0.083 (0.265)	-0.022 (0.054)	-0.124 (0.165)	0.037	31.412	0.896	6.955*	22.06***	-4.110	-3.982	1.206 1.788
POLY	0.025 (0.071)	0.170 (0.130)	0.169 (0.234)	-0.050 (0.058)	-0.297 (0.210)	0.071	23.258	0.324	0.632	32.28***	-3.985	-3.857	1.439 2.795
RUAL	<b>0.167*</b> (0.094)	-0.005 (0.097)	<b>-1.218***</b> (0.197)	-0.015 (0.032)	-0.298 (0.219)	0.369	35.729*	0.822	4.483	40.08***	-4.239	-4.111	2.058 0.003

Примечание. \*  $P \leq 0.05$  \*\*  $P \leq 0.01$  \*\*\*  $P \leq 0.001$ .

В скобках указаны робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1.

## Приложение 3

Модель VARX для посткризисного периода (18 июня 2020 г. – 16 ноября 2020 г.), N = 105

$Y_{tLn,ln-1}$	$Y_{t-1}$	$Y_{t-2}$	$X_{1t}$ (USD)	$X_{2t}$ (URALS)	$X_{3t}$ (BONDS)	$R^2$	Portmanteau test	ARCH test		(DH) test $\chi^2$	AIC	BIC	F test	
								LM Lag 1	LM Lag 2				Lags	Variables
<b>Энергетический сектор</b>														
GAZP	0.019 (0.091)	0.055 (0.117)	-0.360** (0.135)	0.219*** (0.077)	-0.058 (0.057)	0.188	18.031	0.007	0.138	31.61***	-5.656	-5.528	0.177	0.312
LKOH	0.126** (0.062)	0.117* (0.068)	-0.144 (0.142)	0.421*** (0.088)	-0.013 (0.075)	0.347	18.786	0.232	0.456	27.09***	-5.548	-5.420	2.561	1.928
NVTK	-0.026 (0.106)	0.211*** (0.080)	0.036 (0.233)	0.352*** (0.127)	-0.064 (0.081)	0.211	18.437	0.049	0.368	15.99***	-5.329	-5.202	2.516	4.999*
ROSN	0.112 (0.110)	0.035 (0.073)	-0.248 (0.176)	0.355*** (0.073)	-0.015 (0.054)	0.340	27.444	2.173	3.070	2.79	-5.855	-5.727	1.017	0.164
SNGS	-0.169* (0.099)	0.044 (0.099)	-0.532** (0.203)	0.251*** (0.076)	-0.071 (0.071)	0.286	30.466	0.101	3.050	3.27	-5.695	-5.567	2.002	0.217
TATN	0.173* (0.101)	0.107 (0.091)	-0.484*** (0.178)	0.343*** (0.112)	-0.015 (0.085)	0.309	32.019	1.817	2.367	5.57	-5.293	-5.165	3.487*	1.488
HYDR	-0.124 (0.121)	0.117 (0.090)	-0.286* (0.149)	0.170** (0.072)	0.007 (0.082)	0.158	33.913	3.504	4.285	9.87**	-5.538	-5.410	1.894	1.473
IRAO	0.069 (0.069)	0.041 (0.109)	-0.221 (0.074)	0.185** (0.074)	-0.019 (0.799)	0.081	17.527	6.490*	6.549*	27.87***	-5.206	-5.079	0.365	0.180
<b>Финансовый сектор</b>														
AFKS	0.138 (0.138)	-0.002 (0.108)	-0.140 (0.249)	0.034 (0.131)	0.012 (0.096)	0.025	17.924	0.811	0.867	8.30*	-4.691	-4.563	0.931	0.0003
CBOM	-0.394* (0.202)	-0.116 (0.108)	-0.055 (0.095)	0.126* (0.051)	-0.091* (0.053)	0.298	52.791***	0.007	0.028	11.88**	-6.492	-6.364	15.425***	2.670
MOEX	0.118 (0.090)	-0.058 (0.109)	-0.288 (0.195)	0.195** (0.092)	-0.108 (0.072)	0.131	20.897	0.515	0.516	0.24	-5.449	-5.321	0.882	0.366
SBER	0.157* (0.089)	-0.010 (0.093)	-0.475*** (0.162)	0.324*** (0.101)	-0.070 (0.067)	0.277	15.499	0.069	0.290	25.55***	-5.497	-5.369	1.616	0.015
VTBR	0.082 (0.086)	-0.062 (0.126)	-0.567*** (0.163)	0.132** (0.059)	-0.030 (0.061)	0.148	16.160	0.050	0.862	25.72***	-5.395	-5.267	0.537	0.421
<b>Телекоммуникационный сектор</b>														
MTSS	0.065 (0.097)	-0.045 (0.111)	0.093 (0.116)	0.140*** (0.036)	-0.002 (0.040)	0.079	26.493	0.011	0.060	25.78***	-6.302	-6.174	0.307	0.208
RTKM	-0.053 (0.122)	-0.127* (0.075)	-0.032 (0.134)	0.098* (0.051)	0.026 (0.049)	0.053	27.956	3.247	4.912	21.66***	-5.997	-5.869	1.029	1.758
YNDX	0.006 (0.091)	0.005 (0.112)	0.176 (0.299)	0.111 (0.126)	0.053 (0.083)	0.017	19.964	0.478	0.913	11.14**	-4.630	-4.502	0.003	0.002
<b>Потребительский сектор</b>														
AFLT	0.047 (0.112)	0.124 (0.109)	-0.500** (0.229)	0.223 (0.151)	0.002 (0.125)	0.148	24.250	1.213	3.241	12.62**	-4.952	-4.824	1.032	1.737
MGNT	-0.004 (0.101)	-0.069 (0.092)	-0.082 (0.196)	0.090 (0.068)	0.040 (0.063)	0.029	17.725	0.041	0.095	1.53	-5.298	-5.170	0.264	0.526

$Y_{tLn,ln-1}$	$Y_{t-1}$	$Y_{t-2}$	$X_{1t}$ (USD)	$X_{2t}$ (URALS)	$X_{3t}$ (BONDS)	$R^2$	Portmanteau test	ARCH test LM Lag 1    LM Lag 2		(DH) test $\chi^2$	AIC	BIC	F test Lags    Variables
<b>Сырьевой сектор</b>													
<i>CHMF</i>	0.037 (0.088)	0.047 (0.107)	0.080 (0.158)	0.071 (0.056)	0.009 (0.052)	0.020	<b>28.929</b>	<b>0.212</b>	<b>0.250</b>	7.34*	-5.880	-5.752	0.178    0.214
<i>GMKN</i>	0.098 (0.098)	-0.079 (0.085)	<b>-0.357**</b> (0.163)	0.128 (0.085)	-0.088 (0.071)	0.120	<b>22.294</b>	<b>0.365</b>	<b>0.962</b>	<b>0.82</b>	-5.598	-5.470	0.7890    0.675
<i>MAGN</i>	-0.013 (0.090)	0.081 (0.103)	-0.001 (0.177)	0.125 (0.087)	-0.053 (0.071)	0.034	<b>17.954</b>	<b>1.574</b>	<b>1.585</b>	<b>4.56</b>	-5.407	-5.279	0.328    0.637
<i>ALRS</i>	-0.047 (0.117)	<b>0.283***</b> (0.078)	<b>-0.532**</b> (0.213)	<b>0.150*</b> (0.082)	<b>-0.167**</b> (0.070)	0.249	<b>11.513</b>	7.377**	10.660**	<b>4.27</b>	-5.383	-5.255	<b>4.768*</b> <b>8.763**</b>
<i>NLMK</i>	0.016 (0.104)	0.128 (0.099)	<b>0.329**</b> (0.144)	<b>0.107*</b> (0.060)	0.005 (0.065)	0.064	<b>28.314</b>	<b>0.001</b>	<b>0.053</b>	8.58*	-5.613	-5.485	0.829    1.628
<i>PHOR</i>	-0.058 (0.097)	0.028 (0.090)	<b>0.352***</b> (0.128)	<b>0.106**</b> (0.053)	-0.073 (0.064)	0.097	<b>9.9795</b>	<b>0.328</b>	<b>0.655</b>	11.55**	-6.123	-5.995	0.228    0.080
<i>PLZL</i>	0.102 (0.150)	0.065 (0.103)	0.401 (0.297)	<b>0.282**</b> (0.130)	<b>-0.226*</b> (0.122)	0.092	<b>21.285</b>	3.967*	<b>4.634</b>	23.32***	-4.514	-4.386	0.858    0.439
<i>POLY</i>	-0.001 (0.114)	0.117 (0.091)	0.172 (0.297)	0.135 (0.145)	<b>-0.256**</b> (0.107)	0.075	<b>10.423</b>	<b>0.280</b>	<b>0.391</b>	8.97**	-4.526	-4.398	0.670    1.338
<i>RUAL</i>	0.031 (0.096)	-0.140 (0.101)	-0.104 (0.203)	<b>0.209***</b> (0.077)	-0.062 (0.077)	0.097	<b>17.5877</b>	<b>0.130</b>	<b>0.607</b>	<b>0.28</b>	-5.464	-5.336	1.032    1.976

Примечание. \*  $P \leq 0.05$  \*\*  $P \leq 0.01$  \*\*\*  $P \leq 0.001$ .

В скобках указаны робастные оценки стандартных ошибок (с поправкой на гетероскедастичность), вариант HC1.

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

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 04.07.2023; одобрена после рецензирования 06.08.2023; принята для публикации 10.09.2023.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.72-92>

JEL classification: G14, G30, G32, G35



# Анализ реакции фондового рынка на объявление о выплате дивидендов на примере российского рынка

**Варвара Назарова** ✉кандидат экономических наук, доцент департамента финансов СПбШЭиМ, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Санкт-Петербург, Россия, [nvarvara@list.ru](mailto:nvarvara@list.ru), [ORCID](#)**Александра Исаева**преподаватель департамента финансов СПбШЭиМ, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Санкт-Петербург, Россия, [avisaeva@edu.hse.ru](mailto:avisaeva@edu.hse.ru), [ORCID](#)**Юлия Чуприна**консультант, Wone IT Consulting, Санкт-Петербург, Россия, [yugchuprina@edu.hse.ru](mailto:yugchuprina@edu.hse.ru), [ORCID](#)

## Аннотация

Влияние объявлений о выплате дивидендов на биржевую стоимость корпораций изучено в многочисленных исследованиях на материале разных стран. В них получены различные результаты, но именно по российскому рынку информации очень мало. Цель настоящей работы – показать влияние объявлений о выплате дивидендов на доходность акций российских компаний. В статье используются исчерпывающие данные ММВБ за период с 2008 по 2021 г., охватывающий как экономический рост, так и экономический спад. Результаты исследования указывают на то, что влияние уменьшения, сохранения и увеличения размера дивидендов согласуется с сигнальной теорией. Отрасли имеют свои отличия: на рынке существуют довольно устойчивые и зрелые компании, которые не претерпевают существенных изменений (энергетика, нефтегазовая отрасль); акции компаний транспортной и иных отраслей (металлургия, промышленные и капитальные товары, горнодобывающая отрасль, химическая промышленность, розничная торговля, строительство, здравоохранение, производство продовольствия, напитков и табачных изделий, автомобили и запчасти, СМИ и развлечения) ведут себя по-другому. Анализ показал, что российский рынок в период стабильности и роста реагирует сильнее на плохие новости о выплате дивидендов, чем в кризисные периоды. Результаты свидетельствуют о том, что на российском рынке инвесторы реагируют сильнее на негативные изменения в дивидендах. На основании фактических данных, собранных за период с 2008 по 2021 г., исследование позволяет нам оценить влияние новостного фона, особенностей отрасли, в которой работает компания, внешних факторов, таких как экономические кризисы и пандемия COVID-19, на дивидендную политику российских компаний. В отличие от других исследований в настоящей работе проводится анализ влияния увеличения и уменьшения дивидендов на доход от акций при помощи не только событийного, но и регрессионного анализа. Данная статья является вкладом в немногочисленные работы, посвященные российскому рынку. Основные ограничения – это небольшое количество переменных при построении регрессионной модели и короткий период изучения. Работа описывает только российский рынок. Руководители компаний могут использовать полученные выводы для принятия оптимальных решений по дивидендной политике и ее улучшению.

**Ключевые слова:** сигнальная теория, объявление о выплате дивидендов, аномальная доходность, событийный анализ**Цитирование:** Nazarova V., Isaeva A., Chuprina Y. (2023) Stock Market Reaction to Dividend Announcements: Evidence from the Russian Market. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(3): 72-92. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.72-92>

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 области корпоративных финансов и управления изучение того, каким образом рынки капитала воспринимают решение компании по распределению свободного денежного потока между инвестициями и выплатами дивидендов акционерам, является серьезным направлением. Ключевую роль решений по дивидендам в управлении бизнесом и поддержании высокого уровня будущих дивидендов впервые отметил Дж. Линтнер в своей работе 1956 г. [1]. Выплата дивидендов компанией является важным стратегическим решением, потому что реакция на него инвесторов, а, соответственно, и рынка может быть разной, что, безусловно, отразится на курсе акций. Другие исследователи также изучали данный вопрос, например М. Модильяни и Ф. Миллер [2], которые выявили условия, при которых цена акций не меняется в зависимости от решений касательно дивидендов.

Цель настоящей работы заключается в том, чтобы показать влияние объявлений о выплате дивидендов на доходность акций российских компаний. Чтобы четко определить цель и ожидаемые результаты исследования, исключительно важно точно сформулировать его вопрос, затрагивающий рассматриваемую тему: каким образом изменение дивидендов влияет на доходность российских компаний на фондовом рынке? В дополнение к пониманию общего вектора влияния мы изучаем разницу между степенью и направлением влияния в кризисные и стабильные периоды экономики страны. Для достижения цели исследования в нем используются данные по российским компаниям из различных отраслей. Следует отметить, что предыдущие исследования проводились только по стабильным экономическим периодам или по кризисным периодам, без сравнительного анализа реакции рынка в различных экономических условиях. Таким образом, в настоящем исследовании мы пытаемся определить, не меняется ли влияние в периоды спада. Поэтому для изучения выбран период, охватывающий как стадии спада, так и роста экономики (2008–2021 гг.). Согласно данным по ВВП, инфляции и уровню безработицы рассматриваемый временной период разделен на две группы: группа периода роста и стабильности и группа кризисного периода. В первую группу вошли 2010–2012, 2016–2019 и 2021 гг., а во вторую – 2008–2009, 2013–2015 и 2020 гг. Кроме того, авторы стремились доказать, что российские инвесторы не расположены к риску. Поскольку некоторые исследования показывают, что отношение людей к прибыли менее выражено, чем отношение к потерям [3], логично предположить, что реакция рынка инвесторов будет сильнее при объявлении о выплате дивидендов. Курс акций будет зависеть от такой реакции.

Как отмечалось выше, активное изучение влияния новостей о выплате дивидендов, а также фактической выплате дивидендов на стоимость акций компаний началось в середине XX в. Однако в основном исследования проводились по развитым рынкам, например, в Соединенных Штатах Америки [4]. Что касается российского рынка, количество исследований невелико, среди них работы И.В. Березинец, Л.А. Булатовой, Ю.Б. Ильиной и др. [5], Е.М. Роговой и Ю.О. Бердниковой [6], а также Т.В. Тепловой [7]. Таким образом, изучению рынков развивающихся стран, в частности России, уделяется недостаточно внимания. Во-вторых, авторы получают разные результаты, что приводит к неоднозначным выводам. Например, при рассмотрении развитых рынков М. Карим [8] не смог подтвердить реакцию рынка

на объявления о выплате дивидендов. Наоборот, другие исследования, такие как Д.-Г. Чен, Г.-Г. Лю и С.-Т. Хуанг [9], а также Ш. Танима и А. Юса [10], подтвердили сигнальную теорию, продемонстрировав, что рынок реагирует положительно на информацию об увеличении дивидендов и отрицательно – на информацию об их уменьшении. Некоторые исследователи смогли подтвердить частичное влияние [11; 12].

Это говорит о том, что данная тема заслуживает внимания и изучения, и это может привести к неожиданным и интересным выводам. Вышеупомянутые исследования российского рынка также не охватывают недавние события, ставшие причиной неопределенности на рынке, а именно пандемию COVID-19. Изучение данного периода позволит понять изменения в поведении инвесторов в период времени между кризисами. Задача настоящего исследования – добиться лучшего понимания влияния объявлений о выплате дивидендов на развивающийся российский рынок. Для этого мы используем самые свежие данные по компаниям, учитываем воздействие пандемии COVID-19 и сравниваем результаты в разных экономических ситуациях. Целью исследования является поиск новой точки зрения на корреляцию между изменением дивидендов и курсом акций на примере России. Вместе с тем, для понимания отношения российских инвесторов к риску касательно дивидендов в данном исследовании используется не только событийный анализ, но также регрессия панельных данных, собранных по котировкам российского рынка. В статье мы стремимся показать, что российские инвесторы не расположены к риску, это подтверждает и цена акций.

Статья включает два раздела. Первый раздел – обзор литературы, который затрагивает как теоретические основы, так и практические рекомендации, составляющие основу настоящей работы, помогают выбрать определенные данные и методологию, а затем позволяют сравнить полученные результаты. Второй раздел – эмпирический, в котором предположения о связи между изменением дивидендов и доходностью акций компаний на российском рынке проверяются на практике при помощи методологии исследования событий. В данном разделе подробно описаны данные, методологии, использованные модели и результаты. Далее представлены ограничения исследования, обсуждение результатов и заключение.

## Эмпирическое исследование реакции рынка на изменение дивидендов

Рассматривая эмпирические исследования по корреляции между выплатой дивидендов и курсом акций, важно отметить новаторскую работу Дж. Линтнера [1]. Он собрал и проанализировал данные, полученные от руководителей 28 компаний, изучив детерминанты дивидендной политики и их влияние на стоимость компании. Результаты показали существенную взаимосвязь между этими двумя переменными, что позднее подтвердил М. Гордон [13]. Его исследование показало, что выплата дивидендов оказывает положительное влияние на цену акций и может снизить риск колебания цен.

Результаты более современных эмпирических исследований влияния объявления о выплате дивидендов на цену акций разные. Некоторые исследования выявили поло-

жительное влияние на курс акций [14; 15]. Этот результат объясняется теорией предпочтительности дивидендов или теорией «синица в руках», которая заключается в предпочтении текущего потребления вместо обещаний будущих доходов; т.е. инвесторы считают дивиденды более надежным доходом, чем ожидание будущего роста компании и больших доходов в будущем. Другие исследователи пришли к выводу об отрицательном влиянии [16; 17]. Авторы исследований объяснили полученный результат отсутствием долгосрочного роста (влияние сигнала)

и воздействием налогов. К тому же нередки выводы, что выплата дивидендов не оказывает существенного воздействия на динамику курса акции [18–20]. По мнению исследователей, дивиденды отражают прошлые финансовые результаты компании, а не ожидание будущего роста или ухудшения ее состояния. Некоторые авторы утверждали, что курс акций растет до объявления о выплате дивидендов независимо от размера дивидендов, но когда дивиденды уже выплачены, курс акций должен снизиться [11; 15] (Таблица 1).

**Таблица 1.** Краткий обзор результатов исследования влияния изменений в размере дивидендов на цену акций

Авторы	Влияние	Комментарии
К. Като и У. Левенштейн, [14]; Г. Бейкер с соавт. [15]	Положительное влияние	Данный результат можно объяснить теорией предпочтительности дивидендов или широко известной теорией «синица в руках». Согласно данному принципу, инвесторы воспринимают дивиденды как более надежный источник дохода по сравнению с ожиданием будущего роста компании и потенциальных высоких доходов
А. Рейн [16]; М. Уддин и Дж. Чоудхури [17]	Отрицательное влияние	Авторы объяснили данный результат отсутствием долгосрочного роста (сигнальный эффект) и налоговым эффектом
У. Адесола и А. Оквонг [18]; Ф. Линг с соавт. [19]	Отсутствие влияния	По мнению исследователей, дивиденды отражают прошлые финансовые результаты компании, а не ожидание будущего роста или ухудшения ее состояния
Дж. Груллон, Р. Микаэли и Б. Свамнатан [4]; Ш. Махмуд, М. Шейх и А. Гаффари [21]; С. Хэм с соавт. [22]	Влияние связано с сигналами	В развитых странах, когда компании увеличивают дивиденды, обычно происходит незначительное увеличение курса акций, а когда уменьшают – соответственно, курс акций снижается. Это справедливо и для развивающихся стран
Х. Зугуанг и М. Ахмед [23]; Ш. Таним и А. Юс [10], Г. Али [24]	Частичное влияние, связанное с сигналами	В развивающихся странах соответствие результатов сигнальной теории может быть связано только с положительными новостями (о росте дивидендов)
Н. Аттиг с соавт. [25]	Существенное влияние неопределенности на выплату дивидендов	Дивидендная политика компаний корректируется в зависимости от экономической ситуации
Н. Пракаш и Л. Иокеш [26]; Г. Али [24]; М. Мазур, М. Данг и Т. Во [27]	Более серьезное влияние в кризисный период	Реакция рынка на объявление о выплате дивидендов во время пандемии COVID-19 положительная и более сильная, чем в предыдущие годы. Различия в реакции в кризисный период зависят от отрасли компании

## Эмпирическое исследование реакции российского рынка на изменение дивидендов

Проведено эмпирическое исследование реакции российского рынка на изменение дивидендов. Важно обратить внимание на выводы и работы в данной области, посвященные именно российскому рынку, поскольку настоящее исследование изучает российские компании.

Т.В. Теплова [7] в своем исследовании проверяла реакцию рынка на объявления о выплате дивидендов по акциям российских компаний, которые торговались на РТС, Нью-Йоркской и Лондонской фондовых биржах в 1999–2006 гг. Результат анализа данных показал, что и российский, и зарубежные рынки реагировали отрицательно на хорошие новости (об увеличении дивидендов). Этот вывод

был частично подтвержден в исследовании Е.М. Роговой и Ю.О. Бердникова [6], которое проводилось уже на более современных данных (2009–2013 гг.). В изучаемый период увеличение дивидендов влекло за собой отрицательную аномальную доходность. В то же время была выявлена положительная реакция на объявление с плохими новостями (об уменьшении дивидендов). Авторы также отметили, что отрицательная реакция наблюдалась в таких отраслях, как нефтегазовая, металлургия, горнодобывающая, и наиболее значимой она была в химической отрасли.

Кроме того, стоит отметить работу И.В. Березинец, Л.А. Булатовой с соавт. [28], в которой рассматривали послекризисный период (2010–2012 гг.). Реакция рынка на хорошие новости совпадала с результатами вышеупомянутых работ, однако на плохие новости рынок реагировал в соответствии с сигнальной теорией. Авторы пришли к выводу, что реакция на плохие новости была более существенной,

чем на хорошие. Они отметили, что имело место распространение инсайдерской информации, поскольку реакция рынка наблюдалась за несколько дней до объявления дивидендов. И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина с соавт. [5] объяснили отрицательную реакцию на новости об увеличении дивидендов особенностями рассматриваемого периода, потому что это были послекризисные годы, ознаменовавшиеся быстрым экономическим ростом. Г.Р. Тураев [29] провел

похожее исследование, но рассматривал период с 2010 по 2014 г. Он получил похожие результаты по группам увеличения и уменьшения дивидендов. Он также рассматривал группу, в которую входили компании, которые не изменяли дивиденды по сравнению с предыдущим годом. Автор сделал вывод, что для таких наблюдений нет существенной реакции, и исследование подтверждает сигнальную теорию (Таблица 2).

**Таблица 2.** Краткий обзор полученных результатов по влиянию изменений в размере дивидендов на цену акций российских компаний

Авторы	Влияние	Комментарии
Е.М. Рогова и Г.О. Бердников [6]; Т.В. Теплова [7]	Эффект, обратный сигнальной теории	Увеличение дивидендов является сигналом сокращения инвестиционных возможностей компании, что ведет к снижению ее стоимости
И.В. Березинец, Ю.Б. Ильина с соавт. [5]; И.В. Березинец, Л.А. Буланова с соавт. [28]	Частичный эффект согласно сигналам	Реакция отрицательная на оба вида событий (увеличение и уменьшение дивидендов), но она более существенна в случае «плохих» новостей. Имело место влияние распространения инсайдерской информации, что подтверждается возникновением реакции до самого события
Г.Р. Тураев [29]		Отрицательная реакция рынка как на рост дивидендов, так и на их уменьшение, отсутствие реакции в случае неизменных дивидендов

## Методология и результаты исследования

### Гипотезы

Исследование изучает реакцию рынка, используемую для расчета показателя аномальной доходности по акциям компаний. Обзор литературы показал, что, несмотря на различия в результатах исследователей, в большинстве работ, посвященных этой теме, сделан вывод о полном или частичном соответствии сигнальной теории [10; 12; 21; 23; 27; 29]. Согласно сигнальной теории о дивидендах, более крупные дивиденды можно считать положительным сигналом для рынка, более низкие дивиденды влекут отрицательную реакцию рынка, а если размер дивидендов совпадает с ожиданиями, реакции рынка наблюдаться не должно. Поэтому согласно сигнальной теории и таким работам, как исследования Г.Р. Тураева [29], Ш. Танима и А. Юса [10], в которых выдвинуты аналогичные гипотезы, мы разработали три основных предположения.

**Н1:** Объявление об увеличенных дивидендах в среднем вызывает положительную реакцию рынка, а объявление об уменьшенных дивидендах в среднем вызывает отрицательную реакцию рынка.

**Н2:** Объявление о неизменных дивидендах в среднем не оказывает существенного влияния на рынок.

В некоторых исследованиях подчеркивается влияние дивидендов на рынок как в общем смысле, так и с учетом отдельных отраслей, в которых работают компании. Следует отметить исследование Е.М. Роговой и Г.О. Бердникова [6], которое выявило, что дивиденды в топливно-энергетической отрасли и металлургии не оказывают существенного влияния на котировки акций, в отличие от других отраслей. Данная информация позволяет выдвинуть следующую гипотезу.

**Н3:** Различные отрасли реагируют по-разному на объявление об изменении в размере дивидендов.

Было проведено несколько исследований, которые уделяли особое внимание экономическому состоянию страны в рассматриваемый период. В некоторых работах также учитывалась пандемия COVID-19. Согласно результатам, полученным Дж. Абреу и М. Гуламхуссенем [30], а также Н. Аттигом с соавт. [25], реакция рынка и дивидендная политика компаний могут меняться в зависимости от состояния экономики. Н. Пракаш и Л. Иокеш [26] показали более сильную реакцию на положительные изменения дивидендов и на отрицательные изменения в размере дивидендов. В связи с этим ниже представлены утверждения, касающиеся кризисных периодов, периодов роста в целом и отдельно периода пандемии COVID-19.

**Н4:** В кризисные периоды, в особенности во время пандемии COVID-19, влияние как положительных, так и отрицательных новостей сильнее, чем в другие периоды.

Я. Янг с соавт. [3] отмечает, что люди в целом более чувствительны к потерям, чем к прибыли. В своем исследовании они сравнили соотношение между реакцией людей на потери и на прибыль и обнаружили, что субъективное влияние потерь примерно в два раза превышает влияние прибыли. На основании вышесказанного выдвинута следующая гипотеза.

**Н5:** Отрицательное влияние объявления об уменьшении дивидендов на цену акций сильнее положительного влияния объявления об увеличении дивидендов.

Методология и данные, собранные и проанализированные для проверки сделанных предположений, описаны ниже.

### Методология

Базовой или фундаментальной работой для данной статьи является исследование Р. Болла и П. Брауна [31], в котором объявление финансовых результатов компаний исполь-

зовано в качестве события, а капитализация – в качестве зависимой переменной. В роли событий могут выступать различные события, такие как новости касательно финансовой отчетности, изменения в управлении, слияния и поглощения и т.д. Однако объявления о выплате дивидендов также часто представляют интерес, их довольно часто изучают [8; 32], и они также обсуждаются в данной работе. Если рассматривать работы, представляющие интерес с точки зрения сути методологии, можно обратить внимание на исследование А. МакКинлея [33], которое предлагает пятиэтапный алгоритм и является образцом для подобных исследований. Поэтому настоящее исследование также основано на нем. Анализ данных методом событийного анализа включает несколько этапов, которые будут описаны ниже

*Разделение событий на группы.* Чтобы применить метод событийного анализа данные предварительно разбивают на три группы событий: «плохие», «нейтральные» и «хорошие». Из-за кардинальных изменений в размере дивидендов увеличение или уменьшение менее, чем на 5%, не считается существенным. Результаты проверяют по различным предельным величинам классификации. Поэтому согласно подходу, примененному в работе С. Андреса с соавт. [34], события разбиты на три категории в зависимости от показателя неожиданности дивидендов с предельным значением в 5%. Этот вариант расширяет группу «нейтральных» событий и позволяет использовать ее в анализе. К «плохим» событиям относятся новости, которые приводят к уменьшению дивидендов на 5% и более по сравнению с первоначальными предположениями. И наоборот, «хорошие» события обозначают новости о повышении дивидендов на 5% и более по сравнению с первоначальными предположениями. В группу «нейтральных» событий входят новости, которые не повлияли на размер дивидендов по сравнению с ожиданиями либо которые повлекли увеличение или уменьшение в пределах 5%.

Разбиение на группы осуществляется в зависимости от того, как изменился размер дивидендов по сравнению с ожидаемым. В данной статье применяется наивная модель, которая предполагает, что размер ожидаемых дивидендов равен размеру дивидендов за прошлый год, т.е.

$$Expected\ dividends_{naive,t} = Dividends_{t-1}, \quad (1)$$

где  $t$  – рассматриваемый год, а  $t-1$  – год, предшествующий году  $t$ .

*Определение события и выбор окна событий и оценки.* В настоящей работе событие, которое потенциально оказывает влияние на изменение доходности акций компаний, – это ежегодное объявление российскими компаниями о выплате дивидендов с 2008 по 2021 г. Объявление о выплате дивидендов датируется днем собрания совета директоров. Именно в этот день рынку впервые предоставляется информация о размере дивидендов и дате их возможной выплаты. Именно в этот день участники рынка узнают, какие дивиденды они могут получить, не уменьшились ли дивиденды по сравнению с предыдущим годом, остались ли они на прежнем уровне или увеличились. У них формируется отношение к данным новостям, и их последующее поведение может повлечь изменение курса акций компаний. Этот день важен для компаний, потому что он может повлиять на их стоимость.

Окно событий – это временной промежуток для наблюдения за курсом акций. Выбор продолжительности окна событий зависит от масштаба влияния события, а именно от

того, является оно длительным или кратковременным фактором влияния. Объявления о выплате дивидендов можно отнести к группе событий с потенциально краткосрочным влиянием. Обычно для таких событий используют временной промежуток от 3 [34] до 21 дня [7]. В данной статье, как и в работах Е.М. Роговой и Г.О. Бердниковой [6], а также И.В. Березинец, Л.А. Булатовой с соавт. [28], используется окно событий длительностью 11 дней, поскольку его можно считать оптимальным, чтобы отразить влияние события и не охватить нежелательный шум, не связанный с событием. Таким образом, объявление о событии происходит в нулевой временной промежуток ( $t_0 = 0$ ), а  $t_1$  и  $t_2$  (границы окна события) равны  $-5$  и  $5$ , соответственно.

Окно оценки – это временной промежуток для оценивания параметров модели, которое не накладывается на окно событий. Обзор исследований по данной теме говорит о том, что в качестве окна оценки выбирают окно длительностью от 100 до 300 дней.

Расчет фактической и нормальной доходности. Для определения фактической доходности акций используется следующая формула ( $R_{i,t}$ ):

$$R_{i,t} = \ln \left( \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \right), \quad (2)$$

где  $P_{i,t}$  – цена акции компании  $i$  в день  $t$  окна событий;  $P_{i,t-1}$  – цена акции компании  $i$  в день  $t-1$  окна событий. Ежедневные котировки, а именно цена закрытия, используются для оценки дохода.

Термин «нормальная доходность» означает ожидаемую доходность, которую принесли бы акции компании при отсутствии чрезвычайных событий. Чтобы оценить «нормальную доходность», обычно используется рыночная модель, которая предполагает линейную корреляцию между доходностью рынка и доходностью акции организации. Рыночная модель представлена следующим уравнением:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (3)$$

где  $E(R_{i,t})$  – ожидаемая доходность акций компании  $i$  в день  $t$ ;  $\alpha_i$  – свободный член компании  $i$ ;  $\beta_i$  – коэффициент наклона компании  $i$ ;  $R_{m,t}$  – доходность по рыночному индексу в день  $t$ ;  $\varepsilon_{i,t}$  – значение случайной ошибки. Коэффициенты  $\alpha_i$  и  $\beta_i$  оцениваются при помощи метода наименьших квадратов (МНК). В качестве рыночного индекса используется индекс Московской фондовой биржи за соответствующий период. Доходность по нему рассчитана таким же образом, как для акций компаний.

Расчет аномальной доходности ( $AR$ ) за каждый день окна событий.  $AR$  определяется путем вычитания значения ожидаемой доходности из значения фактической доходности за период окна событий, что можно рассчитать по следующей формуле:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i \cdot R_{m,t}, \quad (4)$$

где  $AR_{i,t}$  – аномальная доходность компании  $i$  в день  $t$ ;  $R_{i,t}$  – фактическая прибыльность компании  $i$  в день  $t$ ;  $E(R_{i,t})$  – нормальная (ожидаемая) доходность компании  $i$  в день  $t$ .

Расчет кумулятивной аномальной доходности ( $CAR$ ), средней аномальной доходности ( $AAR$ ) и кумулятивной средней аномальной доходности ( $CAAR$ ). Во избежание учета случайных изменений доходности аномальная доходность накапливается в интервале, входящем в окно событий, и усредняется по всей выборке событий.

Кумулятивная аномальная доходность рассчитывается по следующей формуле:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}, \quad (5)$$

где  $CAR_i(t_1, t_2)$  – кумулятивная аномальная доходность в течение окна событий;  $AR_{i,t}$  – аномальная доходность компании  $i$  в день  $t$ ;  $t_1$  – нижняя граница окна событий ( $-5$ );  $t_2$  – верхняя граница окна событий (5). Если получено положительное значение, можно сделать вывод, что рассматриваемое событие формирует стоимость компании, т.е. влияние положительное.

В настоящем исследовании используется не одно событие, а группа из  $N$  однородных событий. В этом случае аномальная доходность усредняется по всей выборке. Среднюю аномальную доходность (AAR) в день  $t$  рассчитывают следующим образом:

$$AAR_t = \frac{1}{N} \cdot \sum_{i=1}^N AR_{i,t}. \quad (6)$$

Значения по каждому событию также суммируются, т.е. средняя кумулятивная избыточная доходность (CAAR) рассчитывается как сумма средних избыточных доходностей в дни окна события:

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t. \quad (7)$$

Значимость объявления о выплате дивидендов для рынка можно лучше понять, проанализировав показатели средней аномальной доходности и кумулятивной средней аномальной доходности. Поэтому необходимо определить, являются ли эти показатели статистически значимыми. Для этого в статье используется кросс-тест, который также применялся, например, в работах Г.Р. Тураева [29], С. Андреева с соавт. [34]. При проведении данного  $t$ -теста рассчитывается  $t$ -статистика для проверки следующих гипотез.

$H_0$ :  $AAR(t_1; t_2) = 0$  или объявления о выплате дивидендов не приводят к аномальной доходности.

$H_1$ :  $AAR(t_1; t_2) \neq 0$  или объявления о выплате дивидендов приводят к аномальной доходности.

Для расчета  $t$ -статистики используется следующая формула:

$$t_{AAR_t} = \sqrt{N} \frac{AAR_t}{\sigma_{AAR_t}}, \quad (8)$$

где  $N$  – количество событий;

$AAR_t$  – средняя аномальная доходность;

$\sigma_{AAR_t}^2$  – стандартное отклонение по средней аномальной доходности, которое рассчитывается следующим образом:

$$\sigma_{AAR_t}^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (AR_{i,t} - AAR_t)^2. \quad (9)$$

Для CAAR статистика рассчитывается таким же образом, т.е. для проверки  $H_0$ :  $CAAR = 0$   $t_{CAAR_t}$  получают следующим образом:

$$t_{CAAR_t} = \sqrt{N} \frac{CAAR_t}{\sigma_{CAAR_t}}, \quad (10)$$

где  $\sigma_{CAAR_t}^2$  – ожидаемое отклонение для кумулятивной средней аномальной доходности по выборке:

$$\sigma_{CAAR_t}^2 = \frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (CAR_{i,t} - CAAR_t)^2. \quad (11)$$

Проверка нерасположенности инвесторов к риску на российском рынке. В нашей работе мы также хотим проверить гипотезу о нерасположенности инвесторов к риску. Мы предполагаем, что объявление об увеличении дивидендов приводит к определенному росту котировок акций ( $x$ ) в процентах. В то же время объявление об уменьшении дивидендов влечет за собой более серьезное снижение котировок акций ( $y$ ) в процентах из-за неприятия риска инвесторами. Таким образом, если компания неожиданно сообщает положительные новости о дивидендах, котировки ее акций растут на  $x\%$ . Если же неожиданное объявление о дивидендах отрицательное, то цена акций компании снижается не на  $x\%$ , а на  $y\%$ . В этом случае  $y > x$ .

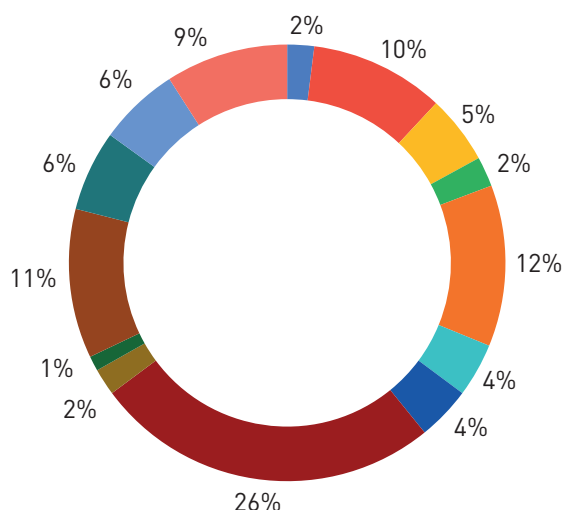
Данное предположение вытекает из того, что инвесторы по своей сути не склонны к риску. Логично предположить, что не склонные к риску инвесторы активно среагируют на отрицательную неожиданную новость о дивидендах, что приведет к значительному снижению курса акций.

Чтобы подтвердить гипотезу о том, что объявление о повышении дивидендов оказывает определенный положительный эффект на курс акций, а объявление об уменьшении дивидендов оказывает более сильное отрицательное влияние на курс акций из-за отношения инвесторов к риску, мы планируем использовать регрессионный анализ для расчета коэффициентов влияния положительных и отрицательных новостей на кумулятивную среднюю аномальную доходность. Таким образом, мы попытаемся подтвердить, что инвесторы на российском рынке не склонны к риску.

## Данные

Исследование изучает российские фирмы, поэтому в выборку включены компании, торгующиеся на Московской фондовой бирже или на Московской и Санкт-Петербургской фондовых биржах и осуществляющие выплату дивидендов. Изначально в выборку входило 214 компаний. Это компании, выплачивавшие годовые дивиденды в 2008–2021 гг. Однако мы ввели несколько критериев отбора данных. Во-первых, в выборку не вошли компании, которые можно отнести к неликвидным, т.е. компании, которые не торговались на рынке более двух недель. В работе не выбран строгий критерий ликвидности, например, ежедневная торговля акциями [6], только самые крупные и известные компании чаще всего непрерывно торгуются на российском рынке. Данный подход позволяет отсеять компании с действительно нерегулярным характером торговли, но в то же время сохранить достаточное количество данных. Во-вторых, в российской практике компании часто выплачивают дивиденды по результатам квартала, из нераспределенной прибыли, внепланово и т.д. Для статьи в наборе данных оставили только дивиденды, выплаченные по итогам года (или годовые). Не учитывались также наблюдения, где в году, за который выплачивались дивиденды, имели место такие события, как консолидация или дробление акций [28]. В-третьих, исключены компании финансового сектора из-за особенностей, не характерных для реального сектора экономики. Вышеупомянутые объявления не учитывают другие значимые новости, которые могут повлиять на курс акций, такие как объявления о прибыли. После тщательного отбора данных в соответствии с определенными критериями наша окончательная выборка состоит из 66 компаний и 452 объявлений о выплате дивидендов. Стоит отметить, что в выборку входят различные секторы экономики, в ней представлены 14 отраслей (Рисунок 1).

Рисунок 1. Распределение компаний из выборки по отраслям



- Производство продовольствия, напитков и табачных изделий
- Химическая промышленность
- Нефть, газ и потребительское топливо
- Metallургическая и горнодобывающая отрасль
- Здравоохранение
- Телекоммуникации
- Промышленные и капитальные товары
- Транспорт
- Автомобили и запчасти
- Производство товаров массового потребления, распространение и розничная торговля
- Электроэнергетика общего пользования
- СМИ и развлечения
- Строительство
- Metallургия

Для исследования выбран период с 2008 по 2021 г., поскольку он охватывает период кризиса, восстановления и стабильности. В анализ включена информация о том, что в него входят кризисные или стабильные годы, что позволяет сделать выводы о наличии или отсутствии различий в реакции рынка на объявление о выплате дивидендов в разные периоды состояния экономики страны.

Для целей событийного анализа собраны данные, включающие наименование компаний, их соответствующие отрасли, дату объявления о выплате дивидендов и общую сумму дивидендов, выплаченных за рассматриваемые периоды. На основе данной информации каждое событие распределили в одну из трех групп: «плохие», «нейтральные» или «хорошие», исходя из сравнения фактических дивидендов с ожидаемыми или с дивидендами за предыдущий год. В результате анализа выявлены 154 события, отнесенных к категории «плохие», 86 событий, отнесенных к категории «нейтральные», и 212 событий, указывающих на увеличение размера дивидендов, которые относятся к категории «хорошие».

В статье также используются методы для панельных данных (модель с фиксированными эффектами), поэтому необходимо определить, какие переменные вошли в модель. Зависимой переменной является CAR(T), или кумулятивная аномальная доходность для окна событий T, которая равна 11, как указано в предыдущем разделе. Объясняющей переменной является изменение дивидендов, которое определяется как относительное изменение фактических дивидендов по сравнению с ожидаемыми дивидендами, т.е. рассчитывается по следующей формуле:

$$\text{Dividend change} = \text{Dividend} - \text{Expected dividend}, \quad (12)$$

где *Dividend* – размер дивидендов; *Expected Dividend* – размер дивидендов за предыдущий год.

Чтобы получить более точные результаты, в модель добавлены дополнительные переменные, представляющие результаты или параметры компании, такие как:

- согласно А. Амину с соавт. [35] размер компании можно измерить при помощи логарифма ее капитализации. Предполагается, что размер компании может не оказывать никакого влияния на CAR(T) либо оказывает отрицательное влияние. Это происходит потому,

что обычно у крупных компаний более длительная история деятельности, лучше контроль и более ликвидные акции;

- прибыльность компании, которая выражается как ROA [35], с лагом в один год. Предполагается, что ROA оказывает положительное воздействие на CAR(T);
- возраст компании, который выражен как логарифм возраста компании, для контроля зрелости [35];
- Q Тобина – это показатель рыночной оценки, который измеряет рыночную цену акции в день объявления о выплате дивидендов относительно балансовой стоимости одной акции на конец предыдущего года [36]. Он используется для оценки ожиданий инвесторов в отношении роста компании и ее инвестиционных возможностей. Обычно ожидается, что данный показатель окажет отрицательное влияние на зависимую переменную. Это связано с тем, что реакция рынка на рост дивидендов сильнее для компаний с меньшими инвестиционными возможностями;
- отношение задолженности к собственному капиталу (D/E) – ключевой финансовый показатель, который рассчитывает отношение общей суммы задолженности компании к общей сумме ее собственного капитала на конец года, предшествующего изменению размера дивидендов [36]. Данное отношение дает представление о финансовом риске, которому подвергается компания. Более высокое отношение D/E подразумевает более серьезный финансовый риск, который снижает вероятность увеличения дивидендов. Как следствие, ожидается благоприятный исход, поскольку при более высоком D/E реакция рынка обычно сильнее;
- дамми переменная, отражающая состояния экономики, равная 1 для кризисного периода, и 0 – для периода восстановления или стабильности.

## Результаты

*Реакция российского рынка на изменения в дивидендах по всей выборке и для трех видов событий*

В первую очередь были рассчитаны показатели средней аномальной доходности, кумулятивной средней аномальной доходности и соответствующая t-статистика по всей

выборке в целом. Результаты данного анализа приведены в Таблице 3. В целом существенное увеличение аномальной доходности на российском фондовом рынке наблюдается за 4 дня до объявления (при  $t = -4$  AAR = 0.33%; существенно на 5%-ном уровне), в день объявления о размере дивидендов и через день после объявления (при  $t = 0$  AAR = 0.39% и при  $t = 1$  AAR = 0.21%; существенно на 10%-ном уровне). Значение CAAR показывает сходную реакцию рынка и к

концу рассматриваемого окна событий оказывается равным 1.15%, что значимо на уровне 1%. Можно сделать вывод, что реакция рынка в целом положительная, поскольку AAR в районе события выше 0, а CAAR приобретает положительное значение к 5-му дню после объявления. Иными словами, когда компании раскрывают общественности информацию о размере дивидендов, рынок реагирует на эту новость мгновенно и положительно.

Таблица 3. AAR, CAAR, t-статистика по всей выборке

День окна события	AAR, %	t-значение (AAR)	CAAR	t-значение (CAAR)
-5	-0.02	-0.21	-0.02	-0.21
-4	0.33	2.49**	0.30	2.04**
-3	0.05	0.52	0.36	1.93*
-2	0.11	0.90	0.47	2.07**
-1	0.06	0.44	0.52	2.01**
0	0.39	1.71*	0.91	2.71***
1	0.21	1.65*	1.13	3.10***
2	-0.13	-1.27	0.99	2.70***
3	-0.13	-1.41	0.86	2.32**
4	0.14	1.34	1.00	2.56**
5	0.15	1.25	1.15	2.73***

\* – значимо на 10%-ном уровне, \*\* – значимо на 5%-ном уровне, \*\*\* – значимо на 1%-ном уровне.

Рассматривается первая группа событий, в которую входят наблюдения с разницей в дивидендах по сравнению с прошлым годом, превышающей 5%. В Таблице 4 показаны результаты по этой группе. Во-первых, можно отметить, что наибольшая средняя аномальная доходность (AAR) имела место в день 0, т.е. в день объявления о решении выплатить дивиденды и их размере; аномальная доходность в этот день составила 1.38% и значима на 1%-ном уровне. Это значит, что когда информация о намерении компании выплатить дивиденды в большем размере, чем в прошлом году, т.е. выше ожиданий, становится достоянием общественности, рынок реагирует на эту новость положительно. На следующий день в среднем также присутствует значимая 10%-ная положительная реакция рынка (AAR = 0.34%). На второй день после события аномальная доходность составляет -0.36% (значима на 5%-ном уровне). Однако на 5-й день после события AR снова становится значимо положительной. Перед наступлением события наблюдается аналогичная ситуация. Иными словами, можно отметить,

что в среднем рынок демонстрирует положительную аномальную доходность с небольшими отрицательными отклонениями 2 дня до и 2 дня после объявления о выплате дивидендов.

Что касается кумулятивной средней аномальной доходности, очевидно, здесь присутствует положительная тенденция к увеличению показателя от -2 дней до 1 дня. После дня события CAAR постепенно снижается до 4-го дня окна событий. Практически все значения, кроме  $t = -5$ , значимы. Иначе говоря, кумулятивная средняя аномальная доходность резко возрастает именно в тот день, когда компании объявляют об увеличении дивидендов, и на следующий день после него, но затем существенно снижается для рынка при  $t = 2$  (Рисунок 4). В целом в течение 11 дней, охватывающих период до, во время и после события (CAR(-5;5)), средняя аномальная доходность достигает 1.98%. Считается, что если значение CAAR положительно, то стоимость создана в результате события.

Таблица 4. AAR, CAAR, T-статистика по увеличению дивидендов

День окна события	AAR, %	T-значение (AAR)	CAAR	T-значение (CAAR)
-5	-0.12	-0.67	-0.12%	-0.67
-4	0.24	1.57	0.15%	0.83
-3	0.20	1.37	0.36%	1.45
-2	-0.37	-2.39**	-0.01%	-0.04

День окна события	AAR, %	T-значение (AAR)	CAAR, %	T-значение (CAAR)
-1	0.27	1.65*	0.25	0.78
0	1.38	3.57***	1.64	3.33***
1	0.34	1.81*	1.98	3.54***
2	-0.36	-2.34**	1.62	3.00***
3	0.09	0.72	1.72	3.12***
4	-0.15	-0.96	1.56	2.69***
5	0.42	2.58**	1.98	3.15***

\* – значимо на 10%-ном уровне, \*\* – значимо на 5%-ном уровне, \*\*\* – значимо на 1%-ном уровне.

Для группы событий, отнесенных к нейтральным, показатель AAR оказался значим на 5%-ном уровне лишь за 3 дня до объявления о неизменном размере дивидендов и равен 0.49% (Таблица 5), а также значим на 10%-ном уровне через 3 дня после события (AAR = -0,38%). Иными словами, согласно данному показателю, рынок реагирует положи-

тельно до события, возможно, ожидая хороших новостей, а затем с опозданием, узнав, что дивиденды не изменились, он показывает значимый отрицательный результат. Вместе с тем, CAAR(-5;5) говорит о достаточно стремительном росте, и к концу окна событий этот показатель составляет 1.46% и значим на 10%-ном уровне.

Таблица 5. AAR, CAAR, T-статистика по неизменным дивидендам

День окна события	AAR, %	T-значение (AAR)	CAAR	T-значение (CAAR)
-5	0.04	0.15	0,04%	0,15
-4	0.46	1.82	0,49%	1,33
-3	0.49	2.38**	0,98%	2,19**
-2	0.32	1.37	1,30%	2,41**
-1	-0.17	-0.64	1,13%	2,01**
0	-0.01	-0.03	1,12%	1,85*
1	0.50	1.65	1,62%	2,60**
2	-0.38	-1.73*	1,24%	1,77*
3	-0.07	-0.29	1,17%	1,74*
4	0.25	1.18	1,41%	1,97*
5	0.05	0.25	1,46%	1,91*

\* – значимо на 10%-ном уровне, \*\* – значимо на 5%-ном уровне, \*\*\* – значимо на 1%-ном уровне.

В третьей группе рассматривались результаты, полученные по объявлениям об уменьшении дивидендов. В Таблице 6 приведены показатели AAR и CAAR, а также соответствующая t-статистика для данной группы событий. Проверка гипотезы о разнице между AAR и нулем показала, что при 5%-ном уровне значимости в периоды  $t = -3$  и  $t = 3$ , т.е. за 3 дня до и 3 дня после объявления о снижении размера дивидендных выплат по сравнению с предыдущим годом. Более того, значение AAR в эти дни отрицательное (при  $t = -3$  и  $t = 3$  AAR = -0.53%

и AAR = -0.42%, соответственно; при  $t = 2$  AAR = -0.34%). Иными словами, возможно, инсайдерская информация использовалась за 3 дня до события, и значимая реакция на уменьшение дивидендов произошла с задержкой. Из Рисунков 3 и 4 очевидно, что в 2008–2021 гг. в окне событий (-5;5) до и после объявления о негативном изменении размера дивидендов наблюдается отрицательная реакция рынка. Увеличение доходности на рынке имеет место в среднем только через 3 дня после объявления об уменьшении размера дивидендов.



Таблица 6. AAR, CAAR, T-статистика по уменьшению дивидендов

День окна события	AAR	T-значение (AAR)	CAAR	T-значение (CAAR)
-5	0.01	0.08	0.014	0.10
-4	0.24	0.90	0.255	0.87
-3	-0.53	-2.53**	-0.272	-0.79
-2	0.38	1.44	0.108	0.25
-1	0.08	0.26	0.187	0.35
0	-0.21	-0.64	-0.020	-0.05
1	-0.20	-0.91	-0.221	-0.37
2	-0.34	-1.74*	-0.563	-0.85
3	-0.42	-2.45**	-0.988	-1.66*
4	0.33	1.75*	-0.656	-0.94
5	-0.03	-0.14	-0.688	-0.93

\* – значимо на 10%-ном уровне, \*\* – значимо на 5%-ном уровне, \*\*\* – значимо на 1%-ном уровне.

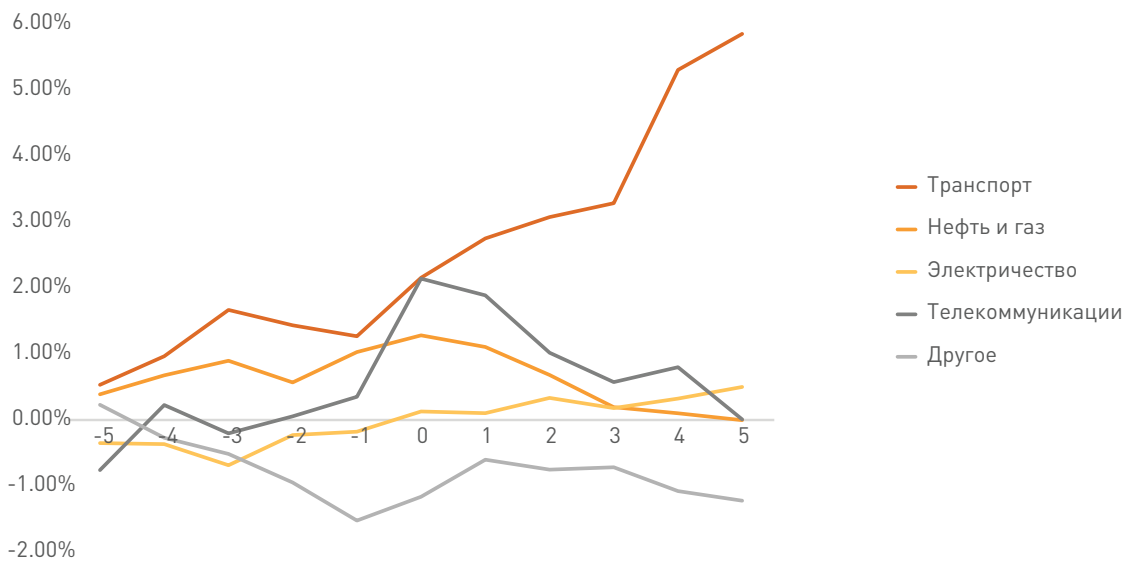
### Реакция российского рынка на изменение дивидендов в различных отраслях

Самыми крупными отраслями, представленными в данном исследовании, являются электроэнергетика, нефтегазовая отрасль, телекоммуникации и транспорт. Для анализа использовали четыре вышеупомянутые отрасли, рассматриваемые чаще остальных, а также группу, в которую включены все остальные отрасли. В группу прочих товаров вошли такие отрасли, как металлургия, промышленные и капитальные товары, металлургическая и горнодобывающая отрасли, химическая промышленность, розничная торговля, строительство, здравоохранение; производство продовольствия, напитков и табачных изделий; автомобили и запчасти, СМИ и развлечения. Результаты указывают на несколько существенных различий между отраслями. Во-первых, самыми стабильными отраслями, которые практически не имеют реакции на объявление о выплате дивидендов, являются электроэнергетика и нефтегазовая отрасль. Для электроэнергетики показатель AAR оказался значимым на 5%-ном уровне только при  $t = -2$  (AAR = 0.56%), а для нефтегазовой отрасли значимая реакция отсутствовала. Вместе с тем график CAAR по различным отраслям (Рисунок 5) показывает, что они наиболее близки к нулю по данному показателю, особенно нефтегазовая отрасль. Помимо этого, наиболее заметно отличается транспортная отрасль. Она показала четкий и быстрый восходящий тренд, в то время как значение AAR оказалось положительно значимым в 1-й и 4-й дни после события. Однако для телекоммуникаций ситуация противоположная, и на 2-й и 5-й день после события на него наблюдается отрицательная реакция рынка. Та-

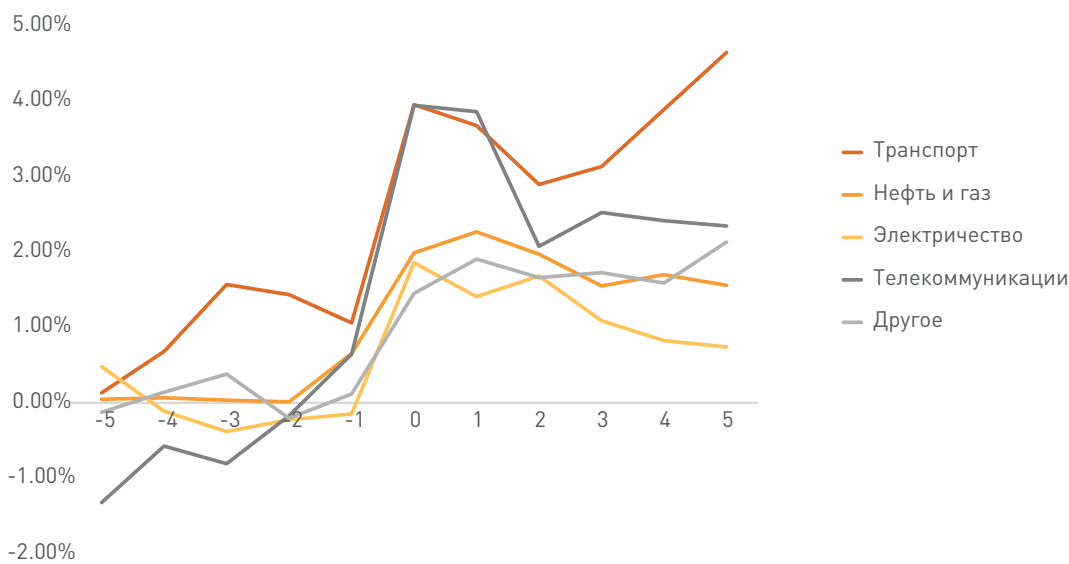
ким образом, по различным отраслям рыночная динамика в целом совпадает, однако телекоммуникации и транспортный сектор выделяются.

Если предположить, что данные отрасли корректируют дивиденды в сторону увеличения, то все отрасли показывают положительную динамику по кумулятивной средней аномальной доходности до дня события (Рисунок 3). Для всех отраслей показатель CAAR увеличился в день 0, а после цены снизились. Однако результаты были значимы только для транспорта и телекоммуникаций. Что касается отрицательного изменения в размере дивидендов, то для других отраслей (кроме четырех рассматриваемых) очевидно серьезное снижение аномальной доходности до  $t = -1$  и рост CAAR, начиная со дня объявления (Рисунок 4). Многие отрасли, отнесенные к группе «Другие», не являются зрелыми, поэтому инвесторы готовы пожертвовать прибылью в виде дивидендов сейчас ради получения прибыли в будущем. В этом случае компании могут инвестировать деньги в развитие и отложить выплату дивидендов. Обычно в отраслях группы «Другие» дивиденды сравнительно небольшие для рынка по сравнению с нефтегазовой отраслью и телекоммуникациями, поэтому инвесторы слабее реагируют на изменения, т.е. данные изменения незначительны в отношении дивидендов на одну акцию. Снижение также наблюдается и в нефтегазовой отрасли, но оно незначительно. Телекоммуникационная отрасль показывает значительный рост AAR в день объявления, а затем существенное отрицательное значение в 3-й день. А для транспортной отрасли, наоборот, после дня получения рынком информации присутствует значительное увеличение аномальной доходности.

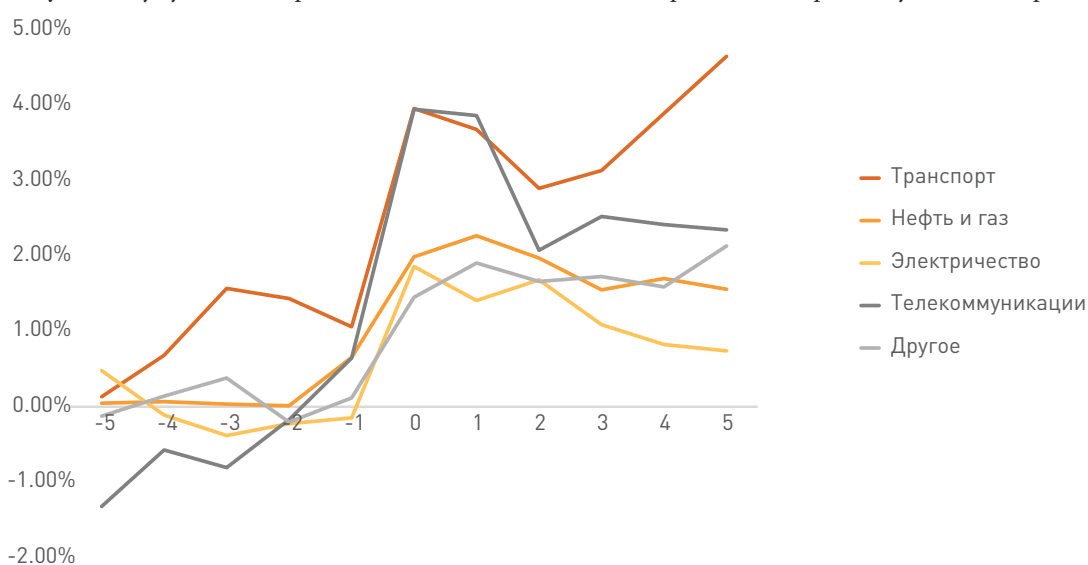
**Рисунок 2.** Кумулятивная средняя аномальная доходность для различных отраслей (все данные)



**Рисунок 3.** Кумулятивная средняя аномальная доходность для различных отраслей (увеличение размера дивидендов)



**Рисунок 4.** Кумулятивная средняя аномальная доходность для различных отраслей (уменьшение размера дивидендов)



## Реакция российского рынка на изменение дивидендов в период кризиса и роста

Рассмотрим результаты событийного анализа на выборке российских компаний за кризисный и некризисный периоды. Для анализа взяли 2008–2021 гг. На основании показателей индекса физического объема ВВП, инфляции и уровня безработицы в группу кризисного периода включены следующие годы: 2008, 2009, 2013, 2014, 2015, 2020, а в группу периода стабильности или роста включены 2010, 2011, 2012, 2016, 2017, 2018, 2019 и 2021 гг. К кризисному периоду отнесены 2008 и 2009 гг., потому что в 2008 г. произошли ипотечный кризис в США, а также падение цен на нефть и металлы. Данные события повлекли последствия для фи-

нансовых рынков по всему миру, затронув и Россию. Летом 2008 г. произошел обвал российского фондового рынка. На тот момент российские компании имели рекордный объем внешней задолженности. Государству пришлось вмешаться, чтобы поддержать компании и предотвратить крах экономики. В 2014–2015 гг. упали мировые цены на нефть, а страна все еще испытывала трудности из-за санкций, введенных после присоединения Крыма. Зависимость от энергоресурсов оказала отрицательное влияние на экономику страны, когда мировые цены на нефть резко упали. В 2020 г. Россия преодолевала последствия пандемии COVID-19. В кризисный период произошли падение индекса физического объема ВВП, рост инфляции и уровня безработицы (Рисунок 5).

Рисунок 5. Макроэкономические показатели российского рынка

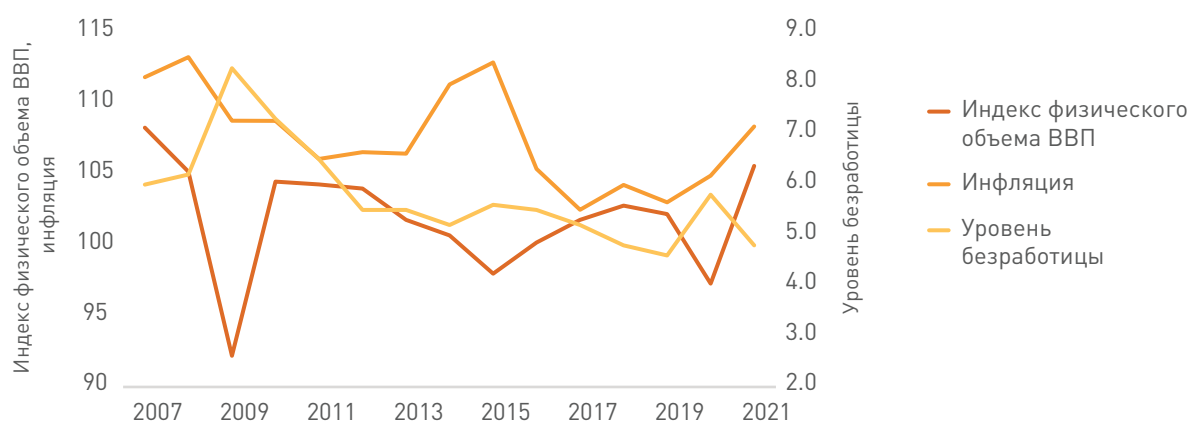
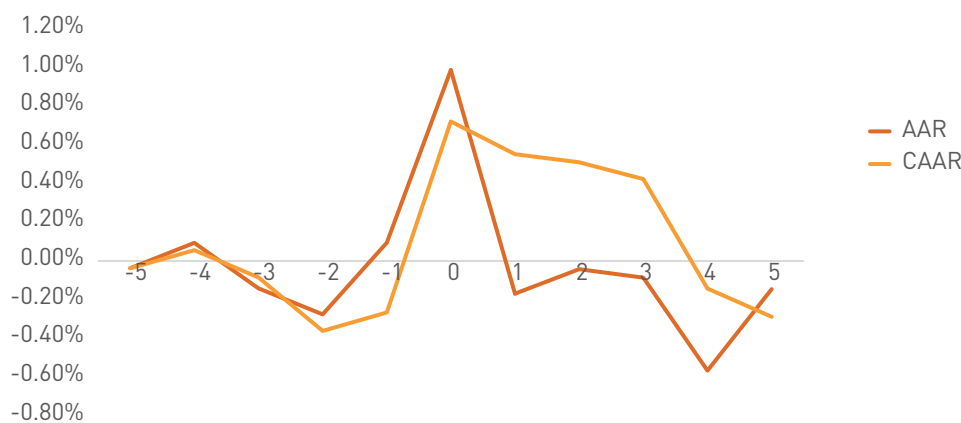


Рисунок 6. Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность по группе периода стабильности (увеличение размера дивидендов)



Новости, связанные с объявлением дивидендов, как в анализе выше, разделены на хорошие, нейтральные и плохие. Прежде всего, проанализируем реакцию рынка на объявления об увеличении дивидендов на выбранном временном горизонте, для которого характерны стабильность или рост. Для ясности построены графики поведения средней аномальной доходности (AAR) и кумулятивной средней аномальной доходности (CAAR) в окне событий (Рисунок 6).

Проверка гипотез показала, что средняя аномальная доходность существенно отлична от нуля в день  $t = 0$  на 10%-ном уровне значимости. В то же время значения средней аномальной доходности в день 0 положительны, поэтому можно сказать, что реакция инвесторов на увеличение дивидендов была положительной, что говорит об их мгновен-

ной реакции. На Рисунке 6 можно наблюдать постепенное уменьшение CAAR, начиная со дня объявления об увеличении дивидендов. Тенденция к уменьшению кумулятивной средней аномальной доходности, начиная со дня объявления и до конца наблюдения, хорошо просматривается на Рисунке 6. К 11-му дню окна событий кумулятивная средняя аномальная доходность достигла значения  $-0.3\%$ .

Ниже мы рассматриваем реакцию российского рынка на объявление об увеличении дивидендов в кризисный период.

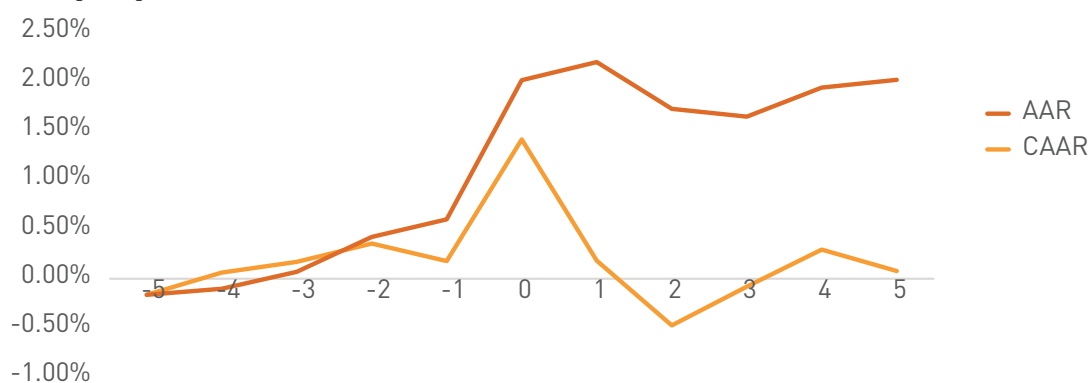
Результаты анализа показывают, что средняя аномальная доходность существенно отлична от 0 в день  $t = 0$  на 5%-ном уровне значимости и в день  $t = 2$  на 10%-ном уровне значимости. В то же время значение средней аномальной доходности в день  $t = 0$  положительно, а в день  $t = 2$  – от-

рицательно. Российский рынок показывает немедленную положительную реакцию на новости о повышении дивидендов в кризисные периоды, но затем инвесторы снова проявляют осторожность. Рисунок 7 свидетельствует о постепенном росте CAAR со дня объявления об увеличении размера дивидендов ( $t = 0$ ). На Рисунке 7 хорошо прослеживается тенденция к повышению кумулятивной средней аномальной доходности со дня объявления об увеличении

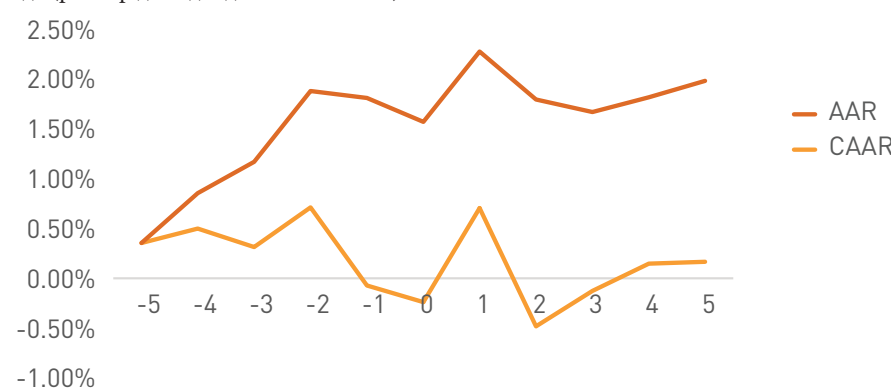
размера дивидендов и до конца наблюдения. К 11-му дню окна событий кумулятивная средняя аномальная доходность достигла значения 2.02%.

Ниже приведено обсуждение результатов, полученных при анализе нейтральных новостей об объявлении дивидендов в периоды стабильности или роста. В таких новостях изменение размера дивидендов за год не превышает 5% как в сторону увеличения, так и в сторону уменьшения (Рисунок 8).

**Рисунок 7.** Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность в кризисный период (увеличение размера дивидендов)



**Рисунок 8.** Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность по группе стабильного периода (размер дивидендов не меняется)



Оказалось, что в группе событий, отнесенных к нейтральным, за два дня до объявления неизменных дивидендов AAR достигает 0.71%, что значимо на 5%-ном уровне. Затем в день  $t = 1$  этот показатель значим на 10%-ном уровне и имеет положительный знак. Но затем в день  $t = 2$  показатель AAR значим на 5%-ном уровне с отрицательным знаком. Тем не менее CAAR(-5;5) демонстрирует стабильный рост, и к концу окна событий данный показатель равен 2%. На Рисунке 9 приведен график результатов анализа нейтральных новостей в кризисный период.

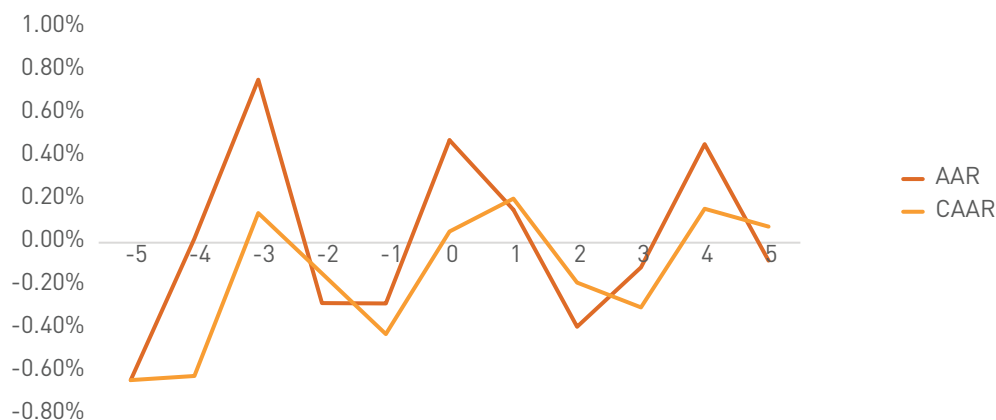
В группе кризисного периода анализ не выявил ни одного дня, когда бы объявление о небольшом изменении размера дивидендов существенно повлияло на реакцию российского рынка. В то же время на Рисунке 9 можно наблюдать колебания CAAR. К 11-му дню окна событий значение кумулятивной средней аномальной доходности уже практически отрицательное.

Далее рассмотрены результаты анализа плохих новостей, т.е. объявлений об уменьшении дивидендов в периоды стабильности или роста. На Рисунке 10 представлены графики изменения средней аномальной доходности, а также кумулятивной средней аномальной доходности в окне событий. Согласно графику, можно сделать вывод, что «пло-

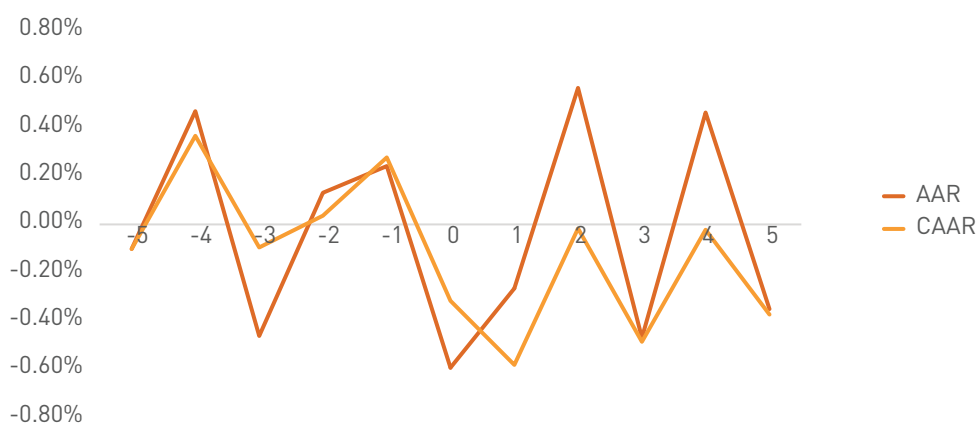
хие» новости на отрезке стабильного периода вызывают отрицательную реакцию российского рынка.

Проверка гипотез показала, что на 5%-ном уровне значимости средняя аномальная доходность существенно отличается от 0 в день  $t = 2$ , на 10%-ном уровне значимости в день  $t = 3$  и на 5%-ном уровне значимости в день  $t = 4$ . Средняя аномальная доходность в день  $t = 2$  положительна, однако она отрицательна в день  $t = 3$  и снова положительна в день  $t = 4$ , что говорит об однозначной реакции на уменьшение дивидендов, объявленное в периоды стабильности или роста. На Рисунке 10 присутствуют скачки значений в окне событий, в основном с отрицательными значениями. В то же время в день объявления происходит постепенное снижение кумулятивной средней аномальной доходности, после чего наблюдается колебание значений. Исследование показало, что объявления об уменьшении дивидендов предоставляют негативную информацию российскому рынку, что приводит к отрицательной кумулятивной средней аномальной доходности акций российских компаний. Данный вывод соответствует сигнальной теории дивидендов. Далее на основе анализа полученных результатов рассмотрено, каким образом российский рынок отреагировал на новости об уменьшении дивидендов в кризисные периоды.

**Рисунок 9.** Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность в кризисный период (размер дивидендов не меняется)



**Рисунок 10.** Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность по группе стабильного периода (уменьшение дивидендов)



**Рисунок 11.** Кумулятивная средняя аномальная доходность и Средняя аномальная доходность в кризисный период (уменьшение дивидендов)



В группе кризисного периода анализ не выявил ни одного дня, когда бы объявление об уменьшении дивидендов существенно повлияло на реакцию российского рынка. Вместе с тем на Рисунке 11 можно увидеть, что в окне событий

(-5;5) до и после объявления об отрицательном изменении в дивидендах присутствует отрицательная реакция рынка, однако после дня  $t = 3$  происходит рост CAAR. К последнему дню окна событий CAAR = 0.46%.

## Реакция российского рынка на изменение в дивидендах: отношение к риску

При регрессионном анализе всех видов изменения дивидендов (уменьшение и увеличение) построены три типа регрессий: сквозная МНК, с фиксированными эффектами и со случайными эффектами. Затем были проведены F-тест, тест Бройша – Пэгана и тест Хаусмана, чтобы сделать выбор из трех упомянутых типов регрессий. Результаты тестов показали, что модель с фиксированными эффектами является наилучшей. Этот подход позволяет контролировать ненаблюдаемые характеристики компаний благодаря гетерогенности, когда присутствует постоянство по времени.

В Таблице 7 приведены результаты регрессии с фиксированными эффектами отдельно для всех видов событий, для положительных событий и для отрицательных событий. Во-первых, обращаясь к влиянию изменения дивидендов, можно отметить, что во всех трех случаях присутствует существенный результат (для всех видов изменений и для положительных изменений в дивидендах на 10%-ном уровне значимости, а для отрицательных изменений – на 5%-ном уровне значимости). В целом изменение размера дивидендов на 1 рубль влечет увеличение CAR на 0.020 процент-

ного пункта. Когда фактические дивиденды превышают ожидаемые, увеличение дивидендов влечет за собой изменение CAR на 0.052. Однако если рассматривать меньшее изменение дивидендов, то увеличение в ячейке «Изменение дивидендов» приводит к уменьшению CAR на 0.185 пункта. Комментируя контрольные переменные для регрессии в целом, можно отметить, что только логарифм капитализации (размер компании) (–0.018), возраст компании (–0.048) и экономический статус страны (0.016) оказались значимыми. Иными словами, увеличение первых двух показателей привело к падению CAR, а последнего показателя – к увеличению CAR, что в целом соответствует ожиданиям. Таким образом, результаты регрессии показывают, что отрицательные новости оказывают более сильное и отрицательное влияние на избыточную доходность, в то время как положительные изменения тоже оказывают влияние, но положительное и более слабое. Можно сделать вывод, что инвесторы больше опасаются отрицательных результатов, чем рады позитивным новостям. В связи с этим можно предположить, что инвесторы на российском рынке скорее не склонны к риску. Результаты, полученные при помощи регрессии, также служат подтверждением проверки Гипотез 1 и 3 о реакции рынка на увеличение и уменьшение размера дивидендов, соответственно.

Таблица 7. Результаты регрессии по всей выборке, группам положительных и отрицательных изменений дивидендов

	По всей выборке	Положительное изменение дивидендов	Отрицательное изменение дивидендов
	CAR(11)		
Изменение дивидендов	0.020* (0.008)	0.052* (0.025)	–0.185** (0.054)
Логарифм капитализации	–0.018** (0.005)	–0.008 (0.029)	–0.048 (0.040)
ROA (рентабельность активов)	0.049 (0.149)	0.378* (0.131)	–0.468 (0.419)
Логарифм возраста компании	–0.048* (0.017)	0.053* (0.028)	–0.023* (0.012)
Логарифм Q Тобина	–0.006 (0.021)	–0.007 (0.030)	0.032* (0.0128)
Отношение D/E	–0.001 (0.007)	–0.005 (0.008)	–0.012 (0.025)
Экономическое состояние	0.016* (0.005)	0.027** (0.012)	0.049** (0.017)
R-квадрат	0.086	0.112	0.143

\* – значимо на 10%-ном уровне, \*\* – значимо на 5%-ном уровне, \*\*\* – значимо на 1%-ном уровне.

### Реакция российского рынка на изменение дивидендов до пандемии COVID-19 и после нее

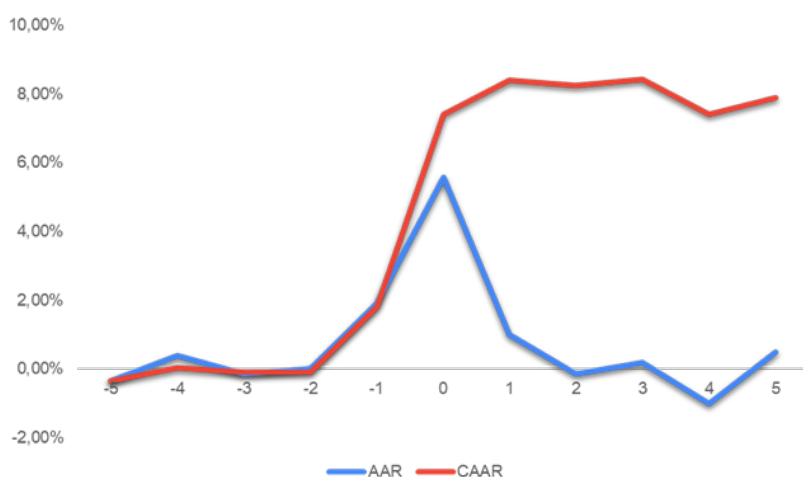
Сначала рассмотрим результаты, описывающие допандемийный период (Рисунок 12).

В допандемийный период анализ не выявил ни одного дня, когда бы объявление о незначительном изменении размера

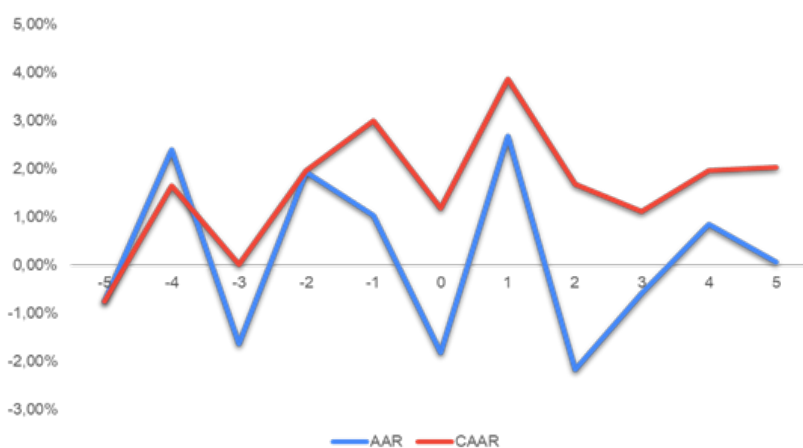
дивидендов существенно повлияло на реакцию российского рынка. В то же время кумулятивная средняя аномальная доходность резко повысилась в день объявления об увеличении дивидендов и к концу окна событий сохранила этот уровень роста (7.90%).

На Рисунке 13 приведены результаты анализа нейтральных новостей в допандемийный период.

**Рисунок 12.** Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность в допандемийный период (увеличение размера дивидендов)



**Рисунок 13.** Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность в допандемийный период (дивиденды не меняются)



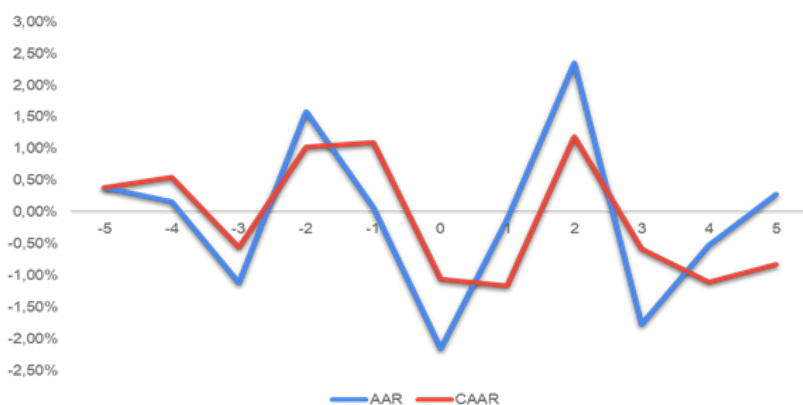
Как видно из Рисунке 13, в течение всего окна событий рынок воспринимает объявление о неизменном размере дивидендов как нейтральный сигнал, потому что кривая средней аномальной доходности колеблется около нуля. В данном временном ряду нет четкой тенденции к повышению или понижению. Это означает, что в среднем акции российских компаний не получают избыточной доходности под влиянием объявления о выплате дивидендов.

Далее мы обсудим результаты, полученные под воздействием объявлений об уменьшении дивидендов, сделанных во время пандемии COVID-19.

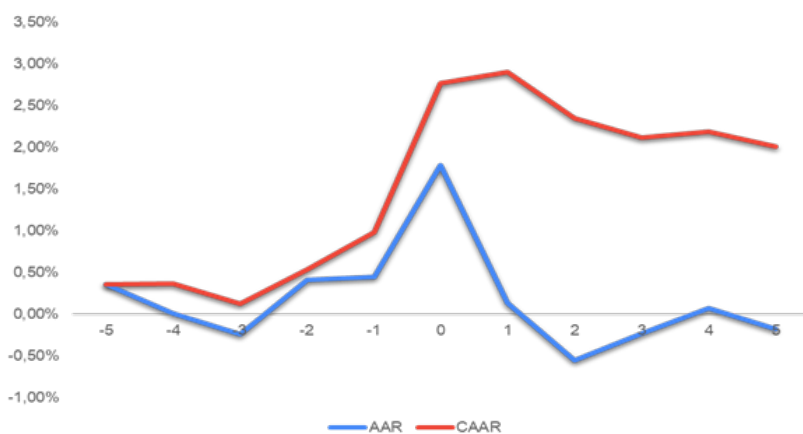
Проверка гипотез показала, что на 1%-ном уровне значимости средняя аномальная доходность существенно отличается от нуля в день  $t = 0$ , на 1%-ном уровне значимости в день  $t = 2$  и на 5%-ном уровне значимости в день  $t = 3$ . В день  $t = 0$  значение средней аномальной доходности отрицательно. Однако в день 2 оно становится положительным, а в день 3 снова оказывается отрицательным. Кривая кумулятивной средней аномальной доходности (Рисунок 14) показывает скачкообразное поведение значений в окне событий.

На Рисунке 15 приведены результаты реакции российского рынка на хорошие новости во время пандемии.

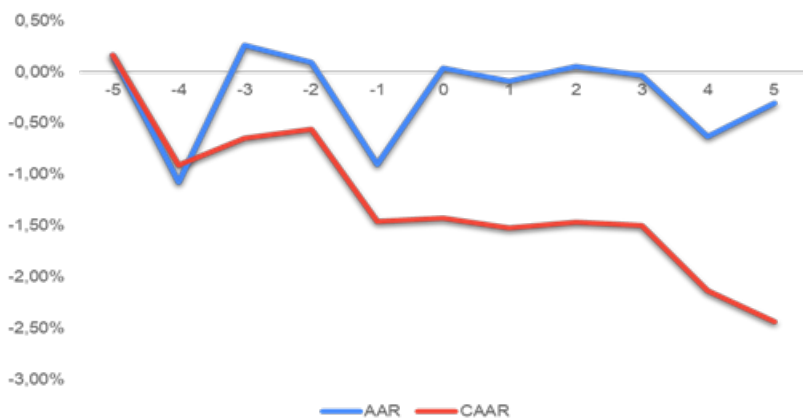
**Рисунок 14.** Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность в допандемийный период (уменьшение размера дивидендов)



**Рисунок 15.** Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность во время пандемии (увеличение размера дивидендов)



**Рисунок 16.** Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность во время пандемии (дивиденды не меняются)



Во время пандемии анализ не выявил ни одного дня, когда бы объявление об увеличении объема выплачиваемых дивидендов существенно повлияло на реакцию российского рынка. Резкий рост CAAR в день объявления об увеличении дивидендов виден на кривой кумулятивной средней аномальной доходности. К концу окна событий CAAR = 2,01%. Далее мы изучим нейтральные новости об объявлении о выплате дивидендов во время пандемии COVID-19.

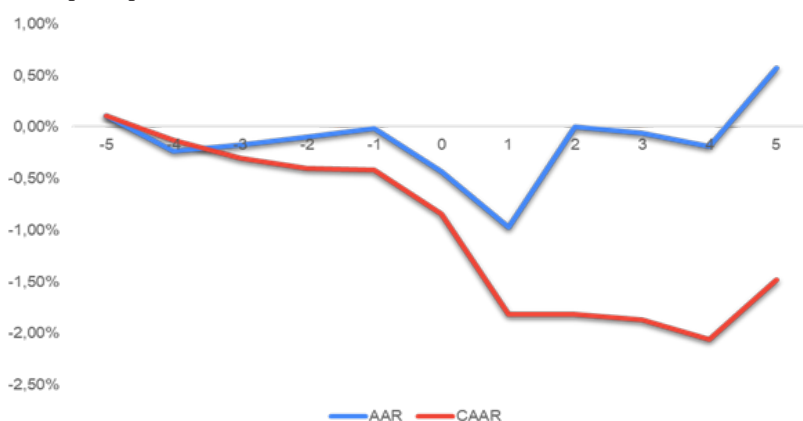
Кривая средней аномальной доходности на Рисунке 16 показывает колебания около нуля без четкой тенденции к увели-

чению или снижению в пределах окна событий. Это говорит о том, что объявление о неизменном размере дивидендов не приводит к росту средней аномальной доходности акций российских компаний и вместо этого воспринимается рынком как нейтральный сигнал. Кроме того, нет существенных значений средней аномальной доходности. Акционеры, чьи дивиденды не изменились, как правило, получают нормальную доходность только во время окна событий.

Далее мы рассматриваем результаты реакции российского рынка на объявления об уменьшении дивидендов во время пандемии COVID-19 (Рисунок 17).



**Рисунок 17.** Кумулятивная средняя аномальная доходность и средняя аномальная доходность во время пандемии (уменьшение размера дивидендов)



Проверка гипотез показала, что на 5%-ном уровне значимости средняя аномальная доходность существенно отличается от нуля в день  $t = 1$ . Более того, значение средней аномальной доходности в день 1 отрицательно. Объявление об уменьшении размера дивидендов довольно быстро оказывает отрицательное воздействие на доходность акций. На кривой кумулятивной средней аномальной доходности (Рисунок 17) четко видно тенденцию к уменьшению в окне событий. Вместе с тем результаты исследования показывают, что объявление об уменьшении дивидендов оказывает отрицательное влияние на российский рынок, приводя к снижению кумулятивной средней аномальной доходности. Далее значение падает до  $-1.48\%$ . Это подтверждает сигнальную теорию дивидендов и говорит о том, что подобные объявления несут инвесторам отрицательную информацию, что приводит к отрицательной избыточной доходности акций российских компаний.

## Обсуждение и ограничения

Подводя итог предыдущего раздела, можно сделать некоторые выводы. Результаты анализа группы положительных изменений в дивидендах показали, что в 2008–2021 гг. наблюдалась мгновенная положительная реакция рынка на увеличение компанией дивидендов по сравнению с ожиданиями. Данный результат соответствует сигнальной теории, которая гласит, что информация об увеличении дивидендов является сигналом руководства компании рынку о том, что компания ожидает увеличения денежных потоков и финансовых результатов. Определим основные выводы исследования.

На основании анализа двух групп периодов (период стабильности или роста и кризисный период) можно сделать следующий основной вывод: в периоды стабильности и роста российский рынок реагирует на новости об уменьшении дивидендов сильнее, чем в кризисные периоды.

Увеличение дивидендов приводит к росту цены акций. Данный вывод аналогичен результатам работ Ш. Махмуда, М. Шейха и А. Гаффари [21], Ш. Танима и А. Юса [10]. Однако результаты не согласуются с большинством итогов исследований, посвященных российским компаниям, потому что они получили противоположные результаты [5–7; 28]. Причиной может быть то, что рассматриваемый в данной статье временной период не совпадает с периодами, исследованными в более ранних работах, соответственно, степень и направление реакции рынка могли измениться.

Результаты анализа группы «плохих» событий показывают, что объявления российских компаний об уменьшении размера дивидендов вызывают отрицательную реакцию рынка, т.е. влекут за собой отрицательную аномальную доходность акций компании, и это подтверждает сигнальную теорию. Полученные результаты согласуются с выводами работ И.В. Березинца, Л.А. Булатовой с соавт. [28], Ш. Махмуда, М. Шейха и А. Гаффари [21]. Что касается работ, посвященных российскому рынку, получен противоположный результат [6; 7]. Однако это разночтение можно объяснить тем, что в работах в основном рассматриваются либо только периоды восстановления, либо только кризисные периоды. Выводы подтверждают выдвинутую в исследовании Гипотезу 1.

Что касается группы нейтральных изменений дивидендов, трудно сделать однозначный вывод. С одной стороны, показатель CAAR значим на 10%-ном уровне к концу окна событий и положителен. С другой стороны, аномальная доходность незначима в день события и в первые два дня до и после него. На основании второго аргумента можно сделать вывод, что в среднем объявление о неизменных дивидендах не влечет за собой аномальной доходности акций российских компаний и не воспринимается рынком в целом как положительный или отрицательный сигнал. Таким образом, подтверждена Гипотеза 2 об отсутствии реакции рынка при неизменном размере дивидендов. Данный результат соответствует сигнальной теории, согласно которой рынок не должен реагировать на подобные события, и многочисленным работам, посвященным данной теме [21; 29].

Наблюдается следующая тенденция для цен акций компаний электроэнергетической и нефтегазовой отраслей: когда компании объявляют о размере будущих дивидендов, в целом эта сумма не существенно отличается от ожидаемой доходности по их акциям. Компании из этих отраслей более стабильны и находятся на стадии зрелости. Транспортная отрасль в целом сильнее остальных реагирует на рассматриваемое событие, а реакция не соответствует сигнальной теории с уменьшением дивидендов. В течение анализируемого периода наблюдается четкое различие между компаниями из разных секторов экономики, что подтверждает Гипотезу 3.

Анализ показал, что в периоды стабильности и роста российский рынок сильнее реагирует на плохие новости о дивидендных выплатах, чем в кризисные периоды. Однако

реакция неоднозначна, и, вероятно, во время объявления дивидендных выплат на рынке происходит спекуляция. Полученные результаты согласуются с выводами работ И.В. Березинец, Л.А. Булатовой с соавт. [28], Ш. Махмуда, М. Шейха и А. Гаффари [21].

В кризисные периоды держатели акций, дивиденды по которым не изменились, в среднем получают только нормальную доходность в рамках окна событий. Сигнальная теория дивидендов предполагает, что рынок не получает никакой значимой информации, которая привела бы к избыточной доходности акций компании, когда компания объявляет, что величина дивидендов не изменится. Поэтому поведение прибыли соответствует данной теории. Этот результат согласуется с сигнальной теорией, согласно которой рынок не должен реагировать на подобные события, и многим работам на эту тему [29].

Российский рынок сильнее реагирует на плохие новости о дивидендных выплатах в периоды стабильности и роста, но не в кризисные периоды. Возможно, в кризисные периоды инвесторы готовы к ухудшению ситуации, что влечет за собой относительно слабую реакцию на уменьшение дивидендов. Похожие результаты, когда в периоды стабильности и роста рынок реагирует на плохие новости о дивидендах сильнее, чем в кризисные, также получены в работах М. Мазура, М. Данга и Т. Во [27]; Дж. Чо, М. Гринвуд-Ниммо и Я. Шина [11].

Влияние увеличения и уменьшения дивидендов было больше выражено во время пандемии COVID-19, чем в допандемийный период. Это более отчетливо проявляется в случае плохих новостей. Таким образом, часть Гипотезы 4

касательно периода пандемии и допандемийного периода подтвердилась.

Ни во время пандемии COVID-19, ни в допандемийный период рынок не проявлял существенной реакции на объявления об увеличении дивидендов. Также не наблюдалось аномальной реакции и на объявления о неизменных дивидендах. Данный результат соответствует работам Г.Р. Тураева [29], М. Мазура, М. Данга и Т. Во [27], Г. Али [24].

Настоящее исследование может быть полезным инвесторам, работающим на российском рынке. Разделение на периоды показывает, что как минимум один раз в три года в стране происходят события, которые неизменно приводят к кризисам. Инвесторы могут извлечь выгоду из изучения реакции рынка на изменение курса акций, которое следует за объявлением об изменении размера дивидендов, в разбивке по периодам, отраслям и т.д.

При помощи регрессионного анализа мы проверили гипотезу о том, что отрицательное влияние объявлений об уменьшении дивидендов на цену акций сильнее, чем положительное влияние объявлений об увеличении дивидендов. Гипотеза подтвердилась. Коэффициент объявлений об уменьшении дивидендов отрицательный. Коэффициент объявлений о дивидендных выплатах положительный, но он оказывает более слабое влияние на курс акций, чем отрицательный коэффициент на объявления об уменьшении дивидендов. Таким образом, инвесторы сильнее реагируют на отрицательные события, т.е. уменьшение дивидендов, чем на положительные (увеличение дивидендов). Иными словами, они склонны избегать риска, а не искать его. Гипотеза 5 подтверждена (Таблица 8).

**Таблица 8.** Итоги по результатам проверки гипотез

Гипотеза	Вывод
Гипотеза 1	Гипотеза не опровергнута
Гипотеза 2	Гипотеза не опровергнута
Гипотеза 3	Гипотеза не опровергнута
Гипотеза 4	Гипотеза о кризисных периодах и периодах стабильности опровергнута, гипотеза о допандемийном периоде и периоде в течение COVID-19 не опровергнута
Гипотеза 5	Гипотеза не опровергнута

Говоря об ограничениях, можно отметить, что, во-первых, в работе рассматривается ограниченное количество переменных и ограниченные временные периоды. Во-вторых, работа посвящена только российскому рынку. В работе также применяется наивный подход к определению ожидаемых дивидендов, т.е. используются дивиденды предыдущего года, а не прогнозы аналитиков, сделанные ближе к дате объявления. Однако в работе И.В. Березинец, Л.А. Булатовой с соавт. [28] результаты показывают, что между подходами нет существенных различий, т.е. оба подхода приемлемы.

Компании, принимающие решения о распределении капитала, должны изучить результаты данной статьи и скорректировать свои решения в зависимости от состояния экономики. Это поможет им максимально увеличить состояние акционеров и, соответственно, добиться роста стоимости компании, потому что объявление об изменении размера дивидендов существенно влияет на прибыльность акций компании.

## Список литературы

1. Lintner J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*. 1956;46(2):97–113. URL: <https://www.jstor.org/stable/1910664> (accessed on 16.05.2023)
2. Miller M.H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*. 1961;34(4):411–433. URL: <https://www.jstor.org/stable/2351143> (accessed on 16.05.2023)
3. Yang Y., Shojib I., Kanehiro, S. Optimal dividend distribution policy from the perspective of the impatient and loss-averse investor. *The Journal of Socio-Economics*. 2009;38(3):534-540. <https://doi.org/10.1016/j.socsec.2009.02.009>

4. Grullon G., Michaely R., Swaminathan B. Are dividend changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business*. 2002;75(3):387-424. <https://doi.org/10.1086/339889>
5. Berezinets I.V., Bulatova L.A., Ilina Yu.B., et al. Russian stock market reaction to dividend announcements: empirical study. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Menedzhment = Vestnik of Saint Petersburg University. Management*. 2015;(1):44-90. (In Russ.) URL: <http://www.vestnikmanagement.spbu.ru/archive/pdf/641.pdf> (accessed on 16.05.2023)
6. Rogova E.M., Berdnikova G.O. The Analysis of Market Reaction to Dividend Announcements of Russian Companies. *Rossiiskii zhurnal menedzhmenta = Russian Management Journal*. 2014;12(4):3-28. (In Russ.) URL: <https://rjm.spbu.ru/article/view/201> (accessed on 16.05.2023)
7. Teplova T.V. Impact of cash dividend payments on Russian companies' market capitalization: Event study testing on Russian and world stock exchange. *Audit I finansovyi analiz*. 2008;(2):1-15. (In Russ.) URL: [https://www.hse.ru/data/2010/03/04/1235849408/2008\\_Teplova\\_T\\_\\_Dividends\\_and\\_market\\_reaction.pdf](https://www.hse.ru/data/2010/03/04/1235849408/2008_Teplova_T__Dividends_and_market_reaction.pdf) (accessed on 16.05.2023)
8. Karim M. Announcement Effect of Dividend on the Stock Price of Enlisted Companies in Developed Countries: A Comparative Study between London Stock Exchange & New York Stock Exchange. *SSRN Electronic Journal*. 2010. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1624363>
9. Chen D.-H., Liu H.-H., Huang C.-T. The Announcement Effect of Cash Dividend Changes on Share Prices: An Empirical Analysis of China. *The Chinese Economy*. 2009;42(1):62-85. <https://doi.org/10.2753/CES1097-1475420103>
10. Taneem Sh., Yuce A. Information content of dividend announcements: An investigation of the Indian stock market. *International Business & Economics Research Journal (IBER)*. 2011;10(5):49-58. <https://doi.org/10.19030/iber.v10i5.4230>
11. Cho J., Greenwood-Nimmo M., Shin Y. The asymmetric response of dividends to earnings news. *Finance Research Letters*. 2023;54:103792. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103792>
12. Liu Y., Lee P. Market responses to cash dividends distributed from capital reserves. *Finance Research Letters*. 2022;46(B):102389. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102389>
13. Gordon, M. J. The savings investment and valuation of a corporation. *Review of Economics and Statistics*. 1962;44(1):37-51. <https://doi.org/10.2307/1926621>
14. Kato K., Loewenstein U. The ex-dividend-day behavior of stock prices: The case of Japan. *Review of Financial Studies*. 1995;8(3):817-847. URL: <https://www.jstor.org/stable/2962240> (accessed on 16.05.2023)
15. Baker H., Chang M., Ho C.Y. Value of dividend signaling in uncertain times. *International Review of Finance*. 2021;21(4):1419-1440. <https://doi.org/10.1111/irfi.12334>
16. Rane A. *Dividend policies and its impact on shareholders wealth—A study of Indian corporate sector*. Goa University; 2018. URL: [http://irgu.unigoa.ac.in/drs/bitstream/handle/unigoa/5543/rane\\_a\\_2018.pdf?sequence=1](http://irgu.unigoa.ac.in/drs/bitstream/handle/unigoa/5543/rane_a_2018.pdf?sequence=1)
17. Uddin M.H., Chowdhury G.M. Effect of dividend announcement on shareholders' value: Evidence from Dhaka Stock Exchange. *Journal of Business Research*. 2005;7(1):61-72.
18. Adesola W.A., Okwong A.E. An empirical study of dividend policy of quoted companies in Nigeria. *Global Journal of Social Sciences*. 2009;8(1):85-101. URL: <https://www.ajol.info/index.php/gjss/article/view/79409> (accessed on 16.05.2023)
19. Ling F.S., Mutalip M.L.A., Shahrin A.R., et al. Dividend policy: Evidence from public listed companies in Malaysia. *International Review of business research Papers*. 2008;4(4):208-222. URL: <https://eprints.um.edu.my/8601/1/All.pdf> (accessed on 16.05.2023)
20. Brockman P., Hanousek J., Tresl J., et al. Dividend Smoothing and Firm Valuation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2022;57(4):1621-1647. <https://doi.org/10.1017/S0022109021000673>
21. Mahmood Sh., Sheikh M., Ghaffari A. Dividend Announcements and Stock Returns: an Event Study on Karachi Stock Exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. 2011;3(8):972-981.
22. Ham C., Kaplan Z., Leary M. Do dividends convey information about future earnings? *Journal of Financial Economics*. 2020;136(2):547-570. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.10.006>
23. Zuguang H., Ahmed M.U. Dividend Announcement Effect on Stock Return: An Event Study on Shanghai Stock Exchange. *Second WRI Global Congress on Intelligent Systems, Wuhan, China*. 2010:320-324. <https://doi.org/10.1109/GCIS.2010.26>
24. Ali H. Corporate dividend policy in the time of COVID-19: Evidence from the G-12 countries. *Financ Res Lett*. 2022;46:102493. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102493>
25. Attig N., El Ghouli S., Guedhami O., et al. Dividends and economic policy uncertainty: International evidence. *Journal of Corporate Finance*. 2021;66:101785. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101785>
26. Prakash N., Yogesh L. Market Reaction to Dividend Announcements During Pandemic: An Event Study. *Vision: The Journal of Business Perspective*. 2021; OnlineFirst. <https://doi.org/10.1177/09722629211066288>
27. Mazur M., Dang M., Vo T.A.T. Dividend Policy and the COVID-19 Crisis. *MPRA Paper*. 2020:108765. URL: [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/108765/1/MPRA\\_paper\\_108765.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/108765/1/MPRA_paper_108765.pdf) (accessed on 16.05.2023)
28. Berezinets I.V., Bulatova, L.A., Ilina Y.B., et al. *How stock market reacts to dividend surprises: Russian and Indian experience*. St. Petersburg: Graduate School of Management, St. Petersburg State University; 2016. URL: [https://dspace.spbu.ru/bitstream/11701/6437/1/3\\_WP%202016%20Berezinets%20Bulatova%20Ilina%20Smirnov.pdf](https://dspace.spbu.ru/bitstream/11701/6437/1/3_WP%202016%20Berezinets%20Bulatova%20Ilina%20Smirnov.pdf) (accessed on 16.05.2023)

29. Turaev H.R. The influence of dividend payment data on the investment attractiveness and potential investors. *Rossiiskoe predprinimatel'stvo = Russian Journal of Entrepreneurship*. 2016;17(13):1505-1528. (In Russ.). <https://doi.org/10.18334/rp.17.13.35568>
30. Abreu J. F., Gulamhussen M. A. Dividend payouts: Evidence from US bank holding companies in the context of the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*. 2013;22:54-65. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.04.001>
31. Ball R., Brown P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. 1968;6(2):159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
32. Andres C., Betzer A., van den Bongard I., et al. Dividend Announcements Reconsidered: Dividend Changes Versus Dividend Surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*. 2011. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1763201>
33. MacKinlay A. C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*. 1997;35(1):13-39. URL: <https://www.jstor.org/stable/2729691> (accessed on 16.05.2023)
34. Andres C., Betzer A., Bongard I., et al. The Information Content Of Dividend Surprises: Evidence From Germany. *Journal of Business Finance & Accounting*. 2013;40(5-6):620-645. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12036>
35. Amin A.S., Shantanu D., Samir S., et al. Institutional shareholding and information content of dividend surprises: re-examining the dynamics in dividend-reappearance era. *Journal of Corporate Finance*. 2015;31:152-170. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.02.002>.
36. Vieira E.S. Firm-Specific Factors and the Market Reaction to Dividend Change Announcements: Evidence from Europe. *Marmara Journal of European Studies*. 2011;19(1):1-25. <https://doi.org/10.29228/mjes.143>

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

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

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

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.93-115>

JEL classification: F23, F51, G30, G32, G34



# Выход иностранного бизнеса из России: анализ стратегий и оценка результатов

**Николай Дувакин**аналитик, family office, Москва, Россия,  
nduvakin@yandex.ru, [ORCID](#)**Лаки Алексис Исагалиева** ✉ведущий аналитик, ПАО Ростелеком, Москва, Россия,  
isagalieva.alexis@gmail.com, [ORCID](#)**Андрей Пантелеев**аналитик, Керт, Москва, Россия,  
andrew-pant@mail.ru, [ORCID](#)

## Аннотация

В статье составлена база данных с подробным описанием выхода иностранных компаний из России в 2022 г. и определены их основные стратегии выхода. Нынешняя ситуация беспрецедентна по масштабам санкций в отношении России и не имеет аналогов в истории экономики, следовательно, она еще недостаточно изучена. Для первоначального исследования были выбраны 28 отраслей в 25 странах. В результате анализа моделей выхода было выявлено девять основных стратегий: выход из совместных предприятий, «мягкое» закрытие, продажа местным покупателям, приостановка деятельности, ликвидация, выкуп менеджментом, продажа акций партнерам, передача местным юридическим лицам и продажа иностранным покупателям. Затем исследование было сосредоточено на нефтегазовой отрасли и были рассмотрены кейсы пяти ее ведущих компаний: Shell, TotalEnergies, Equinor, Exxon-Мобил и BP. Были оценены как финансовые, так и нефинансовые потери, понесенные этими компаниями в результате их решений уйти с российского рынка. Финансовые потери определялись с использованием метода дисконтированных денежных потоков и метода оценки с экономической добавленной стоимостью, а нефинансовые факторы оценивались с помощью таких операционных показателей, как запасы и добыча нефти и газа. Определено, что фундаментальная стоимость указанных компаний составляет до 20.6 млрд, 1.1 млрд, 0.5 млрд, 17.8 млрд и 36.5 млрд долл. соответственно. Исследование показало, что компании со стратегически важными и значимыми проектами в России, в частности, BP и TotalEnergies, придерживались стратегии «мягкого» выхода.

Несмотря на решение выйти из России, эти компании продолжали получать дивиденды и фактически сохраняли право собственности на долю в активах, даже несмотря на то, что финансовая отчетность отражала обесценение.

**Ключевые слова:** дисконтированный денежный поток (DCF), экономическая добавленная стоимость (EVA), потери иностранных компаний, выходы иностранных компаний, нефтегазовый сектор, стратегии выхода с рынка

**Цитирование:** Duvakin N., Isagalieva L.A., Pantelev A. (2023). Leaving Russia: Exit Strategies of Foreign Companies. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(3): 93-115. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.93-115>.

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 связи с высокой степенью геополитической напряженности в 2022 г. ряд иностранных компаний принял решение покинуть российский рынок. Учитывая политизированность данного решения и диверсифицированность иностранных компаний, конечный покупатель, структура сделки и прочие факторы значительно различались в каждом конкретном случае. При этом не все компании, заявившие ранее о намерении покинуть российский рынок, осуществили выход в полной мере.

Актуальность данной работы обусловлена текущей геополитической обстановкой, в рамках которой иностранные компании были вынуждены покинуть российский рынок. Исходя из сложившейся беспрецедентной по масштабам санкций против России ситуации, не имеющей аналогов в истории отечественной экономики, существует исследовательский интерес к ней, имеющий научную новизну. Мы детально изучили и классифицировали стратегии уходящих компаний, а также влияние решений о выходе с российского рынка на их деятельность, включая операционные, финансовые и другие показатели.

Цель работы – создать максимально полную картину выхода иностранных компаний с российского рынка и рассмотреть на примере нескольких компаний, как выход повлиял на их бизнес.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

- 1) Дифференцировать стратегии выходов зарубежных компаний с российского рынка.
- 2) Сформировать карту выходов по отраслям, странам и стратегиям выходов.
- 3) Оценить влияние выходов компаний из нефтегазовой отрасли на их стоимость исходя из следующих двух подходов: DCF и EVA.
- 4) В дополнение к финансовым показателям рассмотреть операционные метрики, применимые к выбранной отрасли.

Методом исследования был выбран кейсовый подход, поскольку он позволяет наиболее полно рассмотреть, как решение об уходе с российского рынка повлияло на компании с учетом их особенностей.

Объектом исследования стали пять иностранных компаний нефтегазового сектора: Shell, TotalEnergies, Equinor, ExxonMobil и BP.

Авторами были выдвинуты следующие гипотезы:

- 1) Часть компаний, заявивших о решении покинуть российский рынок, так и не предприняли комплекс мер по полному выходу.
- 2) Компании, имеющие прочные связи с локальным рынком, используют наиболее «мягкую» стратегию выхода.
- 3) Нефтегазовые компании, имеющие стратегически важные активы в России, понесут наибольшие убытки по сравнению с другими компаниями нефтегазового сектора.
- 4) Компании выбранной для исследования нефтегазовой отрасли имеют неоднозначный результат по итогам выхода.
- 5) Убыток от обесценения российского бизнеса, показанный в финансовых отчетах нефтегазовых компаний, не отображает полную картину их потерь.

Научная новизна работы заключается в следующем:

- 1) Разработка карты стратегий выходов иностранного бизнеса с российского рынка.
- 2) Детальное изучение влияния решений о выходе с российского рынка на деятельность компаний через призму операционных показателей и стоимости компании, оцененной через DCF-модель и показатель экономической добавленной стоимости (EVA).

## Почему и как компании уходят с иностранного рынка

Согласно статье К.С. Озкана [1], компании решают уйти с иностранного рынка по следующим причинам:

- 1) несоответствие стратегии компании внешней среде иностранного рынка, что может привести к недостаточной конкурентоспособности и негативному финансовому результату;
- 2) слишком высокие или непредсказуемые для компании риски иностранного рынка;
- 3) сложности в коммуникации, различия в культуре или проблемы с местным персоналом.

Помимо указанных факторов, которые, несомненно, играют важную роль в принятии решения о выходе, авторы других исследований (см., например, [2]) называют такие причины, как низкая доходность, несоответствие целей и возможностей компании требованиям рынка, недостаточный опыт деятельности на международном уровне.

Когда компания принимает решение об уходе с иностранного рынка, перед ней стоит выбор различных стратегий в зависимости от целей и обстоятельств. Некоторые из распространенных стратегий включают ликвидацию компании, продажу местному покупателю или локальному менеджменту.

## Влияние геополитического конфликта на Украине

Геополитический кризис между Россией и Украиной вызвал повышенную неопределенность и риски, сопряженные с политическими и экономическими последствиями. Многие иностранные компании столкнулись с проблемами, связанными с санкциями, ограничениями на торговлю и инвестиции, а также с возможным ухудшением делового климата.

Несмотря на то, что данная тема пока недостаточно изучена, уже опубликованы работы, посвященные выходу иностранного бизнеса из России.

Так, по данным Йельского университета [3], на май 2023 г. из России ушло или находилось в процессе сворачивания бизнеса более 1000 крупных международных компаний. Исследователи из этого университета в своей работе [4] определили, что Россия потеряла компании, на долю которых приходилось ~40% ее ВВП.

Согласно исследованию экономистов из Университета Санкт-Галлена и бизнес-школы IMD в Швейцарии [5], по состоянию на конец ноября 2022 г. 8.5% компаний ЕС и G7 продали, по крайней мере, одну из своих российских дочерних компаний. Данный показатель, вероятно, будет расти по мере того, как те компании, которые объявили о своем намерении уйти, сделают это.

Однако не только иностранные институты заинтересовались данной темой. Так, российский Центр стратегических разработок (ЦСР) в октябре 2022 г. выпустил отчет, в котором было изучено 5000 иностранных компаний [6].

Как отмечается исследователями из ЦСР, на начало сентября 2022 г. 34% крупнейших иностранных компаний, оперировавших в России, сократили деятельность в стране, 15% прекратили работу путем передачи своих бизнесов новым владельцам, а 7% объявили о полном уходе. Согласно результатам исследования, среди компаний, которые решили продать свой бизнес в России, 33% уже передали его новым собственникам, 34% находятся в процессе передачи, а 33% ищут покупателя.

## Анализ стратегий выхода иностранного бизнеса из России

Для определения стратегий выхода иностранных компаний с российского рынка была собрана база данных по 489 компаниям, заявившим о намерении покинуть Россию. Лидерами по выходу стали компании, производящие потребительские товары, продукты питания и напитки, а также относящиеся к промышленности и автомобилестроению (Рисунок 1).

Иностранные компании, совершившие выход, зарегистрированы в 25 странах, включая Германию, Францию, США, Италию, Нидерланды, Швецию, Финляндию, Великобританию, Данию, Японию, Швейцарию, Австрию, Канаду, Испанию, Австралию, Китай, Литву, Норвегию, Польшу, Бельгию, Чехию, Ирландию, Мексику, Южную Корею, Тайвань.

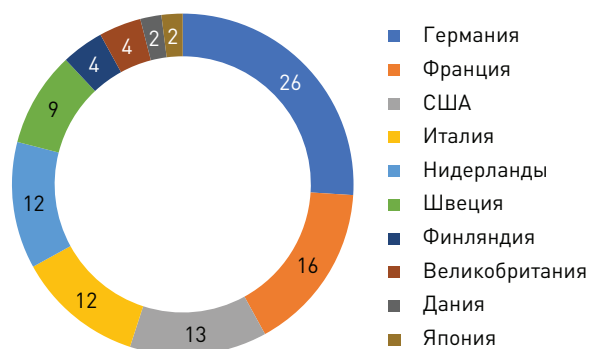
Рисунок 1. Анализ стратегий выхода компаний (%)

Структура выходов компаний по отраслям (топ 10 отраслей)



Отрасли – лидеры по выходу иностранных компаний: потребительские товары, продукты питания и напитки, промышленность и автомобильная

Структура выходов компаний по странам (топ 10 стран)



Страны – лидеры по выходу иностранных компаний: Германия, Франция, США

Всего командой исследования было определено девять основных стратегий. Авторами была сформирована методология по разработке карты стратегий выхода иностранных компаний:



- 1) выход из СП (159 компаний);
- 2) «мягкое» закрытие (128) – в эту группу были включены компании, заявившие о своих намерениях выйти с российского рынка, но не предпринявшие никаких серьезных действий по выходу. Компании, придерживающиеся данной стратегии, ограничились приостановлением маркетинговой и инвестиционной деятельности в российских представительствах, но при этом сохранили основную бизнес-активность в полной мере;
- 3) продажа юридического лица местному покупателю (67);
- 4) приостановка деятельности на территории России без понятных дальнейших шагов по продаже или ликвидации(63);
- 5) ликвидация (28);
- 6) продажа местному менеджменту (24);
- 7) продажа доли российскому партнеру (11);
- 8) выделение из контура в отдельное юридическое лицо, работающее на территории России (4);
- 9) продажа российского бизнеса другой иностранной компании (3).

В ходе исследования авторами была разработана карта стратегий в двух разрезах: 1) соотношение стратегии выхода и страны, в которой была зарегистрирована компания; 2) соотношение стратегии выхода и отрасли (Таблицы 1 и 2).

**Таблица 1.** Карта стратегий. Соотношение страны и стратегий

Страна	Выделение в отдельное юридическое лицо	Приостановка деятельности	Выход из СП	Ликвидация	МВО	Продажа локальному покупателю	Продажа иностранному покупателю	Продажа доли локальному партнеру	«Мягкое» закрытие	Итого
Германия	x	9	50	8	7	12	x	1	33	120
Франция	x	10	30	4	4	6	x	1	18	73
США	x	11	7	1	3	11	2	4	20	59
Италия	x	12	25	x	x	4	x	x	13	54
Нидерланды	1	9	26	8	1	3	x	1	4	53
Швеция	1	2	17	3	3	5	x	1	9	41
Великобритания	3	2	1	2	x	4	x	1	7	20
Финляндия	2	2	x	x	1	5	x	1	7	18
Дания	x	1	x	x	1	3	x	x	5	10
Япония	x	2	x	x	x	1	x	x	4	7
Швейцария	x	1	1	x	1	2	x	x	1	6
Австрия	x	x	1	2	x	x	x	x	2	5
Канада	x	1	x	x	1	1	x	x	x	3
Испания	x	x	x	x	1	1	x	x	1	3
Австралия	x	x	x	x	x	2	x	x	x	2
Китай	x	x	x	x	x	1	x	x	1	2
Литва	x	x	x	x	x	1	x	x	1	2
Норвегия	x	x	x	x	1	x	x	x	1	2
Польша	x	x	x	x	x	1	1	x	x	2
Бельгия	x	x	x	x	x	x	x	1	x	1
Чехия	1	x	x	x	x	x	x	x	x	1
Ирландия	x	x	x	x	x	x	x	x	1	1
Мексика	x	1	x	x	x	x	x	x	x	1
Южная Корея	x	x	x	x	x	x	x	x	1	1
Тайвань	x	x	x	x	x	x	x	x	1	1
<b>Итого</b>	<b>8</b>	<b>63</b>	<b>159</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>63</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>130</b>	<b>489</b>



Для Германии – страны-лидера по уходу с российского рынка, характерны стратегии выхода из СП и «мягкого» закрытия. Продажу юридического лица местному покупателю чаще выбирали компании из Великобритании, приостановка деятельности наиболее характерна для итальянских и американских компаний. Ликвидация в равной мере свойственна для немецких и голландских

бизнесов. Компании, продавшие свои представительства локальным компаниям, чаще всего были из США и Германии, продажа третьим иностранным компаниям и передача доли локальным партнерам чаще всего встречалась в американских компаниях, а «мягкое» закрытие выбирали компании не только из Германии, но также из Франции, США, Италии.

Таблица 2. Карта стратегий. Соотношение отраслей и стратегий

Отрасль	Выделение в отдельное юридическое лицо	Приостановка деятельности	Выход из СП	Ликвидация	МВО	Продажа локальному покупателю	Продажа иностранному покупателю	Продажа доли локальному партнеру	«Мягкое» закрытие	Итого
Потребительские товары	1	5	22	4	4	9	1	1	14	61
Промышленность	1	7	22	2	2	5	x	x	7	46
Продукты питания и напитки	1	7	9	2	3	7	x	3	10	42
Автомобильная	x	5	15	x	2	6	x	1	10	39
Финансовые сервисы	1	4	8	2	1	6	x	x	15	37
IT	x	1	13	4	x	2	x	x	9	29
O&G	x	1	12	2	2	4	x	x	8	29
Логистика	x	2	10	2	2	2	x	1	8	27
Розничная торговля одеждой	x	9	1	1	1	x	1	x	11	24
Консалтинг	4	1	8	x	2	1	x	1	1	18
Фармацевтика	x	6	4	x	x	1	1	x	4	16
Химическая	x	1	3	2	x	2	x	x	7	15
Электроника	x	x	9	1	1	1	x	x	2	14
Производство	x	x	7	1	x	1	x	1	2	12
ТМТ	x	3	1	1	x	1	x	x	6	12
Строительная	x	1	5	1	x	1	x	x	2	10
Сельскохозяйственная	x	2	2	x	1	2	x	1	1	9
Строительные материалы	x	x	x	1	1	2	x	x	4	8
Ритейл	x	2	x	x	x	3	x	1	2	8
Отели	x	2	x	x	x	x	x	x	4	6
M&M	x	x	2	x	x	2	x	x	1	5
Бумага и упаковка	x	x	x	x	2	3	x	x	x	5
Энергетика	x	x	1	x	x	1	x	1	1	4
Недвижимость	x	x	2	1	x	x	x	x	1	4
Здравоохранение	x	2	x	x	x	1	x	x	x	3
Туризм	x	1	1	1	x	x	x	x	x	3
Экология	x	x	1	x	x	x	x	x	x	1
Лесное хозяйство	x	1	x	x	x	x	x	x	x	1
Общий итог	8	63	158	28	24	63	3	11	130	489

Согласно карте стратегий можно увидеть, что продажа юридического лица местному покупателю в большей степени характерна для консалтинга, приостановка деятельности – для фармацевтических компаний и компаний, работающих в области розничной торговли одеждой. Выход из СП чаще совершали компании, производящие товары потребления, автомобильные, нефтегазовые и нефтесервисные компании. «Мягкое» закрытие совершили компании из отраслей производства потребительских товаров и розничной торговли одеждой, а также финансовые компании. Ликвидация, как и продажа местному менеджменту, чаще всего встречается среди компаний – производителей потребительских товаров. Продажу местным покупателям предпочли компании из отраслей производства потребительских товаров, еды и напитков, финансовые компании.

Для дальнейшего исследования было решено выбрать отрасль, в которой есть компании, подходящие под две наиболее часто встречающиеся стратегии – выход из СП и «мягкое» закрытие. Следовало также рассмотреть отрасль, которая наиболее важна для России и ее экономики. Исходя из вышеперечисленных критериев, мы решили выбрать нефтегазовую отрасль, так как неоднозначность выхода некоторых нефтегазовых компаний является актуальной темой, требующей изучения и анализа.

Для анализа в рамках стратегии «мягкого» закрытия и выбранной отрасли мы выбрали крупнейшие нефтегазовые компании – TotalEnergies и BP. Для анализа в рамках стратегии выхода из СП были выбраны компании Shell, Equinor и ExxonMobil.

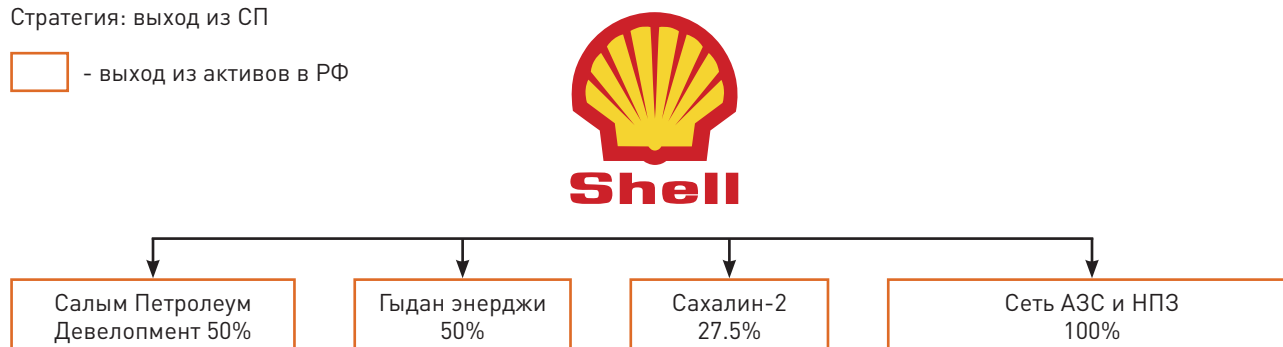
## Оценка влияния выхода нефтегазовых компаний с российского рынка на их бизнес

### Компания Shell

Рисунок 2. Структура активов в РФ и стратегия по выходу с российского рынка

Стратегия: выход из СП

 - выход из активов в РФ



В результате выхода из РФ Shell отразила убыток в размере 3.9 млрд долл. Помимо выхода из российских активов в начале марта 2023 г. Shell заявила о намерении отказаться от закупок российской нефти на спотовом рынке и продления срочных контрактов. При этом компания отмечает наличие действующих долгосрочных контрактов на покупку СПГ.

Англо-голландский нефтяной гигант принял решение полностью прекратить деловые связи с Россией, применив стратегии выхода из СП и продажи активов местному игроку.

### Оценка влияния выхода Shell с российского рынка на стоимость компании. Модели DCF и EVA

Для того чтобы оценить влияние выбранной стратегии, для компании Shell и далее для других компаний были построены модели DCF и EVA компании для двух сценариев. В первом сценарии полученные результаты показывают стоимость компании EV (Enterprise Value) с учетом доходов от российского бизнеса, а во втором – EV без учета этих доходов.

Оценка компании при помощи модели денежных потоков (DCF) основана на принципе приведения будущих денежных потоков компании к их текущей стоимости. В рамках этого модели мы построили прогноз денежных потоков компании в разрезе по направлениям деятельности на основе финансовой отчетности, собственного анализа рынка

и отчетов инвестиционных банков. Затем будущие денежные потоки были продисконтированы с использованием рассчитанной ставки дисконтирования, которая учитывает риски и стоимость капитала компании.

Стоимость компании методом дисконтированных потоков можно рассчитать по следующей формуле:

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}, (1)$$

где DCF – дисконтированный денежный поток;  $CF_1$ ,  $CF_2$ ,  $CF_n$  – денежные потоки по периодам;  $r$  – ставка дисконтирования.

В качестве альтернативного способа оценки стоимости компании был использован метод экономической добавленной стоимости (EVA), основанный на идее, что стоимость компании определяется ее способностью генерировать экономическую прибыль, превышающую стоимость затраченного капитала. Для расчета EVA необходимо определить величину чистой операционной прибыли, скорректированной на величину стоимости затраченного капитала.

Формула расчета экономической добавленной стоимости такова:

$$EVA = NOPAT - (Capital Invested \cdot WACC), (2)$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль после уплаты налогов; Capital Invested – инвестированный капитал; WACC – средневзвешенная стоимость капитала.

Прогноз выручки был рассчитан в разбивке по направлениям деятельности компании, включая разведку и добычу, газ и энергетику, нефтепродукты и химикаты, темпы роста определены на основе анализа рынка и отчетов инвестиционных банков. Оценочная доля российского бизнеса (50% ООО «Салым Петролеум Девелопмент», 50% ООО «Гыдан энерджи», 27.5% «Сахалин-2», 100% сети АЗС и НПЗ) составляет около 5% операционной прибыли компании.

При расчете оборотного капитала использовалась средняя историческая оборачиваемость показателей, а капитальные расходы были подсчитаны в разрезе операционных сегментов компании (разведка и добыча, газ и энергетика, нефтепродукты и химикаты) на среднеисторическом уровне.

Для расчета WACC компании Shell были использованы доходность к погашению 10-летних казначейских облигаций США, страновой риск, среднеотраслевая бета и структура капитала на основе данных А. Дамодарана и доходность облигаций компании со сроком 10 лет (Таблица 3).

Результаты расчета стоимости компании при помощи двух моделей для сценария, в котором компания сохраняет бизнес в России, представлены в Таблице 4.

**Таблица 3.** Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании Shell

Показатель	Величина	Источник
Risk-Free Rate, %	3.40	10-Y US Treasury
Unlevered Beta	0.90	Damodaran
D/E, %	11.50	Damodaran
Tax Rate, %	25	Marginal Tax Rate
Levered Beta	0.98	Calculations
ERP, %	5.94	Damodaran
Cost of Equity, %	9.21	Calculations
Pre-tax Cost of Debt, %	4.55	10-Y Corp Bond
After-tax Cost of Debt, %	3.41	Calculations
We, %	89.68	Calculations
Wd, %	10.32	Calculations
WACC, %	8.61	Calculations

**Таблица 4.** Модели DCF и EVA компании Shell до выхода из России

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	42 674	36 455	33 635	34 109	34 783	35 582
EBIT Russia (retail & factory)	2246	1919	1770	1795	1831	1873
As % of Total EBIT	5.0					
Total EBIT	44 920	38 373	35 406	35 904	36 614	37 454
Tax rate, %	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPAT	33 690	28 780	26 554	26 928	27 460	28 091
D&A	21 019	20 825	21 050	21 629	22 199	22 750
Change in NWC	8913	(1227)	(1898)	-	-	-
Capex	(22 600)	(26 106)	(29 614)	(31 623)	(33 133)	(34 146)
FCFF	41 022	22 272	16 093	16 935	16 526	16 694
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	X	21 371	14 218	13 776	12 378	11 512
NPV, USD bn	73					
Terminal Value, USD bn	178					
TGR, %	2					
EV, USD bn	250.9					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
NOPAT	33 690	28 780	26 554	26 928	27 460	28 091
Capital Invested	239 141	279 354	284 925	297 184	309 655	322 424
Total IC	239 141	279 354	284 925	297 184	309 655	322 424

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EVA	X	4729	2024	1342	801	332
	236 145	239 108	244 679	253 573	263 403	273 688
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted EVA	X	4538	1788	1092	600	229
NPV, USD bn	8					
Terminal Value, USD bn	4					
Invested capital, USD bn	239					
TGR, %	2					
EV, USD bn	250.9					

Из данных Таблицы 4 видно, что стоимость Shell для первого сценария составляет 250.9 млрд долл.

Далее мы рассчитали стоимость компании для второго сценария (Таблица 5).

**Таблица 5.** Модели DCF и EVA компании Shell после выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	42 674	36 455	33 635	34 109	34 783	35 582
Gain / loss from exit	176					
Total EBIT	42 850	36 455	33 635	34 109	34 783	35 582
Tax rate, %	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPAT	32 138	27 341	25 226	25 582	26 087	26 686
D&A	21 019	20 825	21 050	21 629	22 199	22 750
Change in NWC	8913	(1227)	(1898)	-	-	-
Capex	(22 600)	(26 106)	(29 614)	(31 623)	(33 133)	(34 146)
FCFF	39 470	20 833	14 765	15 588	15 153	15 290
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	x	19 990	13 045	12 680	11 349	10 544
NPV, USD bn	68					
Terminal Value, USD bn	163					
TGR, %	2					
EV, USD bn	230.3					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	32 138	27 341	25 226	25 582	26 087	26 686
Capital Invested	239 141	279 354	284 925	297 184	309 655	322 424
Total IC	239 141	279 354	284 925	297 184	309 655	322 424
EVA	x	3290	696	(4)	(572)	(1073)

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted EVA	X	3157	615	(3)	(429)	(740)
NPV, USD bn	3					
Terminal Value, USD bn	(11)					
Invested capital, USD bn	239					
TGR, %	2					
EV, USD bn	230.3					

Согласно полученным результатам, стоимость компании после ухода из России снизилась на 20.6 млрд долл. – с 250.9 млрд до 230.3 млрд долл.

### Оценка влияния выхода Shell с российского рынка на ее операционные и прочие показатели

#### 1) Запасы

Размер доказанных и вероятных запасов нефти компании Shell на конец 2021 г. был равен 9.4 млрд баррелей. Снижение запасов составило около 2 млрд баррелей н.э., или приблизительно 21% от общего объема запасов компании.

#### 2) Объем добычи

В 2021 г. объем добычи нефти компанией Shell составил 344 млн баррелей н.э., при этом в РФ было добыто около 4 млн

баррелей н.э. Таким образом, потери в объеме добычи нефти оказались невелики – всего около 1%.

#### 3) Премиальный азиатский рынок

Поскольку почти весь добываемый газ проекта «Сахалин-2» направляется в Азию, в основном в Японию, компания Shell лишилась 23% поставок СПГ на азиатский рынок. При этом, учитывая географически близкое расположение основного рынка сбыта СПГ с острова Сахалин, логистические расходы на транспортировку в Японию с острова Сахалин приблизительно в 4 раза ниже, чем из Катара, и свыше 2 раз ниже, чем из Малайзии и Брунея, где у Shell находятся крупные газовые активы.

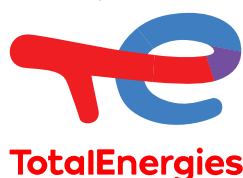
## TotalEnergies

Рисунок 3. Структура активов в РФ и стратегия по выходу с российского рынка

Стратегия: «мягкое» закрытие

 - частичный выход из активов в РФ

 - выход из активов в РФ



В результате выхода из части активов в РФ компания TotalEnergies признала убыток в размере 4 млрд долл. Она также объявила о прекращении инвестиций в РФ, закупок российской нефти и СПГ на спотовом рынке, но продолжает покупать СПГ по долгосрочным контрактам с «Ямал СПГ». Поскольку TotalEnergies продолжает оставаться держателем долей в российских активах, компания по-преж-

нему получает от них дивиденды, которые в 2022 г. составили более 60 млрд руб.

Компания выбрала для себя «мягкую» стратегию, так как она продолжает оставаться в ключевых для компании активах – ПАО «Новатэк», «Ямал СПГ» и «Арктик СПГ – 2», совершив полный выход только из тех активов, которые были для нее менее значимы.

**Оценка влияния выхода TotalEnergies с российского рынка на стоимость компании. Модели DCF и EVA**

Для оценки влияния на стоимость решения о выходе из российских активов, таких как ЗАО «Тернефтегаз» и Харьягинское СПП, на основе моделей DCF и EVA сначала был рассчитан прогноз выручки с учетом географии размещения и в разбивке по направлениям деятельности компании, включая разведку и добычу, переработку и химикаты, интегрированный газ, темпы роста которых определены на основе анализа рынка и отчетов инвестиционных банков. Доля российского бизнеса (ЗАО «Тернефтегаз» и Харьягинское СПП) составляет около 0.3% от операционной прибыли компании TotalEnergies с учетом ее доли в данных проектах (49 и 20% соответственно).

Результаты расчета средневзвешенной стоимости капитала компании TotalEnergies приведены в Таблица 6.

Рассмотрим полученные результаты оценки стоимости компании при первом сценарии (Таблица 7).

**Таблица 6.** Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании TotalEnergies

Показатель	Величина	Источник
Risk-Free Rate, %	3.40	10-Y US Treasury
Unlevered Beta	0.90	Damodaran
D/E, %	11.50	Damodaran
Tax Rate, %	33	Marginal Tax Rate
Levered Beta	0.97	Calculations
ERP, %	5.94	Damodaran
Cost of Equity, %	9.16	Calculations
Pre-tax Cost of Debt, %	4.90	10-Y Corp Bond
After-tax Cost of Debt, %	3.28	Calculations
W <sub>e</sub> , %	89.68	Calculations
W <sub>d</sub> , %	10.32	Calculations
WACC, %	8.55	Calculations

**Таблица 7.** Модели DCF и EVA компании TotalEnergies до выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	50 522	32 944	31 024	32 692	32 740	33 252
EBIT Russia (Russia)	166	108	102	108	108	109
As % of Total EBIT (average)	0.33					
Total EBIT	50 688	33 052	31 127	32 799	32 848	33 361
Tax rate, %	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0
NOPAT	33 961	22 145	20 855	21 975	22 008	22 352
D&A	12 316	12 175	12 121	12 130	12 128	12 131
Change in NWC	7 620	(1026)	-	-	-	-
Capex	(9773)	(11 589)	(13 008)	(13 405)	(13 330)	(13 588)
FCFF	44 124	21 706	19 967	20 701	20 806	20 896
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	x	20 833	17 655	16 862	15 612	14 444
NPV, USD bn	85					
Terminal Value, USD bn	225					
TGR, %	2					
EV, USD bn	310.3					1.08
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	33 961	22 145	20 855	21 975	22 008	22 352
Capital Invested	242 824	183 347	190 874	198 222	204 259	210 592
Total IC	242 824	183 347	190 874	198 222	204 259	210 592
EVA	x	6465	4531	5024	4540	4343
	236 145	239 108	244 679	253 573	263 403	273 688

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted EVA	x	6205	4007	4092	3407	3002
NPV, USD bn	21					
Terminal Value, USD bn	47					
Invested capital, USD bn	243					
TGR, %	2					
EV, USD bn	310.3					

Из Таблицы 7 видно, что стоимость компании TotalEnergies для первого сценария составляет 310.3 млрд долл.

Далее нами была рассчитана стоимость компании TotalEnergies для сценария, когда она выходит из ЗАО «Тернефтегаз» и Харьягинского СПП (Таблица 8).

**Таблица 8.** Модели DCF и EVA компании TotalEnergies после выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	50 522	32 944	31 024	32 692	32 740	33 252
Gain / loss from exit	45					
Total EBIT	50 567	32 944	31 024	32 692	32 740	33 252
Tax rate, %	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0
NOPAT	33 880	22 072	20 786	21 903	21 936	22 279
D&A	12 316	12 175	12 121	12 130	12 128	12 131
Change in NWC	7620	(1026)	-	-	-	-
Capex	(9773)	(11 589)	(13 008)	(13 405)	(13 330)	(13 588)
FCFF	44 043	21 633	19 899	20 629	20 734	20 823
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	x	20 764	17 594	16 803	15 558	14 393
NPV, USD bn	85					
Terminal Value, USD bn	224					
TGR, %	2					
EV, USD bn	309.2					

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	33 880	22 072	20 786	21 903	21 936	22 279
Capital Invested	242 824	183 347	190 874	198 222	204 259	210 592
Total IC	242 824	183 347	190 874	198 222	204 259	210 592
EVA	x	6393	4463	4952	4468	4269
WACC, %	8.6					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted EVA	x	6136	3946	4033	3352	2951

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
NPV, USD bn	20					
Terminal Value, USD bn	46					
Invested capital, USD bn	243					
TGR, %	2					
EV, USD bn	309.2					

Согласно полученным результатам, стоимость компании после выхода из двух российских проектов снизилась на 1.08 млрд долл. – с 310.3 млрд до 309.2 млрд. Такая незначительная потеря в стоимости объясняется небольшой долей рассматриваемых российских активов в общей структуре доходов.

### Оценка влияния выхода компании TotalEnergies с российского рынка на ее операционные и прочие показатели

#### 1) Запасы

Совокупные запасы TotalEnergies на конец 2021 г. были равны примерно 12 млрд баррелей н.э. Запасы АО «Тернефтегаз» и Харьягинского СРП пропорционально доле участия французской компании составили около 0.5 млрд баррелей н.э., или около 4% доказанных запасов TotalEnergies.

#### 2) Объем добычи

В 2021 г. объем добычи TotalEnergies составил около 193 млн баррелей н.э., а объем добычи на основе российских

активов, из которых компания вышла в том же году, пропорционально ее доле участия – около 14 млн баррелей н.э., или около 7% объема добычи компании.

#### 3) Логистические расходы

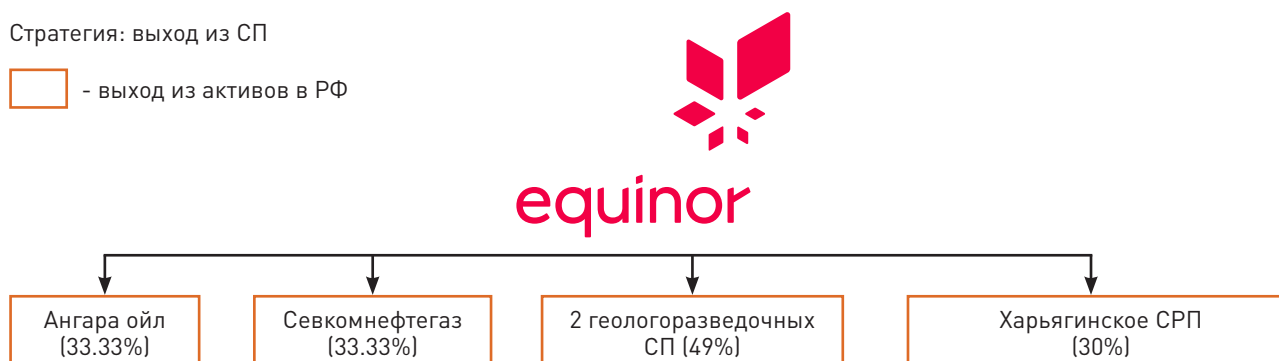
Большая часть покупаемой нефти из России направлялась на НПЗ Leuna в Восточной Германии (240–250 тыс. баррелей в сутки). Транспортировка нефти на данный НПЗ осуществлялась по трубопроводу «Дружба» ПАО «Транснефть». Ожидается, что TotalEnergies российскую нефть заместит нефтью стран Ближнего Востока. Однако транспортировка нефти по трубопроводу «Дружба» имеет более низкие транспортные расходы, чем морские перевозки нефти из стран Ближнего Востока.

## Компания Equinor

Рисунок 4. Структура активов в РФ и стратегия по выходу с российского рынка

Стратегия: выход из СП

 - выход из активов в РФ



Норвежская компания передала ПАО «Роснефть» доли в своих активах в РФ за 1 евро, освободившись от обязательств инвестировать 1 млрд долл. в рамках соглашений. В сентябре 2022 г. Equinor стала первой из нефтегазовых компаний, которая полностью ушла из России. При этом получатель доли норвежской компании в Харьягинском СРП не был раскрыт, но наиболее вероятный – оператор проекта АО «Зарубежнефть».

Стратегия выхода представляет собой выход из СП.

### Оценка влияния выхода Equinor с российского рынка на стоимость компании

Для оценки влияния на стоимость решения о выходе из российских активов, таких как ООО «Ангара ойл», ООО

«Севкомнефтегаз», два геологоразведочных СП, на основе моделей DCF и EVA сначала был рассчитан прогноз выручки с учетом географии размещения и в разбивке по направлениям деятельности компании, включая разведку, добычу, нефтепереработку и производство СПГ, темпы роста которых определены на основе анализа рынка и отчетов инвестиционных банков. Доля доходов от российского бизнеса в 2021 г. составляла около 0.3% операционной прибыли компании с учетом доли Equinor в проектах (33.3, 33.3, 49 и 30% соответственно).

Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании Equinor представлен в Таблице 9.



**Таблица 9.** Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании Equinor

Показатель	Величина	Источник
Risk-Free Rate %	3.40	10-Y US Treasury
Unlevered Beta	0.90	Damodaran
D/E, %	11.50	Damodaran
Tax Rate, %	33	Marginal Tax Rate
Levered Beta	0.97	Calculations
ERP, %	5.94	Damodaran
Cost of Equity, %	9.16	Calculations
Pre-tax Cost of Debt, %	4.60	10-Y Corp Bond
After-tax Cost of Debt, %	3.08	Calculations
We, %	89.68	Calculations
Wd, %	10.32	Calculations
WACC, %	8.53	Calculations

Рассмотрим полученные результаты оценки стоимости компании для первого сценария (Таблица 10).

**Таблица 10.** Модели DCF и EVA модели компании Equinor до выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	74 941	47 397	47 793	41 743	37 971	37 044
EBIT Russia	205	130	131	114	104	101
As % of Total EBIT (average), %	0.27					
Total EBIT	75 146	47 526	47 924	41 857	38 075	37 146
Tax rate, %	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0
NOPAT	22 544	14 258	14 377	12 557	11 423	11 144
D&A	8879	9061	9132	9269	9250	9212
Change in NWC	692	405	-	-	-	-
Capex	(7772)	(9998)	(11 800)	(12 284)	(12 164)	(12 007)
FCFF	24 343	13 726	11 710	9542	8509	8348
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	x	13 176	10 356	7776	6389	5775
NPV, USD bn	43					
Terminal Value, USD bn	90					
TGR, %	2					
EV, USD bn	133.7					0,47
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	22 544	14 258	14 377	12 557	11 423	11 144
Capital Invested	79 156	83 344	86 546	90 082	92 633	95 053

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total IC	79 156	83 344	86 546	90 082	92 633	95 053
EVA	x	7148	6994	4872	3520	3035
	236 145	239 108	244 679	253 573	263 403	273 688
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted EVA	x	6861	6186	3970	2643	2099
NPV, USD bn	22					
Terminal Value, USD bn	33					
Invested capital, USD bn	79					
TGR, %	2					
EV, USD bn	133.7					

Из Таблицы 10 видно, что стоимость TotalEnergies для первого сценария составляет 133.7 млрд долл.

Далее нами была рассчитана стоимость компании для второго сценария (Таблица 11).

**Таблица 11.** Модели DCF и EVA компании Equinor после выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	74 941	47 397	47 793	41 743	37 971	37 044
Total EBIT	74 941	47 397	47 793	41 743	37 971	37 044
Tax rate, %	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0
NOPAT	22 482	14 219	14 338	12 523	11 391	11 113
D&A	8879	9061	9132	9269	9250	9212
Change in NWC	692	405	-	-	-	-
Capex	(7772)	(9998)	(11 800)	(12 284)	(12 164)	(12 007)
FCFF	24 282	13 687	11 670	9507	8478	8318
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	X	13 138	10 322	7748	6366	5754
NPV, USD bn	43					
Terminal Value, USD bn	90					
TGR, %	2					
EV, USD bn	133.2					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	22 482	14 219	14 338	12 523	11 391	11 113
Capital Invested	79 156	83 344	86 546	90 082	92 633	95 053

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total IC	79 156	83 344	86 546	90 082	92 633	95 053
EVA	x	7109	6955	4838	3489	3004
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted EVA	x	6824	6151	3943	2620	2078
NPV, USD bn	22					
Terminal Value, USD bn	32					
Invested capital, USD bn	79					
TGR, %	2					
EV, USD bn	133.2					

Полученные результаты оценки стоимости компании для сценариев ухода и сохранения бизнеса в России указывают на то, что стоимость компании после выхода из четырех российских проектов снизилась на 0.47 млрд долл. – с 133.7 млрд до 133.2 млрд. Такая незначительная потеря в стоимости объясняется небольшой долей российских активов в общей структуре доходов компании.

#### Оценка влияния выхода Equinor с российского рынка на ее операционные и прочие показатели

##### 1) Запасы

Доказанные запасы Equinor на конец 2021 г. составляли около 5.4 млрд баррелей н.э. На российские активы нор-

вежской компании совокупно приходилось порядка 90 млн баррелей н.э., следовательно, снижение объема запасов составило примерно 1.7% от общего размера доказанных запасов.

##### 2) Добыча

В 2021 г. компания Equinor добыла около 760 млрд баррелей н.э. На долю российских активов пришлось примерно 1% общего объема добычи компании. Таким образом, выход Equinor с российского рынка не должен оказать значительного влияния на ее финансовые результаты в связи с небольшими объемами запасов и добычи в РФ.

## Компания ExxonMobil

Рисунок 5. Структура активов в РФ и стратегия по выходу с российского рынка

Стратегия: выход из СП

- выход из активов в РФ

# ExxonMobil

Сахалин-1  
(30%)

Компания ExxonMobil выбрала стратегию выход из СП и заявила о своем полном выходе из России, отразив убыток в размере 2.3 млрд долл.

#### Оценка влияния выхода ExxonMobil с российского рынка на стоимость компании. Модели DCF и EVA

Для оценки влияния на стоимость решения о выходе из российского проекта «Сахалин-1» на основе моделей DCF и EVA сначала был рассчитан прогноз выручки с учетом географии размещения и в разбивке по направлениям

деятельности компании, включая добычу нефти и газа, нефтепереработку и реализацию, химическую промышленность, темпы роста которых определены на основе анализа рынка команды и отчетов инвестиционных банков. Доля доходов от российского бизнеса («Сахалин-1») составляет около 2.9% операционной прибыли всей группы компаний с учетом доли ExxonMobil в проекте в размере 30%.

Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании ExxonMobil приведен в Таблице 12.

Таблица 12. Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании ExxonMobil

Показатель	Величина	Источник
Risk-Free Rate, %	3.40	10-Y US Treasury
Unlevered Beta	0.90	Damodaran

Показатель	Величина	Источник
D/E, %	11.50	Damodaran
Tax Rate, %	33	Marginal Tax Rate
Levered Beta	0.97	Calculations
ERP, %	5.94	Damodaran
Cost of Equity, %	9.16	Calculations
Pre-tax Cost of Debt, %	4.10	10-Y Corp Bond
After-tax Cost of Debt, %	2.75	Calculations
We, %	89.68	Calculations
Wd, %	10.32	Calculations
WACC, %	8.50	Calculations

Рассмотрим полученные результаты оценки стоимости компании при первом сценарии (Таблица 13).

**Таблица 13.** Модели DCF и EVA модели компании ExxonMobil до выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	91 230	60 471	57 451	57 863	57 154	57 725
EBIT Russia	2594	1719	1634	1645	1625	1641
As % of Total EBIT (average)	2.8					
Total EBIT	93 824	62 190	59 084	59 508	58 779	59 367
Tax rate, %	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0
NOPAT	67 553	44 777	42 541	42 846	42 321	42 744
D&A	23 740	20 324	21 127	21 966	22 653	22 880
Change in NWC	(194)	(196)	(198)	(200)	(202)	(204)
Capex	(22 472)	(21 136)	(21 460)	(21 470)	(21 470)	(21 685)
FCFF	68 628	43 769	42 009	43 143	43 302	43 735
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.82	0.75	0.69
DCF	x	42 020	37 173	35 186	32 550	30 301
NPV, USD bn	177.2					
Terminal Value, USD bn	475.7					
TGR, %	2					
EV, USD bn	653.0					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	67 553	44 777	42 541	42 846	42 321	42 744
Capital Invested	318 445	242 247	240 713	240 347	239 299	241 692

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total IC	318 445	242 247	240 713	240 347	239 299	241 692
EVA	x	24 194	22 088	22 425	21 988	22 208
	236 145	239 108	244 679	253 573	263 403	273 688
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.82	0.75	0.69
Discounted EVA	x	23 228	19 545	18 289	16 529	15 387
NPV, USD bn	93.0					
Terminal Value, USD bn	241.6					
Invested capital, USD bn	318.4					
TGR, %	2					
EV, USD bn	653.0					

Из Таблицы 13 видно, что стоимость Exxon Mobil для первого сценария составляет 653 млрд долл.

Далее нами была рассчитана стоимость компании для второго сценария (Таблица 14).

**Таблица 14.** Модели DCF и EVA компании Exxon Mobil после выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	91 230	60 471	57 451	57 863	57 154	57 725
Total EBIT	91 230	60 471	57 451	57 863	57 154	57 725
Tax rate, %	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0
NOPAT	65 685	43 539	41 364	41 661	41 151	41 562
D&A	23 740	20 324	21 127	21 966	22 653	22 880
Change in NWC	(194)	(196)	(198)	(200)	(202)	(204)
Capex	(22 472)	(21 136)	(21 460)	(21 470)	(21 470)	(21 685)
FCFF	66 760	42 531	40 833	41 958	42 132	42 553
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.82	0.75	0.69
DCF	x	40 831	36 132	34 220	31 670	29 482
NPV, USD bn	172.3					
Terminal Value, USD bn	462.9					
TGR %	2					
EV, USD bn	635.2					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	65 685	43 539	41 364	41 661	41 151	41 562
Capital Invested	318 445	242 247	240 713	240 347	239 299	241 692
Total IC	318 445	242 247	240 713	240 347	239 299	241 692
EVA	x	22 956	20 912	21 240	20 818	21 026
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.82	0.75	0.69
Discounted EVA	x	22 039	18 504	17 323	15 649	14 568
NPV, USD bn	88.1					
Terminal Value, USD bn	228.7					
Invested capital, USD bn	318.4					

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
TGR, %	2					
EV, USD bn	635.2					

Данные Таблицы 14 показывают, что стоимость компании после выхода с российского рынка, а именно, из проекта «Сахалин-1», снизилась на 17.75 млрд долл. – с 653.0 млрд до 635.2 млрд.

### Оценка влияния выхода ExxonMobil с российского рынка на ее операционные и прочие показатели

#### 1) Запасы

На начало 2022 г. доказанные запасы компании ExxonMobil составляли около 18.6 млрд баррелей н.э., запасы проекта «Сахалин-1» пропорционально доле участия компании – около 1.7 млрд баррелей н.э., или около 9% общего размера доказанных запасов компании.

#### 2) Добыча

В 2021 г. ExxonMobil добывала 4 млн баррелей н.э. в сутки, или за год около 1.5 млрд баррелей н.э. Сокращение произ-

водства в связи с выбытием проекта из портфеля компании составило 40 тыс. баррелей н.э. в сутки, или около 1% добычи компании.

По информации Правительства РФ ExxonMobil заблокировала работу проекта «Сахалин-1» путем сокращения размера добычи с 220 тыс. до 10 тыс. баррелей н.э. в сутки. По оценкам, потери РФ составили около 20 млрд руб. Таким образом, финальная компенсация доли американской компании может быть занижена на сумму ущерба.

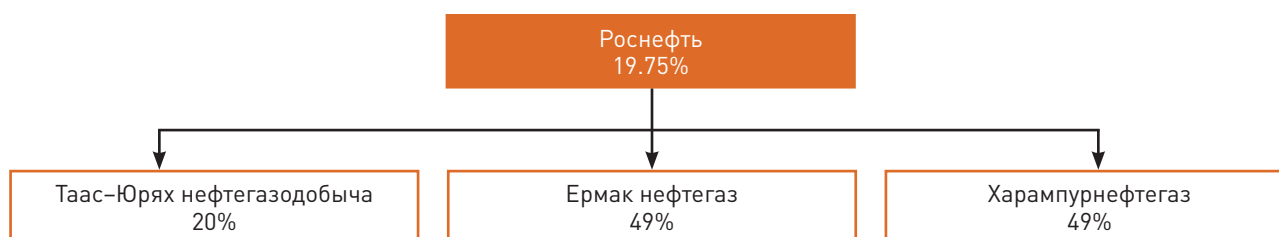
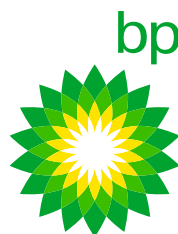
## Компания ВР

Рисунок 6. Структура активов в РФ и стратегия по выходу с российского рынка

Стратегия: «мягкое» закрытие

 - частичный выход из активов в РФ

 - выход из активов в РФ



Компания ВР прибегла к стратегии «мягкое» закрытие, в результате выхода из РФ ВР понесла потери в размере 24.4 млрд долл., которые отразила в своих результатах за I квартал 2022 г., также компания продолжает получать дивиденды, но не учитывает их в своей отчетности.

### Оценка влияния выхода ВР с российского рынка на стоимость компании.

#### Модели BCF и EVA

Для оценки влияния на стоимость компании ВР решения о выходе из доли в капитале «Роснефти» и ее проектов на

основе моделей DCF и EVA сначала был рассчитан прогноз выручки с учетом географии размещения и в разбивке по направлениям деятельности компании, включая нефтедобычу, добычу газа и низкоуглеродную энергетику, АЗС, СП с «Роснефтью», темпы роста которых определены на основе анализа рынка и отчетов инвестиционных банков. Доля доходов от российского бизнеса составляла около 9.9% операционной прибыли с учетом доли ВР в проектах компании «Роснефть» (20, 49 и 49% соответственно).

Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании ВР приведен в Таблице 15.

Таблица 15. Расчет средневзвешенной стоимости капитала компании ВР

Показатель	Величина	Источник
Risk-Free Rate, %	3.40	10-Y US Treasury
Unlevered Beta	0.90	Damodaran
D/E, %	11.50	Damodaran
Tax Rate, %	33	Marginal Tax Rate
Levered Beta	0.97	Calculations
ERP, %	5.94	Damodaran
Cost of Equity, %	9.16	Calculations
Pre-tax Cost of Debt, %	4.70	10-Y Corp Bond
After-tax Cost of Debt, %	3.15	Calculations
W <sub>e</sub> , %	89.68	Calculations
W <sub>d</sub> , %	10.32	Calculations
WACC, %	8.54	Calculations

Рассмотрим полученные результаты оценки стоимости компании при первом сценарии (Таблица 16).

Таблица 16. Модели DCF и EVA компании ВР до выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	47 076	40 410	38 489	38 376	37 571	36 759
EBIT Russia	5171	4439	4228	4216	4127	4038
As % of Total EBIT	9.9					
Total EBIT	52 247	44 849	42 717	42 592	41 698	40 798
Tax rate, %	34.3	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
NOPAT	34 307	26 909	25 630	25 555	25 019	24 479
D&A	15 163	15 219	14 505	15 584	15 457	17 780
Change in NWC	8128	4809	3343	214	2417	-8568
Capex	(22 892)	(18 748)	(18 440)	(16 501)	(15 140)	(15 238)
FCFF	34 706	28 189	25 038	24 852	27 753	18 453
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	x	27 058	22 143	20 249	20 834	12 762
NPV, USD bn	103					
Terminal Value, USD bn	199					
TGR, %	2					
EV, USD bn	302,2					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	34 307	26 909	25 630	25 555	25 019	24 479
Capital Invested	125 733	139 895	140 573	144 601	149 096	154 049

EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Total IC	125 733	139 895	140 573	144 601	149 096	154 049
Econ profit	x	14 965	13 628	13 209	12 289	11 326
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted econ profit	x	14 364	12 052	10 762	9225	7833
NPV, USD bn	54					
Terminal Value, USD bn	122					
Invested capital, USD bn	126					
TGR, %	2					
EV, USD bn	302.2					

Из Таблицы 16 видно, что стоимость ВР для первого сценария составляет 302.2 млрд долл. Далее нами была рассчитана стоимость компании для второго сценария (Таблица 17).

**Таблица 17.** Модели DCF и EVA компании ВР после выхода с российского рынка

DCF approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
EBIT (excl. Russia)	47 076	40 410	38 489	38 376	37 571	36 759
Tax rate	34.3	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
NOPAT	30 911	24 246	23 094	23 026	22 542	22 056
D&A	15 163	15 219	14 505	15 584	15 457	17 780
Change in NWC	8128	4809	3343	214	2417	-8568
Capex	(22 892)	(18 748)	(18 440)	(16 501)	(15 140)	(15 238)
FCFF	31 310	25 526	22 502	22 323	25 276	16 030
WACC	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
DCF	x	24 501	19 899	18 188	18 975	11 087
NPV, USD bn	93					
Terminal Value, USD bn	173					
TGR, %	2					
EV, USD bn	265.6					
EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
	0	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5
NOPAT	30 911	24 246	23 094	23 026	22 542	22 056



EVA approach, USD mn	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Capital Invested	125 733	139 895	140 573	144 601	149 096	154 049
Total IC	125 733	139 895	140 573	144 601	149 096	154 049
EVA	x	12 301	11 091	10 679	9812	8903
WACC, %	8.5					
Discount factor by year	1.00	0.96	0.88	0.81	0.75	0.69
Discounted econ profit	x	11 808	9809	8701	7366	6158
NPV, USD bn	44					
Terminal Value, USD bn	96.06					
Invested capital, USD bn	125.73					
TGR, %	2					
EV, USD bn	265.6					

Согласно данным Таблицы 15, стоимость компании после выхода из двух российских проектов снизилась на 36.5 млрд долл. – с 302.2 млрд до 265.6 млрд. Столь крупные потери можно объяснить масштабным участием в проектах на российском рынке, а именно, долей в размере 19.75% в «Роснефти», которая составляет около 10% операционной прибыли всей компании.

### Оценка влияния выхода компании BP с российского рынка на его операционные и прочие показатели

#### 1) Запасы

Доказанные запасы компании на конец 2021 г. составляли 16 954 млрд баррелей н.э., но в операционных результатах 2022 г. компания не учитывала СП с «Роснефтью». Запасы за 2022 г. уменьшились до 7183 млрд баррелей н.э., или на 55%. Доказанные запасы газа на конец 2021 г. составляли 39 615 млрд м<sup>3</sup>, в операционных результатах 2022 г. компания не учитывала совместные предприятия с «Роснефтью». Запасы в 2022 г. уменьшились до 18 481 млрд м<sup>3</sup>, или на 53%.

#### 2) Добыча

По итогам 2021 г. добыча составила 3316 млрд баррелей н.э., в 2022 г. отчетный объем добычи сократился до 2438 млрд баррелей н.э., или на 26%. В 2021 г. было добыто 7915 млрд м<sup>3</sup> газа, по итогам 2022 г. отчетный объем добычи газа составил 7101 млрд баррелей н.э., т.е. добыча сократилась на 10%.

## Заключение

В ходе исследования удалось достичь поставленной цели. Нами была собрана наиболее полная база данных по выходам иностранных компаний с российского рынка. Были проанализированы основные тенденции: из каких отраслей совершался выход, компании из каких стран совершали выход, также удалось определить девять основных стратегий ухода из России.

Таким образом, мы установили, что наибольшее количество выходов приходилось на немецкие, французские и американские компании. В большей степени в выходах были задействованы компании, производящие потребительские товары, промышленные товары, продукты питания и напитки, а также компании автомобильной промышленности.

Компании, принявшие решение покинуть российский рынок, чаще всего придерживались стратегий выхода из совместных предприятий и «мягкого» закрытия, характеризующегося прекращением финансирования инвестиционных проектов, маркетинговой активности, а также отсутствием ясной и однозначной позиции по выходу из России, что присуще самой крупной и стратегически значимой отрасли в России – нефтегазовой.

По результатам исследования выбранных компаний можно сделать следующие выводы.

Решение о выходе с российского рынка компании Shell привело к потере 20.6 млрд долл. в стоимости, которая была оценена с помощью двух моделей – DCF и EVA, что значительно превышает убыток от списания российских активов, отраженных в финансовой отчетности компании. Стратегия выхода представляет собой выход из СП и продажу активов местному игроку. Говоря об операционных показателях, стоит отметить, что компания понесла существенные потери в запасах – приблизительно 21% от общего объема запасов компании. В объемах добычи потери были незначительные – 1% от общего объема. В газовом бизнесе Shell лишилась порядка 23% поставок СПГ в Азию и проекта с самой низкой стоимостью транспортировки СПГ в Японию в портфеле активов.

Фундаментальная стоимость компании TotalEnergies снизилась на 1.1 млрд долл. вследствие решения о выходе из России. Компания выбрала для себя «мягкую» стратегию и продолжает оставаться в ключевых для компании активах – ПАО «Новатэк», «Ямал СПГ» и «Арктик СПГ – 2». При этом

французская компания вышла из менее значимых для нее активов – Харьягинского СПП и ЗАО «Тернефтегаз». Выход из российских активов привел к снижению объема запасов на 4%, а в объеме добычи – примерно на 7% от уровня 2021 г. Выход с российского рынка компании Equinor привел к потере 0.5 млрд долл. в стоимости компании, что представляет собой самое низкое снижение среди рассмотренных компаний. В целом это не должно оказать большого влияния на ее финансовые результаты в связи с незначительными объемами запасов и добычи в РФ. Так, запасы компании снизились примерно на 1.7% от общего размера, а объем добычи – всего на 1%. Стратегия выхода представляет собой выход из СП.

Компания ExxonMobil потеряла в стоимости 17.8 млрд долл., что было определено с помощью моделей DCF и EVA. Снижение объема запасов пропорционально доли участия компании составило около 1.7 млрд баррелей н.э., или около 9% от общего размера запасов, добыча при этом снизилась всего на 1%. Стратегия – выход из СП в России.

Компания BP прибегла к стратегии «мягкое» закрытие, так как, с одной стороны, она заявила о выходе из капитала «Ро-

снефти», а с другой – осталась ее акционером. «Роснефть» в свою очередь продолжает выплачивать компании дивиденды, при этом BP не может учесть данные дивиденды в своих потоках.

В результате выхода компания понесла отчетный убыток в размере 24.4 млрд долл. Из-за решения об уходе из России компания также потеряла 36.5 млрд долл. фундаментальной стоимости, что является самым большим снижением среди рассмотренных нами компаний из нефтегазовой отрасли.

Компания также понесла существенные потери в запасах – нефти на 55%, а газа на 26% от общего объема запасов компании. Добыча нефти сократилась на 53%, а газа – на 10% от общего объема добычи компании.

Таким образом, можно сделать вывод, что компания понесла существенные стратегические потери, связанные с выходом из СП с «Роснефтью», созданных для разработки крупнейших месторождений, что в свою очередь существенно повлияет на объем запасов компании в будущих периодах (Таблица 18).

**Таблица 18.** Сравнение потерь компаний от выхода из РФ

№	Критерий	BP	Shell	ExxonMobil	TotalEnergies	Equinor
1	Отраженный в отчетности убыток от выхода из РФ, млрд долл.	(24,4)	(3,9)	(2,3)	(4)	(1)
2	Оценка потери компании методом DCF и EVA, млрд долл.	(36,5)	(20,6)	(17,7)	(1,1)	(0,5)
3	Снижение объема запасов в н.э., %	(≈ 50%)	(≈ 21%)	(≈ 9%)	(≈ 4%)	(≈ 1,7%)
4	Снижение объема добычи в н.э., %	(≈ 30%)	(≈ 1%)	(≈ 1%)	(≈ 7%)	(≈ 1%)
5	Потеря удобной логистики на стратегически важные рынки	Да	Да	Да	Нет	Нет

Проведя комплексный анализ стратегий выхода западных нефтегазовых компаний с российского рынка, а также оценку их стоимости до и после данного события и проанализировав влияние на их операционные показатели, можно сделать вывод, что наименьшие потери от выхода из России пришлось на норвежскую компанию Equinor, чья доля операций в России была минимальной по сравнению с другими западными нефте- и газодобывающими компаниями, а это подтверждает нашу гипотезу, что большие убытки понесли компании, имеющие сильные связи с локальным рынком.

Наибольшее снижение стоимости пришлось на BP. При этом компании, имеющие в РФ стратегически важные и крупные проекты – BP и TotalEnergies, следовали «мягкой» стратегии выхода с российского рынка, что также подтверждает одну из наших гипотез. Вопреки решению покинуть Россию данные компании продолжают получать дивиденды и фактически владеть долями в активах, несмотря на обесценение, отраженное в финансовой отчетности. Часть компаний отказались от закупок российских углеводородов после выхода из России на спот-рынке, но продолжают покупать их по долгосрочным контрактам. Так, TotalEnergies продолжает покупать СПГ у проекта «Ямал СПГ», а Shell даже после выхода из проекта «Сахалин-2» остается покупателем СПГ с Сахалинского месторождения.

Таким образом, нам удалось подтвердить гипотезы, сформулированные в начале исследования. Действительно, реальные убытки нефтегазовых компаний превосходят убытки, отраженные в финансовой отчетности, компании нефтегазового сектора в целом имеют неоднозначный эффект от выхода с российского рынка.

## Список литературы

1. Ozkan K.S.L. International market exit by firms: Misalignment of strategy with the foreign market risk environment. *International Business Review*. 2020;29(6):101741. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2020.101741>
2. Sousa C., Tan Q. Exit from a Foreign Market: Do Poor Performance, Strategic Fit, Cultural Distance, and International Experience Matter? *Journal of International Marketing*. 2015;23(4):84-104. <https://doi.org/10.1509/jim.15.0003/>
3. Yale CELI List of Companies Leaving and Staying in Russia. URL: <https://www.yalerussianbusinessretreat.com/> (accessed on 08.10.2023).
4. Sonnenfeld J., Tian S., Sokolowski F., et al. Business Retreats and Sanctions Are Crippling the Russian Economy. 2022. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4167193>

5. Evenett S., Pisani N. Less than Nine Percent of Western Firms Have Divested from Russia. 2022. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4322502>
6. Prokudina E., Pleshakova E., Kitaev A. The picture of foreign business: you can't leave, you can't stay. [Kartina inostrannogo biznesa: uiti nel'zya ostat'sya]. [Internet]. Fond «Tsentr strategicheskikh razrabotok», 2022. (In Russ.) URL: <https://www.csr.ru/upload/iblock/7d7/sftonnurobki28bulojpq8bufimb7gd3.pdf> (accessed on 08.10.2022).
7. Shell 2019 Annual Report. URL: <https://shell.gcs-web.com/static-files/9fb8f1d5-98bd-420b-af55-7fbd5edf7781> (accessed on 08.10.2022).
8. Shell 2020 Annual Report. URL: <https://shell.gcs-web.com/static-files/2a26fb11-bc59-4b3b-be26-7d4e205d5b1e> (accessed on 08.10.2022).
9. Shell 2021 Annual Report. URL: <https://shell.gcs-web.com/static-files/75397cdf-a244-45a1-83e3-db3ba4df5ffe> (accessed on 08.10.2022).
10. Shell 2022 Annual Report. URL: <https://shell.gcs-web.com/static-files/ddcc782c-90be-4241-9027-5028ec0b7abc> (accessed on 08.10.2022).
11. TotalEnergies 2019 Annual Report. URL: <https://totalenergies.com/sites/g/files/nytnzq121/files/atoms/files/2019-total-form-20-f.pdf> (accessed on 08.10.2022).
12. TotalEnergies 2020 Annual Report. URL: <https://totalenergies.com/system/files/documents/2021-03/2020-total-form-20-f.pdf> (accessed on 08.10.2022).
13. TotalEnergies 2021 Annual Report. URL: [https://totalenergies.com/system/files/documents/2022-03/Form\\_20-F\\_2021.pdf](https://totalenergies.com/system/files/documents/2022-03/Form_20-F_2021.pdf) (accessed on 08.10.2022).
14. TotalEnergies 2022 Annual Report. URL: [https://totalenergies.com/sites/g/files/nytnzq121/files/documents/2023-03/TotalEnergies\\_Form\\_20-F\\_2022.pdf](https://totalenergies.com/sites/g/files/nytnzq121/files/documents/2023-03/TotalEnergies_Form_20-F_2022.pdf) (accessed on 08.10.2022).
15. Equinor 2019 Annual Report. URL: <https://cdn.equinor.com/files/h61q9gi9/global/285c51a7491a6dd19f981ee256f34b08ec83bb85.pdf?equinor-2019-annual-report-and-form-20f.pdf> (accessed on 08.10.2022).
16. Equinor 2020 Annual Report. URL: <https://cdn.equinor.com/files/h61q9gi9/global/50088434118167232c3cd8dc335ca7d419eb272f.pdf?2020-annual-report-and-form-20-f-equinor.pdf> (accessed on 08.10.2022).
17. Equinor 2021 Annual Report. URL: <https://cdn.equinor.com/files/h61q9gi9/global/83ce4c64e602e203100e1ce2c5de9b2d42ff8192.pdf?equinor-2021-annual-report-and-form-20-f.pdf> (accessed on 08.10.2022).
18. Equinor 2022 Annual Report. URL: <https://cdn.equinor.com/files/h61q9gi9/global/d6f9b52bd3915255955bbdf09cc238e482693626.pdf?2022-annual-report-on-form-20-f-equinor.pdf> (accessed on 08.10.2022).
19. Exxonmobil 2019 Annual Report. URL: <https://investor.exxonmobil.com/sec-filings/annual-reports#document-1822-0000034088-20-000016-2> (accessed on 08.10.2022).
20. Exxonmobil 2020 Annual Report. URL: <https://investor.exxonmobil.com/sec-filings/annual-reports#document-1894-0000034088-21-000012-2> (accessed on 08.10.2022).
21. Exxonmobil 2021 Annual Report. URL: <https://investor.exxonmobil.com/sec-filings/annual-reports#document-1965-0000034088-22-000011-2> (accessed on 08.10.2022).
22. Exxonmobil 2022 Annual Report. URL: <https://investor.exxonmobil.com/sec-filings/annual-reports#document-4635-0000034088-23-000020-2> (accessed on 08.10.2022).
23. BP 2019 Annual Report. URL: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/investors/bp-annual-report-and-form-20f-2019.pdf> (accessed on 08.10.2022).
24. BP 2020 Annual Report. URL: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/investors/bp-annual-report-and-form-20f-2020.pdf> (accessed on 08.10.2022).
25. BP 2021 Annual Report. URL: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/investors/bp-annual-report-and-form-20f-2021.pdf> (accessed on 08.10.2022).
26. BP 2022 Annual Report. URL: <https://www.bp.com/content/dam/bp/business-sites/en/global/corporate/pdfs/investors/bp-annual-report-and-form-20f-2022.pdf> (accessed on 08.10.2022).
27. Katkov M. BP leaves Russia [BP ukhodit iz Rossii]. Vedomosti 2022 Feb 28 (In Russ.) URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2022/02/27/911165-bp-uhodit-iz-rossii> (accessed on 08.10.2022).
28. Biryukov M. BP announced difficulties with the sale of its stake in Rosneft [BP zayavila o slozhnostyakh s prodazhei svoei doli v Rosnefti]. Forbes 2022 Dec 9. (In Russ.) URL: <https://www.forbes.ru/biznes/482296-bp-zaavila-o-slozhnostah-s-prodazhej-svoej-doli-v-rosnefti> (accessed on 08.10.2022).
29. Rosneft'. For investors and shareholders [Investoram i aktsioneram]. URL: <https://www.rosneft.ru/Investors/> (accessed on 08.10.2022).

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

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

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

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.116-128>

JEL classification: G30, G32



# ESG-рейтинги и их влияние на финансовую эффективность компаний на примере азиатских стран

**Юлия Мартынова** ✉специалист по ценообразованию, ООО Kramp, Москва, Россия,  
[yulia.martynova@kramp.ru](mailto:yulia.martynova@kramp.ru), [ORCID](#)**Ирина Лукина**кандидат экономических наук, доцент кафедры «Финансы и кредит»,  
ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», филиал, Уфа, Россия,  
[Irina-ufa@bk.ru](mailto:Irina-ufa@bk.ru), [ORCID](#)

## Аннотация

Рейтинги ESG стали для инвесторов важнейшим инструментом оценки долгосрочных рисков и этических аспектов деятельности компании. Эти рейтинги количественно оценивают эффективность компаний в экологических, социальных и управленческих отношениях. Тем не менее в странах сохраняются различия в рейтингах ESG из-за режимов регулирования и методологий рейтинговых агентств. Несмотря на широкое внимание ученых к влиянию глобальных факторов ESG, азиатские рейтинги практически не изучались.

Целью исследования является оценка влияния ESG-рейтингов на финансовые показатели компаний Азии, в частности в Юго-Западной Азии (Турция, Израиль и Саудовская Аравия) и Юго-Восточной Азии (Китай, Гонконг, Сингапур и Малайзия). В статье были рассмотрены данные 276 фирм за пятилетний период (2018–2022 гг.), использовалось программное обеспечение STATA, была проведена регрессия панельных данных, где рентабельность активов, рентабельность собственного капитала и балансовая стоимость выступали в качестве зависимых переменных. Во-первых, результаты проверки гипотез показывают, что рейтинги ESG положительно влияют на финансовые показатели в Юго-Западной Азии, а в Юго-Восточной Азии оказывают негативное воздействие. Во-вторых, в Юго-Западной Азии экологические, социальные или управленческие факторы (ESG) оказывают более заметное влияние и приводят к положительным финансовым результатам, в то время как в Юго-Восточной Азии влияние факторов ESG отсутствует. Исследование показало, что рейтинги ESG по-разному влияют на финансовые показатели в Юго-Западной и Юго-Восточной Азии, что можно объяснить различиями в историческом и культурном развитии вопросов ESG. Это исследование поможет в развитии практики рейтингования ESG для азиатских стран.

**Ключевые слова:** ESG-показатели, ESG-рейтинг, влияние ESG-рейтингов на финансовые результаты компаний, рейтинговые агентства, случайные модели эффектов, модели с фиксированными эффектами

**Цитирование:** Martynova Y., Lukina I. (2023) Impact of ESG Ratings on Companies' Financial Performance: Evidence from Asia. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(3): 116-128. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.116-128>

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

Актуальность ESG-рейтингов (*Environmental, Social and Governance*, или экология, социальная сфера и управление) в настоящее время возросла по всему миру. Они стали важным инструментом для инвесторов и клиентов, которые хотят оценить устойчивость бизнеса к долгосрочным рискам, а также этические и социальные факторы производства товаров и услуг. В последние годы многие крупные корпорации начали принимать меры по повышению своих ESG-показателей, чтобы соответствовать растущим требованиям. Этот процесс стал особенно важен во время пандемии COVID-19.

Одно из главных преимуществ использования ESG-рейтингов состоит в том, что они позволяют инвесторам оценивать широкий спектр факторов, которые могут влиять на успешность бизнеса, включая воздействие на окружающую среду, отношения с работниками и обществом, соблюдение прав человека и правил управления. Особенно важны ESG-рейтинги для компаний в отраслях с наибольшим загрязнением окружающей среды: металлургии, обрабатывающей промышленности, фармакологии, добыче полезных ископаемых и др. Компании-лидеры в снижении выбросов парниковых газов и переходе на низкоуглеродные технологии, как правило, имеют более высокие рейтинги.

Однако ESG-рейтинги не являются универсальным инструментом и имеют страновые различия, так как некоторые страны имеют более строгую систему регламентации и стандартов, другие – менее жесткую. Кроме того, некоторые рейтинговые агентства фокусируются на определенных областях или критериях, в то время как другие применяют более широкий подход.

Основной **целью** данного исследования является определение влияния ESG-рейтингов на финансовые результаты компаний из азиатских стран с учетом различий в культурных аспектах стран Юго-Восточной и Юго-Западной Азии. Для анализа панельных данных 276 компаний был использован программный пакет STATA. Данные охватывают временной промежуток с 2018 по 2022 г.

## Обзор исследований по теме ESG-рейтингов

Проблема влияния ESG-рейтингов на финансовую эффективность компаний нашла отражение во многих научных работах последних лет. Практически во всех исследованиях, которые проводятся в области ESG-рейтингов и корпоративной социальной ответственности, применяется одинаковая методология, а именно, используется широкий спектр данных, в особенности из развитых стран, где уровень раскрытия информации выше, чем в развивающихся странах. Но в данный момент актуальными стали подобные исследования стран Азиатского региона.

Сначала мы рассмотрим исследования о положительном влиянии ESG-рейтингов и широкого раскрытия информации о ESG-показателях, факторах эффективности и риска, корпоративного управления на финансовые показатели компании.

Одно из них [1] показало существование положительной зависимости между ESG-показателями и чистым дивидендным доходом прошедшего периода. В первую очередь это важно для инвесторов, которые изучают отчеты компаний.

Кроме того, было установлено, что величина рентабельности капитала (*ROE*) улучшается благодаря повышению уровня расчетных показателей социального компонента.

В другом исследовании [2] анализируется корреляция между финансовыми показателями компаний и их ESG-рейтингами в период политической нестабильности в Египте. Авторы прослеживают зависимость рыночной стоимости компании от ESG-рейтингов и делают вывод об их значимом воздействии на финансовые показатели египетских компаний в столь сложное для страны время.

Авторы исследования в вопросах рыночной реакции инвесторов на публикации отчетов об устойчивом развитии компаний [3] установили, что экологическая и социальная отчетность и открытая публикация данных способствуют достижению более высоких коэффициентов *ROE* и рентабельности инвестированного капитала (*ROIC*). Корпоративное управление не является значимым фактором, способным повлиять на финансовые показатели.

Положительные оценки влияния ESG-показателей встречаются в работах [4; 5], где авторы исследовали данные из США и Китая. Их основное заключение состоит в том, что увеличение прозрачности ESG-показателей коррелирует с ростом цены акций компаний. В частности, они обнаружили, что это особенно важно для компаний с высоким уровнем риска.

ESG-рейтинг и отдельные ESG-показатели исследовались в том числе и в банковской сфере. Оказалось, что в банках влияние ESG-показателей на финансовые показатели более выражено, чем в индустриальном секторе [6].

Некоторые авторы [7–8] утверждают, что сильные стороны и компоненты ESG-показателей могут повысить финансовую устойчивость компании.

Практически во всех рассмотренных ниже исследованиях авторы используют размер компании как контрольную или управляющую переменную. Так, в исследовании влияния ESG-показателей и «зеленых» инвестиций на финансовые показатели на примере 115 фирм Великобритании и 90 фирм Германии [9] авторы с помощью регрессионного анализа выявили положительное влияние экологического поведения на финансовые результаты, а также, что крупные фирмы более производительны и инновационны, чем мелкие компании.

Целью другой статьи [10] является анализ уровня прозрачности среди компаний, включенных в индекс S&P 500, в отношении ESG-показателей. Для этого авторы использовали базы данных MSCI ESG Research и статистический анализ для исследования зависимости между факторами роста и уровнем прозрачности отчетности в области ESG-показателей у компаний из списка индекса S&P 500. Для каждой фирмы был рассчитан индекс качества отчетности. Авторы обнаружили, что существуют значительные различия в уровнях раскрытия ESG-показателей между отраслями и секторами, при этом некоторые отрасли более прозрачны, чем другие. Они также отметили, что в целом качество и количество ESG-отчетов со временем заметно улучшились.

В еще одной статье [11] рассматривается вопрос связи между практиками устойчивого развития (ESG) и стоимостью долговых обязательств в европейских странах. Авторами было проведено исследование 348 кредитных предприятий в 15 странах ЕС на протяжении пяти лет, что позволило им выявить положительную связь между качеством управления ESG и уровнем риска по долгу. Таким образом, мож-

но сделать вывод, что применение ESG является важным аспектом для всех коммерческих организаций, так как они могут повысить свою конкурентоспособность благодаря более низкой стоимости капитала и лучшей эмиссии ценных бумаг.

Стоит также упомянуть работу, в которой авторы исследуют связь между уровнем раскрытия ESG-показателей и финансовой производительностью компаний, а также рассматривают роль механизмов управления в этой связи [12]. Авторы установили, что уровень раскрытия ESG-показателей имеет положительную связь с финансовой производительностью компаний как до, так и после внедрения интегрированной системы отчетности (*Integrated Reporting Framework, IR*).

Есть еще ряд исследований, которые изучают влияние финансовых показателей компании на ESG-рейтинги. Одно из таких исследований [13] показало, что величина отношения фактора рентабельности к собственному капиталу может положительно влиять на ESG-рейтинг.

Теперь рассмотрим негативное или нейтральное влияние раскрытия информации о ESG-показателях компании, ее корпоративном управлении и социальной устойчивости на экономические показатели.

Авторы двух исследований [14; 15] определили, что показатели управленческой и экологической устойчивости отрицательно или незначительно связаны со стоимостью собственного капитала. Однако переменная, связанная с социальным аспектом ESG, продемонстрировала либо нейтральное, либо слабо положительное влияние на стоимость собственного капитала. Однако в модели, описывающей комплексное поведение ESG-показателей, они все вместе положительно влияют на экономическую устойчивость и стоимость собственного капитала.

Неопределенные результаты были получены еще в одном исследовании [16]. По его выводам можно говорить о смешанном эффекте между разными уровнями раскрытия ESG-показателей и эффективностью компании. Автор наблюдает сильно негативное соотношение между высоким уровнем раскрытия ESG-показателей и финансовыми результатами. Но на среднем уровне раскрытия наблюдается положительная зависимость от ESG-показателей.

О негативном влиянии ESG-рейтинга говорится еще в нескольких исследованиях [17;18]. Авторы этих статей представляют вывод из своих наблюдений за 136 компаниями во Франции и их кредитными показателями с 2014 по 2018 г. Они обнаружили положительную связь между уровнем раскрытия информации о ESG-показателях компании и ее кредитоспособностью. Однако они также описывают негативное влияние уровня раскрытия информации о ESG-показателях на стоимость долга компании. При построении регрессии с компонентами ESG также выяснилось негативное влияние фактора *E* на общий долг.

К отрицательным и неопределенным результатам влияния ESG-рейтинга на финансовые результаты приходят авторы еще одного исследования [19], которые утверждают, что каждый из ESG-показателей по отдельности очень слабо влияет на финансовые показатели.

Если говорить об исследованиях, которые охватывают Азиатский регион, то нельзя не упомянуть работу [20], в которой исследовалась роль социально ответственного управления (ESG) в период финансового кризиса, вызванного пандемией COVID-19 в Китае. Исследование показало, что

высокий уровень ESG-эффективности корпорации может способствовать улучшению ее финансовых результатов во время кризиса по сравнению с менее экологически и социально ответственными компаниями. Было установлено, что портфельные управляющие, которые делали уклон в сторону компаний с высокими ESG-рейтингами, показывали лучшие результаты в периоды макроэкономических шоков, таких как финансовый кризис 2008 г. и кризис COVID-19.

Широко освещаются китайские компании и их стремление к ответственному поведению в сфере ESG в исследовании О. Вебера [21]. В настоящее время в Китае существует очень много листинговых компаний, публикующих ESG-отчеты. Ожидается, что и другие последуют примеру социально ответственных компаний из-за растущего спроса инвесторов на информацию о ESG.

Китайские рейтинги ESG-рейтинги также исследовались в работе С. Ли и соавторов [22]. Авторы изучали рейтинги *MSCI, FTSE, CASVI* и их влияние на финансовые результаты компаний, котирующихся на Шанхайской бирже. Они пришли к выводу, что чем более высокий рейтинг имеет компания, тем ниже риск снижения стоимости ее акций.

В исследовании рынка индийских ценных бумаг [23] авторы определили, что качество ESG-отчетности может иметь существенное влияние на успех компании на рынке ценных бумаг. На основе полученных результатов авторы делают заключение о необходимости улучшения ESG-отчетности для всех компаний, особенно тех, что входят в состав индекса S&P 500.

## Сравнительный анализ ESG-рейтингов

ESG-рейтинги представляют собой оценку того, каким образом компании исполняют свои обязательства по социальной ответственности, экологической устойчивости и управлению корпоративной этикой. Однако различные ESG-рейтинговые агентства могут использовать разные методологии для расчета рейтинга.

Так, *MSCI*, одно из крупнейших ESG-рейтинговых агентств с широким покрытием компаний в различных регионах мира, использует методологию, основанную на оценке рисков и возможностей, связанных с ESG-факторами. ESG-рейтинги от *MSCI* основаны на общих результатах из 35 отдельных индикаторов, более 1000 контрольных точек ESG-политики компаний за 20 лет, 80 географических метрик, 150 программных метрик, более 100 управленческих метрик.

Китайское ESG-рейтинговое агентство *SynTao* использует собственные методики для составления ESG-рейтингов компаний, основанные на 14 категориях – финансовое управление, внутренние рабочие условия, управление рисками, широкое участие в сообществе, соблюдение общественных интересов, способности к инновациям, управление окружающей средой, этические аспекты и др.

Китайский финансовый информационный сервис *WIND* оценивает китайские компании по факторам *E, S* и *G*. Оценка *E* отражает энергетическую эффективность и объем выбросов, оценка *S* – уровни здоровья и безопасности, уровни поддержки прав и интересов работников и социальной ответственности, а оценка *G* – качество управления компанией.

Китайское агентство *CSR* специализируется на оценке

компаний из Китая, Гонконга и других стран Азиатско-Тихоокеанского региона. Рейтинги для дочерних компаний составляются на основе рейтинга материнской компании. Используются 12 подкатегорий эффективности, а также сравниваются оценки, полученные из разных источников, и проводятся корректировки данных.

Международное ESG-рейтинговое агентство Refinitiv, объединившее Bloomberg ESG и ESG Analytics, использует более чем 630 различных ключевых показателей для оценки ESG-факторов, таких как выбросы парниковых газов, доля женщин в правлении компании, уровень озабоченности климатическими изменениями и т.д.

Крупнейшее в мире агентство финансовых новостей Bloomberg также составляет ESG-рейтинги, используя для этого более 630 различных показателей, таких как количество жалоб, рейтинг бренда и интерес СМИ к компании.

Международное агентство S&P Global, которое объединяет S&P Dow Jones Indices и ESG-рейтинговое агентство Trucost, использует методологию Trucost для оценки экологических рисков и возможностей, а также связанных с этим возможностей для управления бизнесом. Оценки от S&P Global основаны на более чем 1500 ключевых показателях по 61 субиндустрии.

Международное ESG-рейтинговое агентство FTSE, в настоящее время принадлежащее Лондонской фондовой бирже, оценивает компании на основе ESG-данных, собранных из более чем 50 открытых источников. Оценки ESG-факторов основаны на 14 тематических областях (в том числе климатические риски, управление корпоративной этикой и устойчивое развитие), включает 300 индикаторов, 47 развитых рынков.

Крупные рейтинговые агентства Sustainalytics, RobecoSam, Moody's, Corporate Knights, Thompson Reuters оценивают ESG-показатели компаний по всему миру. Следует также упомянуть несколько малых локальных рейтинговых агентств, которые оценивают в основном компании Юго-Восточной Азии: CASVI, Biotech, Sino-Securities.

Несмотря на то, что ESG-рейтинговые агентства имеют различные подходы к оценке ESG-факторов, все они учитывают социальную ответственность, экологическую устойчивость и управление корпоративной этикой при оценке компаний.

Несколько подробнее остановимся на рейтинге SynTao, так как мы будем его использовать для сравнительного анализа в регрессии.

Китайское ESG-рейтинговое агентство SynTao разработало свою собственную методику оценки компаний по факторам социальной ответственности, экологической устойчивости и управления корпоративной этикой. Агентство оценивает более 5000 компаний, включая крупные государственные, небольшие местные компании и иностранные компании, работающие в Китае.

Агентство SynTao использует набор индикаторов для оценки соответствия компаний ESG-нормам. Первый этап заключается в оценке позиции компании в своей отрасли, второй – в проверке соответствия внутренним правилам и стандартам компании, а третий – в проверке компании на соответствие стандартам, принятым в отрасли, и международным стандартам.

SynTao оценивает компании по 14 показателям (6 социальных, 5 экологических и 3 управленческих): финансовое управление, внутренние рабочие условия, управление ри-

сками, широкое участие в сообществе, учет общественных интересов, способности к инновациям, управление окружающей средой, этические аспекты и т.д.

Каждый из 14 показателей имеет ряд параметров (около 200), а затем на базе этих параметров строится отраслевая модель (всего создана 51 отраслевая модель). На основе модели и весов компаний выстраивается ESG-рейтинг (от 0 до 100), который после оценки переводится в 10-буквенную шкалу (от A+ до D).

Для анализа в регрессии все буквенные значения рейтинга для каждой компании будут переведены в числовые, где A+ = 10, а D = 1.

Кроме основных итоговых оценок SynTao также предоставляет более детализированные данные для каждого параметра оценки, такие как географические и макроэкономические. SynTao также предоставляет рейтинги отдельных продуктов и услуг компании.

Рейтинг SynTao выходит ежегодно и доступен только по подписке, но на сайте возможен сбор данных по компаниям из Китая и Гонконга. Агентство является одним из ведущих ESG-рейтинговых агентств в Китае, обладает важными данными о китайских компаниях.

Так как в данном исследовании будут рассматриваться разные регионы Азии, то мы будем использовать несколько разных рейтингов.

На основании изучения литературы было выдвинуто две гипотезы.

Гипотеза 1. Влияние ESG-рейтинга на финансовые результаты компании положительно для обоих рассматриваемых регионов Азии.

Гипотеза 2. Влияние одного из фактора ESG (экологического, социального или управленческого) будет более выражено в одном регионе, чем в другом.

## Методология и данные

Так как данное исследование проводится на основании сравнительного анализа двух регионов Азии, то были выбраны страны, по своим характеристикам и географическому положению сильно отличающиеся друг от друга. В Юго-Западной Азии были выбраны три страны, которые достаточно широко представлены в международном рейтинге S&P ESG Global: Израиль, Турция и Саудовская Аравия. В регионе Юго-Восточной Азии региона были выбраны четыре страны: Малайзия, Сингапур, Китай и Гонконг.

Для этого исследования данные были собраны вручную посредством обращения на официальные сайты компаний, а также через системы поиска информации о корпоративных финансах Google.Finance и Yahoo.Finance. Данные охватывают временной промежуток в пять лет: с 2018 по 2022 г. В нем отображаются секторы экономики, по которым распределены оцениваемые компании. Выбирались крупные компании, которые котируются на китайских биржах (Шанхайской, Гонконгской, Шеньчженьской), сингапурской, арабской, турецкой и т.д.

Для настоящего исследования были отобраны 276 компаний: 99 компаний из Юго-Западной Азии, 100 компаний из Юго-Восточной Азии и 77 компаний, которые присутствуют в китайском рейтинге SynTao, но отсутствуют в рейтинге S&P.

Получилось три набора данных: 100 компаний с Юго-Вос-

тока, 99 компаний с Юго-Запада и один набор из 108 компаний, поскольку компании, входящие в каждую из сотен, были зафиксированы в рейтинге S&P, поэтому можно спокойно построить регрессионную модель. Во втором наборе данных из Юго-Восточной Азии распределение по странам такое: 12 компаний из Китая, 19 компаний из Гонконга, 22 из Сингапура и 47 из Малайзии.

Если говорить об индустриальной принадлежности компаний, то в этих наборах данных собраны почти все индустрии, отображенные в рейтингах S&P и SynTao. Особенно много компаний из промышленного сектора (металлургия, нефть и газ, энергетика) – около 50, обслуживающего сектора – 70, есть несколько компаний (около 15) из фармакологии, также много ретейлеров (больше 20).

Были собраны данные по совокупным активам (*total assets*), капиталу (*total equity*) и долгосрочным задолженностям (*total debt*) по каждой из 276 компаний, а также коэффициенты *ROA* (рентабельность активов), *ROE* (рентабельность капитала) и мультипликатор *P/B* (*price to book value ratio*, или отношение текущей рыночной капитализации компании к ее балансовой стоимости) за пятилетний промежуток. Была также собрана бухгалтерская отчетность компаний (балансы, отчеты о прибылях и убытках, отчеты о движении денежных средств).

С учетом того, что данные собирались с публичных ресурсов и не были обработаны в едином формате, как это сделано в базах данных Bloomberg или CSMAR, то еще были собраны данные по валютным курсам на каждую отчетную дату, для того чтобы привести итоговые активы к одной валюте (был выбран доллар США). Все значения в выборке измеряются в тысячах. Из этих данных были получены логарифмические величины для *ROE*, *ROA*, совокупных активов, соотношения заемного и собственного капитала (*debt to equity ratio*, *D/E*), мультипликатора *P/B*. Логарифмическое преобразование позволило сгладить резкие скачки размерностей. Из выборки также были исключены компании финансового сектора. При отсутствии данных были использованы средние значения уже имеющихся переменных.

Для регрессии была выбрана спецификация модели с панельными данными:

$$ROA_{it} / ROE_{it} / \frac{P}{B_{it}} = \alpha + \beta_1 \cdot ESG_{it} + \beta_2 \cdot \ln_{assets_{it}} + \beta_3 \cdot Sales_{growth_{it}} + \beta_4 \cdot Assets_{growth_{it}} + \beta_5 \cdot \ln(D/E)_{it} + u_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

где *ROA* – натуральный логарифм рентабельности активов; *ROE* – натуральный логарифм рентабельности капитала; *P/B* – натуральный логарифм соотношения рыночной стоимости акции к балансовой стоимости акции;  $\ln_{assets}$  (размер компании) – натуральный логарифм от активов; *Sales\_growth* – прирост выручки от продаж; *Assets\_growth* – прирост итоговых активов компании за год;  $\ln(D/E)$  – натуральный логарифм отношения заемного капитала к собственному капиталу компании.

Для второй регрессии по рейтингу S&P была выбрана спецификация только на один год – 2022, потому что только по нему есть открытые данные на сайтах рейтинговых агентств об отдельных факторах *E*, *S* и *G*:

$$ROA_i / ROE_i / \frac{P}{B_i} = \alpha + \beta_1 \cdot E_i + \beta_2 \cdot S_i + \beta_3 \cdot G_i + \beta_4 \cdot \ln_{assets_{it}} + \beta_5 \cdot Sales_{growth_i} + \beta_6 \cdot Assets_{growth_i} + \beta_7 \cdot \ln(D/E)_i + u_i + \varepsilon_i. \quad (2)$$

В качестве зависимой переменной многие исследователи берут рентабельность активов, капитала и рыночную капитализацию компании, однако мультипликатор *P/B* также может быть использован как зависимая переменная. Выбор регрессоров для обеих моделей стандартен для такого вида исследований: коэффициенты финансового рычага, прироста активов и продаж, а также размер компании, который выражается в количестве активов. Некоторые переменные будут взяты в логарифмах для уравнивания выборки и сглаживания колебаний.

В Таблице 1 представлены описательные статистики переменных.

Таблица 1. Описательные статистики переменных по трем моделям с одинаковым ESG-рейтингом

Переменная/ Страна/ Регион	Количество наблюдений			Среднее		
	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия	Китай и Гонконг	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия	Китай и Гонконг
ROA	495	500	540	0.050212	0.0567262	0.0361848
ROE	495	500	540	0.0809702	0.0685333	0.0543683
P_to_B	495	500	540	7.606808	3.70646	4.417796
ESG_score_SP/Syntao	495	500	540	13.86599	22.69	5.970926
Total_asset	495	500	538	9,403,572	1.19e+07	9,782,471
D_to_E	495	500	540	1.578362	3.865507	14.37889
Asset_growth	495	500	540	0.2439267	0.1125173	-0.9237176
Sales_growth	495	500	540	0.2575859	0.1262442	0.2167991



Переменная/ Страна/ Регион	Количество наблюдений			Среднее		
	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия	Китай и Гонконг	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия	Китай и Гонконг
ROA	0.0507271	0.0776179	0.0612072	-0.2521	-0.1363	-0.1792
ROE	0.1030046	0.2259983	0.0946869	-0.5412	-4.092347	-0.2598
P_to_B	57.49769	6.630098	7.043911	-674.4	-2.14	-19.3
ESG_score_SP/Syntao	14.31341	16.07877	1.371789	1	79	0
Total_asset	1.88e+07	1.842336	27,126.28	70,505.1	0	38.7495
D_to_E	10.52236	134.4021	2.099023	-77.258	-1537.72	0
Asset_growth	0.4466562	0.2191222	1.459495	-0.8609	-0.63	-4.60517
Sales_growth	0.552522	0.3476424	0.7094604	-0.937	4.1415	-0.8374

Переменная/ Страна/Регион	Максимум		
	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия	Китай и Гонконг
ROA	0.2738	0.6687	0.9098
ROE	0.85	0.9882	0.9909
P_to_B	1,050	44.83	103.8
ESG_score_SP	66	79	9
Total_asset	1.31e+08	18.84	289,600
D_to_E	202.399	1,845.46	21.7
Asset_growth	6.405	1.46	2.750471
Sales_growth	5.82	4.1415	8.1027

Источник: расчеты в STATA.

Рассмотрим описательные статистики трех наборов данных. В Юго-Западной и Юго-Восточной Азии *ROA* равны 5 и 5.67%, *ROE* – 8 и 6.85% соответственно. В обоих регионах *ROA* меньше *ROE*: в Юго-Западной Азии – в 1.6 раза, в Юго-Восточной Азии – в 1.2 раза. Рентабельность активов выше в Юго-Восточной Азии и, наоборот, рентабельность капитала выше в Юго-Западной Азии.

Отдельно рассмотрим третий набор данных, включающий только компании из Китая и Гонконга. Здесь *ROA* = 3.6%, *ROE* = 5.4%. Прослеживается такая же тенденция в превышении рентабельности капитала над рентабельностью активов в 1.5 раза.

Теперь рассмотрим коэффициент *D/E* (коэффициент финансового рычага), имеющий нормативное значение 1–2 для средних компаний и может быть больше у крупных компаний. В странах Юго-Западной Азии рычаг составляет примерно 1.5, что вписывается в нормативное значение. Однако в странах Юго-Восточной Азии среднее значение финансового рычага равно 3.86, что превышает норму. Но если обратить внимание на общие активы, становится ясно, что в выборке из Юго-Восточной Азии преобладают крупные компании. В Китае и Гонконге среднее значение финансового рычага больше 14, т.е. компании больше берут в долг, чем

используют собственные средства. Здесь стоит отметить, что данные представлены за последние пять лет, три года из которых длилась пандемия коронавируса COVID-19, которая больше всего ударила по экономике Китая, так как там были введены жесточайшие ограничения и карантин. Все запреты правительство Китая сняло лишь в начале 2023 г. Поэтому компании, для того чтобы выжить в условиях ограничений, больше кредитовались и брали в долг. При этом сумма активов только в компаниях из Китая и Гонконга чуть больше, чем у всех компаний из Юго-Западной Азии.

Далее обратим внимание на переменные «прирост активов» и «прирост продаж». В среднем эти величины по Юго-Западной и Юго-Восточной Азии не сильно различаются. Другими словами, внутри обоих регионов прирост продаж чуть больше прироста активов. Это говорит о том, что возможно компании наращивают продажи за счет увеличения активов. Однако если сравнить два региона, то становится ясно, что прирост продаж в Юго-Западной Азии превышает аналогичный показатель в Юго-Восточной Азии почти в 2 раза (25.75 против 12.62%). Этот феномен можно снова объяснить ковидными ограничениями Китая и вообще Юго-Восточной Азии. В Юго-Западной Азии эти ограничения сняли еще в середине 2022 г.

Интересно в таком разрезе посмотреть на набор данных из Китая и Гонконга. Так, средний прирост выручки составил 21.6%, однако средний прирост активов ушел в минус и равен -0.9, т.е. многие компании распродавали свои активы или банкротились.

## Результаты проверки гипотез

Итак, проверим гипотезу 1, согласно которой влияние ESG-показателей на финансовые результаты будет положительным в обоих регионах Азии. Для двух наборов данных из Юго-Западной и Юго-Восточной Азии построим по три регрессии – для ROE, ROA и P/B. Так как это панельные данные, то следует провести тесты на точность отбора данных, а именно, на мультиколлинеарность и гетероскедастичность.

Для начала стоит решить, какую модель использовать для Юго-Западной Азии: модель со случайным или с фиксированным эффектом. Для этого сравним модели по трем спецификациям со сквозной регрессией, используя три теста: тест Вальда для регрессионной модели с фиксированными эффектами, тест Бройша – Пэгана для модели со случайными эффектами и тест Хаусмана для сравнения двух регрессий – со случайными и с фиксированными эффектами.

Тест Хаусмана показал, что лучше использовать модели со случайным эффектом в двух спецификациях: с ROA и ROE. При этом основная гипотеза не отвергается, так как  $p$ -уровень  $> 0.01$ . В третьей спецификации с мультипликатором P/B лучше использовать модель с фиксированными переменными, так как  $p$ -value = 0. Для нее был проведен модифицированный тест Вальда, который выявил гетероскедастичность. Тест Бройша – Пэгана по трем моделям показал, что в двух моделях с ROA и с ROE лучше использовать модель со случайными эффектами, чем сквозную регрессию, а в третьей модели с P/B – модель с фиксированными эффектами. Следовательно, в данных присутствует неоднородность наблюдений, т.е. гетероскедастичность. Это недостаток данных, собранных вручную.

Для трех спецификаций были проведены тесты *vif* на мультиколлинеарность, которые показали ее отсутствие между переменными. Тест на автокорреляцию также показал ее отсутствие в спецификациях модели.

**Таблица 2.** Результаты регрессии по данным из Юго-Западной Азии

Переменная	ROA	ROE	P/B
ESG_score_SP	0.006955	0.0055647	-0.0113683
Sales_growth	0.0030538	0.0030065	-0.0027773
Ln_assets	-0.2523723	-0.1743416	-0.3946621
Ln_Debt_to_eq	-0.017689	-0.0160256	0.130985
Asset_growth	0.0004874	0.0003273	-0.0003442
_cons	4.879144	4.123832	7.553831
Допустимое значение p-value			
ESG_score_SP	0.008	0.048	0.000
Sales_growth	0.000	0.000	0.000
Ln_assets	0.000	0.001	0.000

Переменная	ROA	ROE	P/B
Ln_Debt_to_eq	0.449	0.524	0.043
Asset_growth	0.404	0.599	0.336
_cons	0.000	0.000	0.000
R-squared			
Within	0.1017	0.0927	0.3462
Between	0.2596	0.1188	0.1155
Overall	0.2263	0.1128	0.1439

Источник: расчеты в STATA.

Теперь оценим результаты получившихся регрессий (Таблица 2). Переменная ESG-показателей во всех трех спецификациях оказалась значимой, в отличие от переменных финансового рычага и прироста активов. Можно увидеть, что ESG-рейтинг влияет положительно на ROA, ROE, но отрицательно на P/B. И хотя это влияние незначительно (всего 0.007 и 0.0055), оно все-таки присутствует, а значит, гипотеза 1 может быть подтверждена частично.

Что касается других переменных, то прирост продаж предсказуемо влияет положительно на рентабельность, но отрицательно на соотношение цены и балансовой стоимости акций (однако это влияние незначительно – около 1%). Зависимость от логарифма активов, т.е. размера компании, отрицательна во всех трех спецификациях. Это значит, что чем больше компания, тем меньше у нее активов (как оборотных, так и внеоборотных), тем меньше ее рентабельность. Это вполне применимо к большим компаниям, данные о которых были нами собраны. Чтобы увеличивалась рентабельность, нужно повышать прибыль или оборачиваемость активов, а не их величину.

Отметим также, что во всех спецификациях модели коэффициент детерминации  $R^2$  невелик. Это связано с ненормированными данными, так как компании отбирались вручную. В лучшей из спецификаций  $R^2 = 0.25$ . Это значит, что всего 25% дисперсии финансовых результатов компании объясняется моделью, однако цель данного исследования установить взаимосвязь двух факторов: ESG-показателей и финансовых показателей. И она установлена.

Вывод: в Юго-Западной Азии частично подтверждается гипотеза о положительном влиянии ESG-показателей на финансовую эффективность компаний. При этом ESG-рейтинг положительно влияет на коэффициенты рентабельности и отрицательно на соотношение рыночной и балансовой цены акции.

Теперь рассмотрим компании Юго-Восточной Азии (Таблица 3). Аналогично с предыдущим пунктом анализа были проведены тесты на выбор модели со случайными или фиксированными эффектами. Абсолютно так же, как и в случае с Юго-Западной Азией, были выбраны модели со случайными эффектами для спецификаций с ROA, ROE и модель с фиксированными эффектами для P/B, мультиколлинеарность по тесту *vif* найдена не была, гетероскедастичность также присутствовала в этих данных, автокорреляция не наблюдалась. Для модели с фиксированными эффектами было применено робастное преобразование, которое снижает  $p$ -value, но не отображается на коэффициентах.

Таблица 3. Результаты регрессии по данным из Юго-Восточной Азии

Переменная	ROA	ROE	P/B
ESG_score_SP	-0.0056281	-0.0045036	-0.0029694
Sales_growth	0.0067906	0.0070549	-0.0013241
Ln_assets	-0.0201658	-0.0251241	0.000559
Ln_Debt_to_eq	-0.0526155	-0.0509342	0.0042058
Asset_growth	0.0026339	0.0023344	0.0012329
_cons	1.610765	1.900533	0.6292191
Допустимое значение p-value			
ESG_score_SP	0.002	0.015	0.012
Sales_growth	0.000	0.000	0.398
Ln_assets	0.154	0.078	0.938
Ln_Debt_to_eq	0.033	0.044	0.917
Asset_growth	0.034	0.062	0.420
_cons	0.000	0.000	0.000
R-squared			
Within	0.2093	0.2170	0.0305
Between	0.1142	0.1140	0.0036
Overall	0.1342	0.1303	0.0001

Источник: расчеты в STATA.

Во всех трех случаях влияние ESG-показателей на финансовые показатели оказалось отрицательным (коэффициенты  $-0.0056$ ,  $-0.004$ ,  $-0.0029$ ). То есть чем выше ESG-рейтинг компании, тем меньше она будет зарабатывать прибыли. Возможно, это связано с тем, что в развитии ESG-принципов надо вкладывать больше средств, а это отображается на рентабельности предприятия. Что касается остальных переменных, то в третьей спецификации статистически незначимые коэффициенты прироста активов и продаж, финансового рычага, а также логарифма общих активов, т.е. размер компании. Общая значимость модели  $R^2$  также невысока, что уже было объяснено выше. Итак, в Юго-Восточной Азии гипотеза 1 не подтверждается. Другими словами, на азиатском рынке рейтинг S&P ESG Global отрицательно влияет на финансовые результаты компаний.

Таким образом, в Юго-Западной Азии гипотеза частично подтвердилась, а в Юго-Восточной Азии она была полностью отклонена. Этот результат показывает разницу между принципами ведения бизнеса в Юго-Западной и Юго-Восточной Азии. Если в Юго-Западной Азии участие в таких рейтингах помогает компании привлечь новые инвестиции, а также повышает рентабельность (как было наглядно показано выше), то в Юго-Восточной Азии получается наоборот: чем выше рейтинг S&P, тем менее компания будет рентабельна. И хотя это влияние совсем малое, но все-таки оно присутствует. Если в Юго-Западной Азии (Саудовской

Аравии, Турции, Израиле) участие в рейтинге S&P ESG Global и получение в нем больших баллов выгодно для компании, это поможет ей стать более привлекательной и конкурентноспособной, то в странах Юго-Восточной Азии (Малайзия, Сингапур, Китай, Гонконг) получение высоких баллов в рейтинге S&P наоборот уменьшит рентабельность и возможно отпугнет инвесторов.

Для того чтобы понять, выгодно ли восточноазиатским компаниям вообще стремиться к ESG-повестке, попробуем с помощью такой же регрессии оценить набор данных только из Китая и Гонконга (108 компаний) с использованием рейтинга SynTao, потому что он более-менее похож по методологии оценивания на S&P. Сначала проведем тесты, как мы сделали с предыдущими наборами данных.

Для спецификаций ROA и ROE тесты показали, что лучше брать модель со случайным эффектом, а в спецификации P/B – модель с фиксированным эффектом. Как и в других наборах данных, здесь есть гетероскедастичность, которая была проверена по модифицированному тесту Вальда. Однако в этом наборе данных присутствует мультиколлинеарность. По тесту *vif* значения у переменных *ESG\_score\_Syntao* и *Ln\_assets* наблюдается сильно раздутая дисперсия (значения больше 20). Поэтому было решено не учитывать переменную *Ln\_assets* в модели. По матрице корреляций Пирсона можно увидеть, что коэффициент корреляции между двумя этими параметрами положительный и боль-

ше 0.5, а это показывает существенную взаимосвязь. Исходя из этого можно сказать, что чем больше размер компании, тем выше рейтинг.

Результаты регрессии на примере Китая и Гонконга с применением рейтинга SynTao представлены в Таблице 4.

**Таблица 4.** Результаты регрессии на примере Китая и Гонконга с применением рейтинга SynTao

Переменная	ROA	ROE	P/B
ESG_score_SynTao	-0.1218916	-0.0985843	-0.046679
Sales_growth	0.0176976	0.1792735	-0.0024066
Assets_growth	0.1111184	0.1272014	0.0247313
Ln_Debt_to_eq	-0.0405298	-0.0196879	-0.00475
_cons	-2.189225	-2.046264	1.182562
Допустимое значение p-value			
ESG_score_SynTao	0.023	0.054	0.025
Sales_growth	0.856	0.015	0.915
Assets_growth	0.466	0.366	0.630
Ln_Debt_to_eq	0.401	0.676	0.830
_cons	0.000	0.000	0.000
R-squared			
Within	0.0004	0.0104	0.0098
Between	0.0821	0.0556	0.1382
Overall	0.0315	0.0281	0.1095

Источник: расчет в STATA.

Из Таблицы 4 видно, что в каждой спецификации ESG-рейтинг значим на разных уровнях доверия. В спецификации с ROA и P/B уровень значимости входит в доверительный интервал 5%, а в спецификации с ROE приемлем уровень доверия 10%. При этом влияние на ROA, ROE, P/B ESG-рейтинга отрицательное, как в случае с рейтингом S&P. Остальные переменные в этой модели статистически незначимы. Лишь только прирост продаж дает прирост ROE в 0.179 раза. Но это предсказуемо, поскольку рентабельность капитала напрямую связана с выручкой компании.

Таким образом, результаты этой модели подтверждают выводы по рейтингу S&P об отрицательном влиянии ESG-рейтинга на финансовые результаты компании. В восточноазиатских странах компаниям невыгодно вкладывать

силы в развитие ESG-принципов и участвовать в ESG-рейтингах. Возможно, для компаний это связано с большими издержками, поэтому для них проще отказаться от выполнения ESG-принципов и участия в рейтинговой оценке как международных, так и локальных агентств.

Теперь проверим гипотезу 2, что в одном из проверяемых регионов влияние каких-либо ESG-факторов на финансовые результаты компании будет более выражено, чем в другом регионе. Для проверки этой гипотезы обратимся к двум подвыборкам из тех же данных. Так как расширенные ESG-рейтинги по отдельным факторам имеются только за 2022 г., то в новые выборки попадут всего 99 наблюдений из Юго-Западной Азии и 100 наблюдений из Юго-Восточной Азии.

**Таблица 5.** Описательные статистики переменных двух регионов за 2022 г.

Переменная	Количество наблюдений		Среднее		Стандартное отклонение	
	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия
ID	99	100	50	50.5	28.72281	29.01149
Company	0	0				
Country	0	0				

Переменная	Количество наблюдений		Среднее		Стандартное отклонение	
	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия
Industry	0	0				
Year	99	100	2022	2022	0	0
ROA	99	100	5.606566	5.75	5.817006	7.131662
Ln_ROA	99	100	1.380442	1.272211	1.015046	0.9170197
ROE	99	100	8.799596	14.84	10.01262	14.84943
Ln_ROE	99	100	1.759904	1.471442	1.05349	0.9786752
P_to_B	99	100	3.724949	2.915	4.338663	5.558312
Ln_P_to_B	99	100	0.9352828	0.4506	0.9469385	0.9947984
Sales_growth	99	100	47.74141	16.956	74.5861	31.04795
ESG_score_SP	99	100	20.79798	31.45	18.07128	18.61539
Ln_assets	99	100	15.20302	14.9808	1.283856	2.123766
Total_assets	99	100	9,976,050	9,191,453	1.90e+07	1.31e+07
Total_assets	99	100	9,976.05	9,191.453	19,032.32	13,119.11
D_to_E	99	100	1.107545	1.348279	1.565311	1.850767
Ln_Debt_to~q	99	100	-0.6333232	-0.477865	1.671484	1.823456
Asset_growth	99	100	26.50242	7.40825	36.01511	14.24616
E	99	100	18.63636	30.8	21.32903	19.61344
S	99	100	21.71717	37.48	18.05436	34.60264
G	99	100	23.52525	35.31	15.0532	16.1074

Переменная	Minimum		Maximum	
	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия
ID	1	1	99	100
Company				
Country				
Industry				
Year	2022	2022	2022	2022
ROA	-9.34	-7.61	27.38	43.91
Ln_ROA	-1.89712	-0.5276327	3.309813	3.782142
ROE	-17.43	-68	48	98.82
Ln_ROE	-1.049822	-0.4004776	3.871201	4.59
P_to_B	-16.65	0	20.45	44.83
Ln_P_to_B	-1.609	-1.43	3.018	3.8
Sales_growth	-83.2	-65.94	453.1	120.85
ESG_score_SP	1	1	66	79
Ln_assets	15.2	10	18,679	17.92
Total_assets	141,510	43,243.2	1.29e+08	6.04+07

Переменная Регион	Minimum		Maximum	
	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия	Юго-Западная Азия	Юго-Восточная Азия
Total_assets	141.51	43.2432	129,459.6	60,400
D_to_E	-4.294	0	9.821	9.93
Ln_Debt_to~q	-7.059	-7.418581	2.285	2.29556
Asset_growth	-14.63	-25.18	139.04	59.02
E	0	0	74	87
S	0	1	65	84
G	5	6	69	75

Источник: расчет в STATA.

Сначала рассмотрим описательные статистики переменных для двух регионов (Таблица 5). Средний ROA в Юго-Западной Азии положителен и равен 5.6%, ROE – 8.79%, в Юго-Восточной Азии ROA равен 5.75%, ROE – 14.84%. Превышение ROE над ROA – это хороший признак конкурентоспособности, так как компания использует средства собственного капитала и заемный капитал. Превышение ROE над ROA почти в 3 раза в странах Юго-Восточной Азии связано с более широким кредитованием этих компаний в сравнении со странами Юго-Западной Азии, скорее всего обусловленным ковидными ограничениями 2022 г. Об этом говорит и средний прирост продаж за 2022 г. в Юго-Западной Азии на 47%, а в Юго-Восточной Азии – всего на 16%.

Соотношение долга и капитала в обоих регионах приемлемое: 1.1 и 1.34 соответственно. Средний прирост активов в Юго-Западной Азии – 26%, а в Юго-Восточной Азии – всего 7.4%. Впрочем, стоит отметить, что в среднем оценки по факторам E, S, G ниже в Юго-Западной Азии (18–23), чем в Юго-Восточной (30–35).

Приступим к оценке регрессий для этих двух регионов. При построении регрессии для Юго-Западной Азии выяснилось, что при проведении *vif*-теста значения по трем переменным E, S, G превышают допустимые 5 пунктов, т.е. наблюдается мультиколлинеарность. В связи с этим можно построить корреляционную матрицу Пирсона и убедиться, что корреляция этих факторов превышает 0.8 и 0.9 пункта, что очень значительно и указывает на прямую взаимосвязь между этими факторами: чем больше, например, факторы S и G, тем больше фактор E. Поэтому данные переменные нельзя назвать независимыми, какими они должны быть по определению и методологии рейтинга S&P ESG Global.

Так как цель данного исследования изучить влияние трех переменных на финансовые результаты, то построим регрессию по каждому из этих факторов для трех финансовых коэффициентов. Поскольку в модели результаты остальных переменных оказываются незначимыми, то мы можем их не учитывать. На 10%-м уровне доверия E положительно влияет на ROA и P/B. Влияние описывается коэффициентами 0.0079 и 0.0076. На 10%-м уровне доверия также можно увидеть влияние фактора S на P/B (коэффициент влияния 0.01). На 5%-м уровне доверия фактор S положительно влияет на P/B (0.012). Это значит, что факторы E, S и G оказывают хотя и незначительное, но все же положительное влияние на финансовые показатели.

При построении регрессии по данным из Юго-Восточной Азии мультиколлинеарность не обнаружена. Тесты Бройша–Пэгана и Уайта на гетероскедастичность были проведены

и показали, что нулевая гипотеза о гомоскедастичности не отвергается,  $p\text{-value} > 0.05$ . Значит, в данных отсутствует гетероскедастичность. Однако все коэффициенты в регрессии незначимы. Даже если попробовать построить отдельные парные регрессии, то отдельные факторы E, S, G опять оказываются незначимыми. Таким образом, они не влияют по отдельности на зависимые переменные, а только вместе, в составе общего ESG-рейтинга.

Следовательно, гипотеза 2 о различной зависимости финансовых результатов в двух регионах от отдельных ESG-факторов подтверждается. Таким образом, в Юго-Западной Азии в таких странах, как Турция, Израиль и Саудовская Аравия, факторы E, S и G положительно влияют на ROA и P/B. В странах Юго-Восточной Азии, таких как Китай или Малайзия, эти факторы не оказывают никакого влияния на финансовую эффективность компаний. Возможно, такой результат связан с особенностями исторического, культурного и социального развития регионов. В Юго-Западной Азии уже давно задумываются о влиянии выбросов, загрязнений и экологии. В Юго-Восточной Азии тренд на осознанное потребление ресурсов и ESG-рейтинги были введены сравнительно недавно, что и объясняет такую разницу во влиянии ESG-рейтингов на результативность компании.

## Заключение

Настоящая статья посвящена изучению влияния ESG-рейтингов на финансовые результаты компаний из Азиатского региона. Цель данной работы – выявить с учетом исторических и социально-культурных предпосылок развития регионов влияние ESG-рейтингов на коэффициенты финансовой эффективности компании: рентабельность активов, капитала и отношение текущей рыночной капитализации компании к ее балансовой стоимости.

Статья начинается с теоретического обоснования проблемы развития ESG-рейтингов в Азиатском регионе и анализа существующих научных публикаций об ESG-показателях и рейтингах.

На основании изучения публикаций были выдвинуты две гипотезы для эмпирического исследования. Данные для него собирались вручную, выборка составила 276 компаний из двух регионов: Юго-Западной Азии (Турция, Израиль, Саудовская Аравия) и Юго-Восточной Азии (Китай, Гонконг, Сингапур, Малайзия). Был охвачен временной промежуток в пять лет: с 2018 по 2022 г. Информация собиралась из бухгалтерской отчетности компаний, а также двух рейтинговых агентств: международного S&P и локального китайского рейтингового агентства SynTao.

Практическая часть данного исследования проводилась с помощью программного обеспечения STATA, оценивались две регрессии: панельных данных и данных за один год. Зависимыми переменными в этом исследовании выступали коэффициенты *ROE*, *ROA*, *P/B* в логарифмическом виде, независимыми переменными были данные по ESG-рейтингам, отдельные факторы *E*, *S*, *G*, а также показатели прироста активов, продаж, коэффициент финансового рычага, логарифм совокупных активов в качестве переменной размера компании. Всего было исследовано 15 различных спецификаций моделей для двух гипотез. В некоторых спецификациях мы исключили коллинеарные элементы.

В гипотезах и регрессионных спецификациях были использованы модели со случайными и фиксированными эффектами, проводились тесты на выбор лучшей модели, при этом делалась поправка на гетероскедастичность данных.

При проверке гипотезы 1 о положительном влиянии ESG-рейтинга на финансовые результаты компаний в обоих азиатских регионах выяснилось, что гипотеза подтверждается только частично. Положительное влияние наблюдается в Юго-Западной Азии, а в Юго-Восточной Азии были найдены отрицательные эффекты от ESG-рейтинга, как от глобального, так и от местного.

Гипотеза 2 о различном влиянии отдельных факторов *E*, *S*, *G* полностью подтвердилась. В западных регионах Азии было выявлено положительное влияние отдельных факторов на некоторые коэффициенты финансовой эффективности, в восточных регионах влияние отдельных факторов отсутствует, а значит, компании из Юго-Западной Азии более чувствительны к изменению ESG-повестки в мире, чем компании из Юго-Восточной Азии.

## Список литературы

- Alareeni B.A., Hamdan A. ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance (Bingley)*. 2020;20(7):1409–1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Aboud A., Diab A. The financial and market consequences of environmental, social and governance ratings: The implications of recent political volatility in Egypt. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. 2019;10(3):498–520. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-06-2018-0167>
- Aureli S., Gigli S., Medei R., Supino E. The value relevance of environmental, social, and governance disclosure: Evidence from Dow Jones Sustainability World Index listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 2020;27(1):43–52. <https://doi.org/10.1002/csr.1772>
- Yu E.P., Guo C.Q., Luu B.V. Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*. 2018;27(7):987–1004. <https://doi.org/10.1002/bse.2047>
- Yu E.P., Luu B.V., Chen C.H. Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*. 2020;52:101192. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101192>
- Brogi M., Lagasio V. Environmental, social, and governance and company profitability: Are financial intermediaries different? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 2019;26(3):576–587. <https://doi.org/10.1002/csr.1704>
- Minutolo M.C., Kristjanpoller W.D., Stakeley J. Exploring environmental, social, and governance disclosure effects on the S&P 500 financial performance. *Business Strategy and the Environment*. 2019;28(6):1083–1095. <https://doi.org/10.1002/bse.2303>
- Wang K.T., Kartika F., Wang W.W., et al. Corporate social responsibility, investor protection, and the cost of equity: Evidence from East Asia. *Emerging Markets Review*. 2021;47:100801. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100801>
- Chouaibi S., Chouaibi J., Rossi M. ESG and corporate financial performance: the mediating role of green innovation: UK common law versus Germany civil law. *EuroMed Journal of Business*. 2022;17(1):46–71. <https://doi.org/10.1108/EMJB-09-2020-0101>
- Tamimi N., Sebastianelli R. Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores. *Management Decision*. 2017;55(8):1660–1680. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2017-0018>
- Eliwa Y., Aboud A., Saleh A. ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*. 2021;79:102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Albitar K., Hussainey K., Kolade N., et al. ESG disclosure and firm performance before and after IR: The moderating role of governance mechanisms. *International Journal of Accounting and Information Management*. 2020;28(3):429–444. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-09-2019-0108>
- Landi G., Sciarelli M. Towards a more ethical market: the impact of ESG rating on corporate financial performance. *Social Responsibility Journal*. 2019;15(1):11–27. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0254>
- Ng A.C., Rezaee Z. Business Sustainability Performance and Cost of Equity Capital (2015). *SSRN Electronic Journal*. 2018. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3148611>
- Ng A. C., Rezaee Z. Business sustainability factors and stock price informativeness. *Journal of Corporate Finance*. 2020;64:101688. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101688>
- Xie J., Nozawa W., Yagi M., et al. Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*. 2019;28(2):286–300. <https://doi.org/10.1002/bse.2224>
- Hamrouni A., Boussaada R., Toumi N.B.F. Corporate social responsibility disclosure and debt financing. *Journal of Applied Accounting Research*. 2019;20(4):394–415. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2018-0020>

18. Hamrouni A., Uyar A., Boussaada R. Are corporate social responsibility disclosures relevant for lenders? Empirical evidence from France. *Management Decision*. 2020;58(2):267–279. <https://doi.org/10.1108/MD-06-2019-0757>
19. Hussain N., Rigoni U., Cavezzali E. Does it pay to be sustainable? Looking inside the black box of the relationship between sustainability performance and financial performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. 2018;25 (6):1198 –1211. <https://doi.org/10.1002/csr.1631>
20. Broadstock D.C., Chan K., Cheng L.T.W., et al. The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*. 2021;38:101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
21. Weber O. Environmental, social and governance reporting in China. *Business Strategy and the Environment*. 2014;23(5):303–317. <https://doi.org/10.1002/bse.1785>
22. Li S., Yin P., Liu S. Evaluation of ESG Ratings for Chinese Listed Companies from the Perspective of Stock Price Crash Risk. *Frontiers in Environmental Science*. 2022;10: 933639. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2022.933639>
23. Mulchandani K., Mulchandani K., Iyer G., et al. Do Equity Investors Care about Environment, Social and Governance (ESG) Disclosure Performance? Evidence from India. *Global Business Review*. 2022;23(6):1336–1352. <https://doi.org/10.1177/09721509221129910>

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

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

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



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

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



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

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

## Аннотация

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

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

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

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

## Введение

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

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

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

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

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

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

## Обзор литературы

### Понятие и концепт инклюзивного роста

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Рисунок 1.** Соответствие ЦУР компонентам ESG



*Источник:* составлено авторами на основе [7].

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

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

Рисунок 2. ЦУР в секторе «Металлы и добыча»

## ЦУР в секторе «Металлы и добыча»



## Соответствие ЦУР компонентам ESG



Источник: составлено авторами.

Стратегии инклюзивного роста и характеристики компании, следующей стратегиям инклюзивного роста

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

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

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

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

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

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

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

*Взаимосвязь инклюзивного роста и особенностей политики финансирования компании*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Методология исследования

### Показатели оценки следования компаниями стратегиям инклюзивного роста

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

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

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

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

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

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

Ко второму направлению отнесены другие компоненты Refinitiv ESG Score:

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

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

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

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

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

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

### Постановка гипотез исследования

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

операционного рисков, что ведет к высоким уровням кредитного рейтинга.

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

## Описание переменных

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

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

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

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

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

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

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

Кроме того, были использованы следующие контрольные переменные:

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

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

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

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

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

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

## Эмпирическое исследование: эконометрика

### Выборка для исследования

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

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

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

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

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

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

## Результаты исследования

*Анализ взаимосвязи показателей инклюзивного роста и уровня левериджа (H1)*

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

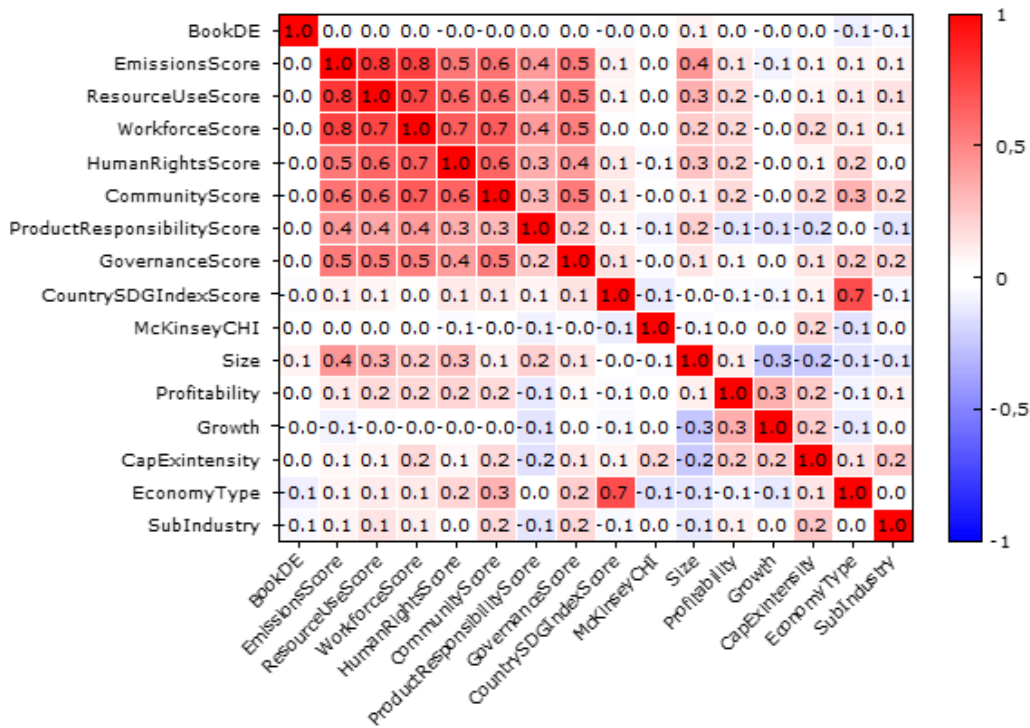
Согласно методу инфляционных факторов, существенная мультиколлинеарность в данных отсутствует. Оптимальная модель для анализа была выбрана посредством теста на спецификацию панели (Таблица 1).

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

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

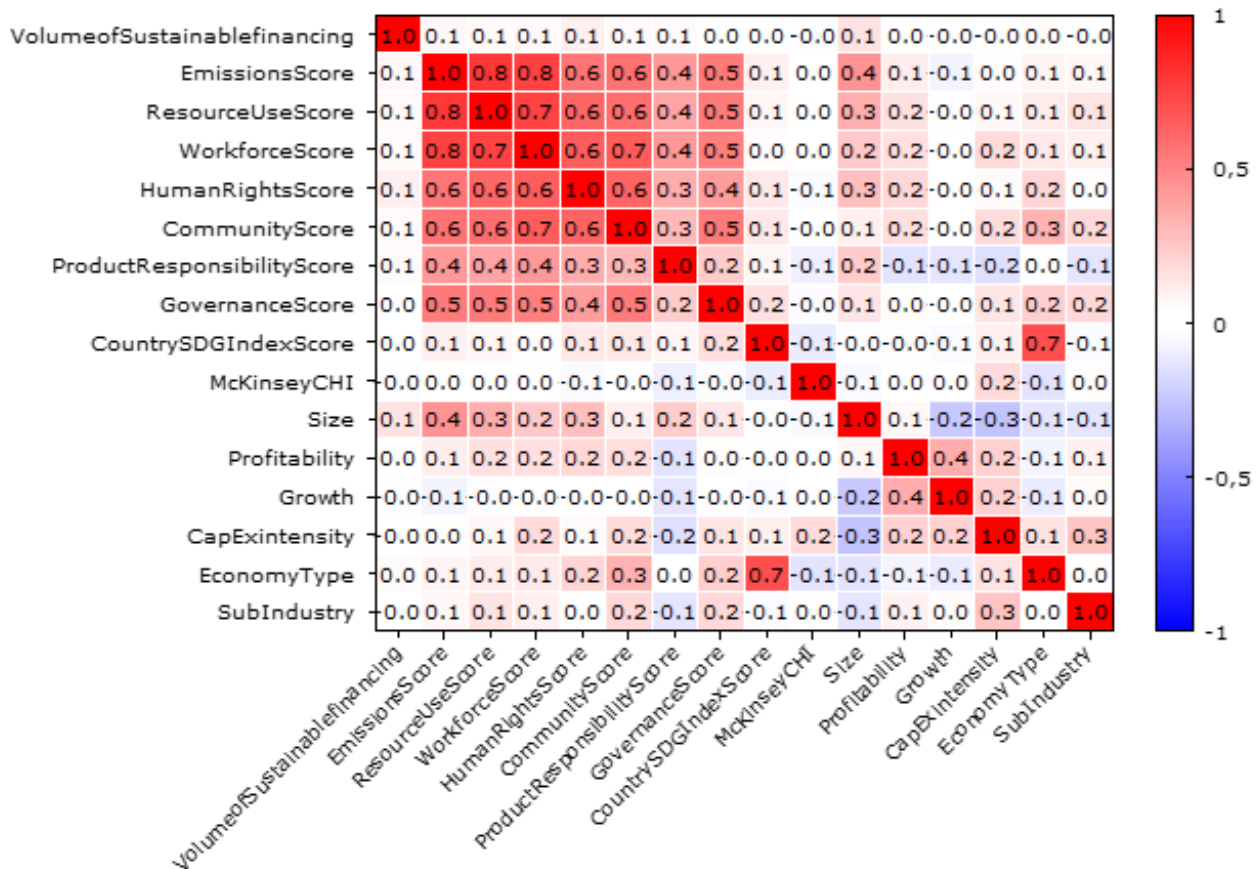


Рисунок 3. Корреляционная матрица (для гипотезы H1)



Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

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



Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

Таблица 1. Спецификация панели (для гипотезы H1)

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

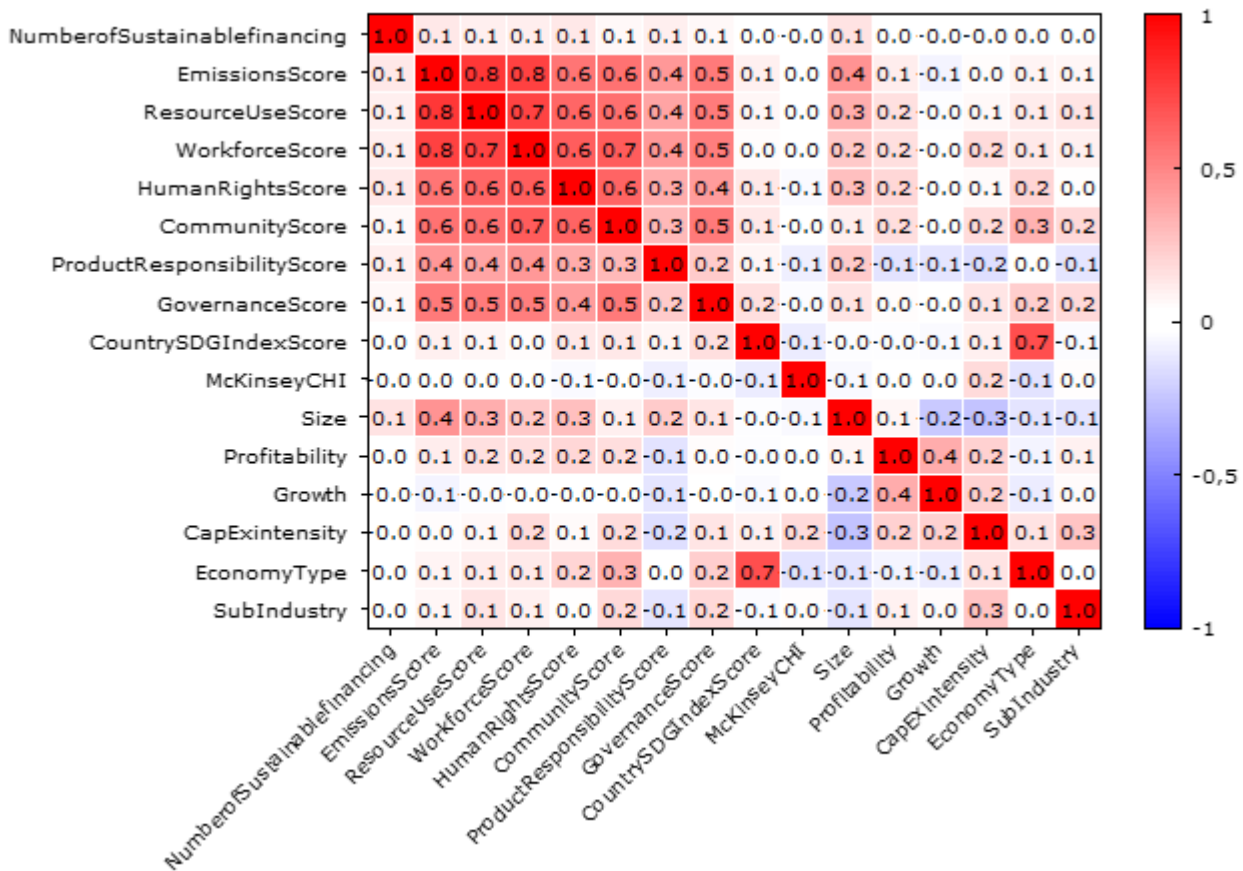
Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

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

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

Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

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



Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

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

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

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

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

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

Зависимой переменной в данной модели является количество выпусков инструментов устойчивого финансирования

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

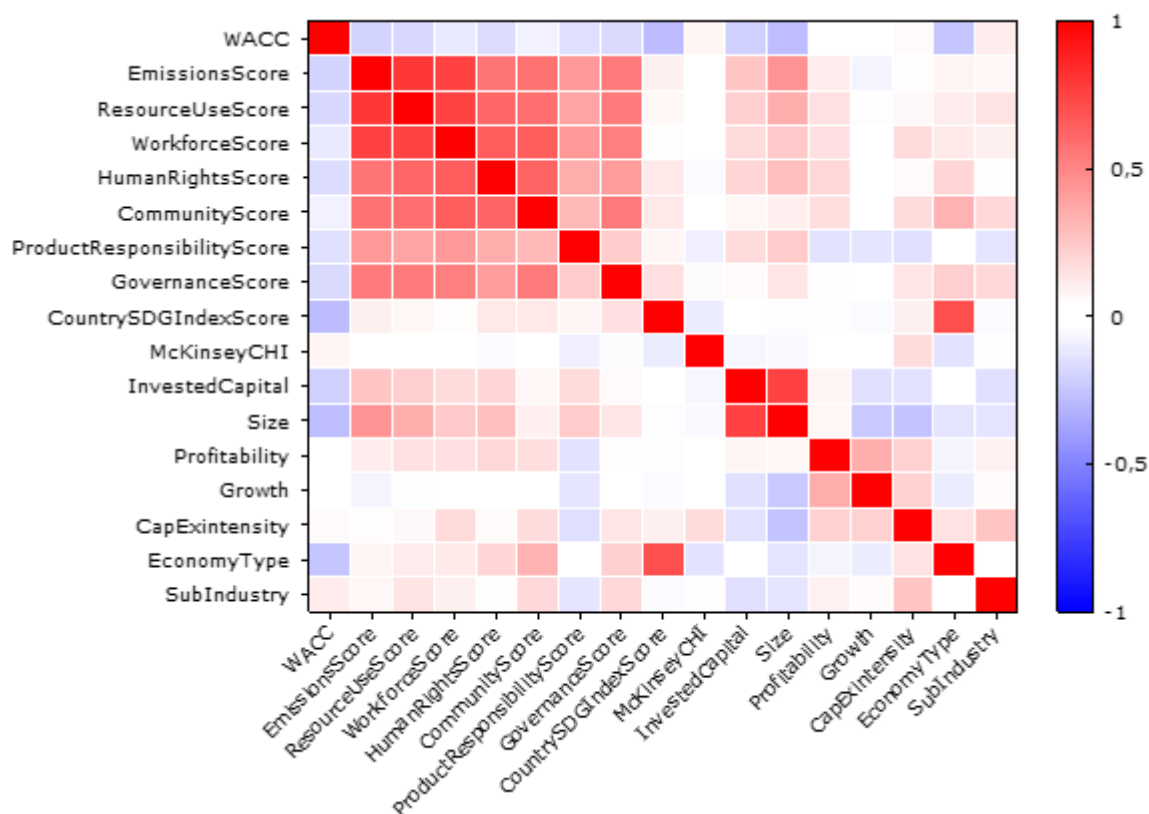
Для проверки отсутствия мультиколлинеарности была построена корреляционная матрица (Рисунок 5).

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

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

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

Рисунок 6. Корреляционная матрица (для гипотезы H3)



Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

Таблица 3. Спецификация панели (для гипотезы Н3)

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

Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

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

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

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

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

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

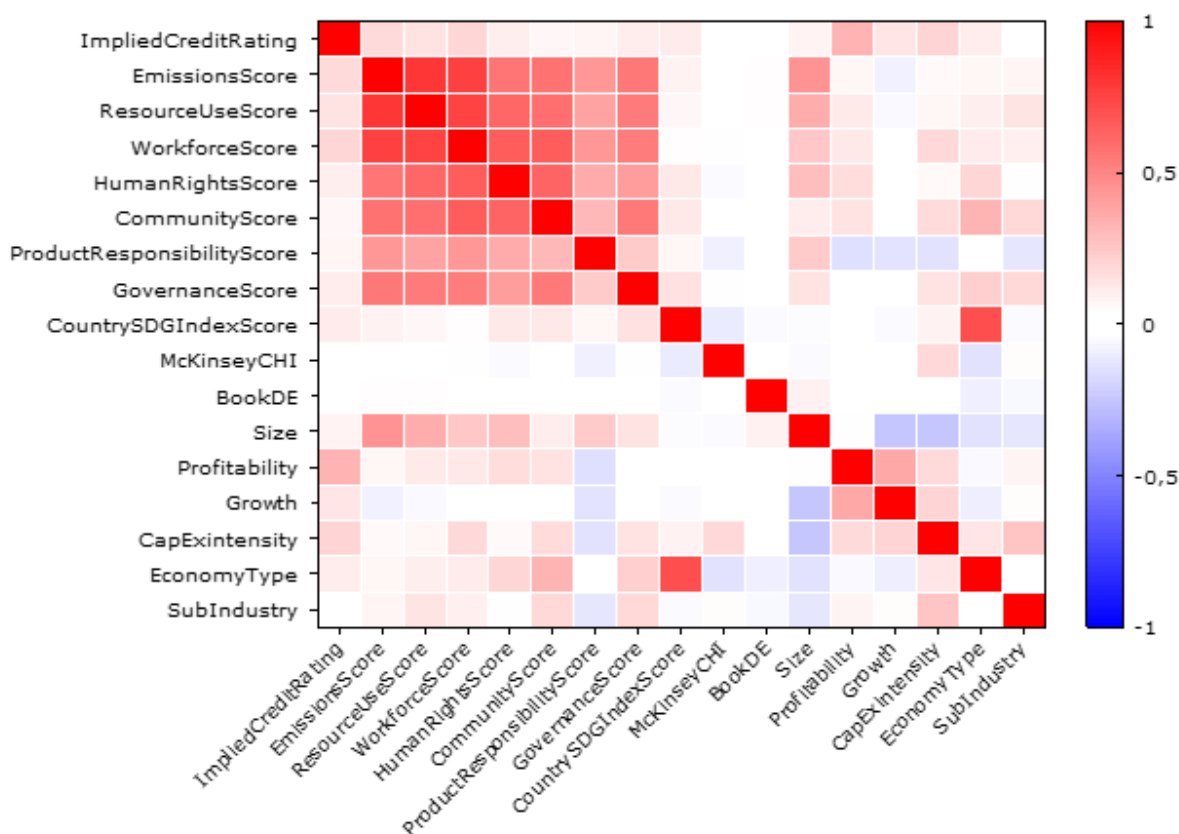
Анализ взаимосвязи показателей инклюзивного роста и уровня кредитного рейтинга (H4)

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

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

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

Рисунок 7. Корреляционная матрица (для гипотезы H4)



Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

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

### Интерпретация результатов

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

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

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

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

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

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

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

Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Эмпирическое исследование: кейс-метод

### Отбор компаний для анализа

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

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

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

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

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

### Анализ компании Anglo American Plc

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

*Инклюзивный рост*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*Взаимосвязь показателей инклюзивного роста и политики финансирования*

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Анализ компании Vale S.A.

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

### Инклюзивный рост

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

*Взаимосвязь показателей инклюзивного роста и политики финансирования*

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

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

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

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

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

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

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

## Анализ компании ПАО «ГМК «Норильский никель»»

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

### *Инклюзивный рост*

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### *Взаимосвязь показателей инклюзивного роста и политики финансирования*

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

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

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

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

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

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

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

## Заключение

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

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

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

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

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

области улучшения прав человека, повышения качества жизни местных сообществ, а также являющихся менее «дальнозоркими», характерен низкий уровень кредитного рейтинга.

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

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

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

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

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

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

стоимость капитала, диверсифицировать источники финансирования.

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

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

## Список литературы

1. Ali H., Son H.H. Measuring Inclusive Growth. *Asian Development Review*. 2007;24(1):11-31. <https://doi.org/10.1142/S0116110507000024>
2. OECD. *All on Board: Making Inclusive Growth Happen*. Paris: OECD Publishing; 2015. 200 p. <https://doi.org/10.1787/9789264218512-en>
3. Eurasian Economic Commission, United Nations Conference on Trade and Development. *Inclusive growth of the Eurasian Economic Union Member States: assessments and opportunities*. 2019. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.30267.36649>
4. *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*. 2015. URL: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/21252030%20Agenda%20for%20Sustainable%20Development%20web.pdf> (accessed on 11.05.2023)
5. Tamimi B., Sebastianelli R. Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores. *Management Decision*. 2017;55(8):1660-1680. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2017-0018>
6. Arayssi M., Jizi M., Tabaja H.H. The impact of board composition on the level of ESG disclosures in GCC countries. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. 2020;11(1):137-161. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2018-0136>
7. Khaled R., Ali H., Mohamed E.K.A. The Sustainable Development Goals and corporate sustainability performance: Mapping, extent and determinants. *Journal of Cleaner Production*. 2021;311:127599. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.127599>
8. Bhattacharya A., Lang N., Hemerling J. *Beyond Great: Nine Strategies for Thriving in an Era of Social Tension, Economic Nationalism, and Technological Revolution*. PublicAffairs; 2020. 288 p.
9. Naciti V. Corporate governance and board of directors: The effect of a board composition on firm sustainability performance. *Journal of Cleaner Production*. 2019;237:117727. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.117727>
10. Cheng B., Ioannou I., Serafeim G. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*. 2014;35(1):1-23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
11. Benlemlih M. Corporate Social Responsibility and Firm Debt Maturity. *Journal of Business Ethics*. 2017;144:491-517. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2856-1>
12. Dimitropoulos P., Koronios K. Corporate Environmental Responsibility and Capital Structure. In: *Corporate Environmental Responsibility, Accounting and Corporate Finance in the EU*. Springer Nature; 2021. 265 p. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-72773-4\\_7](https://doi.org/10.1007/978-3-030-72773-4_7)
13. Villaron-Peramato O., Garcia-Sanchez I.M., Martinez-Ferrero J. Capital structure as a control mechanism of a CSR entrenchment strategy. *European Business Review*. 2018;30(3):340-371. <https://doi.org/10.1108/EBR-03-2017-0056>
14. Al Amosh H., Khatib S.F.A., Alkurdi A., et al. Capital structure decisions and environmental, social and governance performance: insights from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. 2022; Ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2021-0453>
15. Lindkvist L., Saric O. *Sustainability Performance and Capital Structure: An analysis of the relationship between ESG rating and debt ratio*. 2020. URL: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1447928/FULLTEXT01.pdf> (accessed on 11.05.2023)
16. El Ghouli S., Guedhami O., Kim H., et al. Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital: International Evidence. *Journal of Business Ethics*. 2018;149:335-361. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-3005-6>
17. Gianfrate G., Schoenmaker D., Wasama S. *Cost of Capital and Sustainability: A Literature Review*. 2018. URL: [https://www.rsm.nl/fileadmin/Faculty-Research/Centres/EPSCV/11\\_04\\_Cost\\_of\\_Capital.pdf](https://www.rsm.nl/fileadmin/Faculty-Research/Centres/EPSCV/11_04_Cost_of_Capital.pdf) (accessed on 11.05.2023)
18. Goncalves T.C., Dias J., Barros V. Sustainability Performance and the Cost of Capital. *International Journal of Financial Studies*. 2022;10(3):63. <https://doi.org/10.3390/ijfs10030063>
19. Dorfleitner G., Grebler J. The social and environmental drivers of corporate credit ratings: international evidence. *Business Research*. 2020;13(3):1343-1415. <https://doi.org/10.1007/s40685-020-00127-9>
20. Bannier C.E., Bofinger Y., Rock B. Corporate social responsibility and credit risk. *Finance Research Letters*. 2022;44:102052. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102052>
21. Li H., Zhang X., Zhao Y. ESG and Firm's Default Risk. *Finance Research Letters*. 2022;47(B):102713. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102713>





















## Приложения

### Приложение 1. Описательная статистика

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

Источник: рассчитано авторами на основе программы Gretl.

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

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

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

Источник: составлено авторами.

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

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

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

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.152-159>

JEL classification: G30, O32



# Инвестиции в ESG, инновационное развитие и финансовая результативность компаний

**Юрий Дранев**

PhD, ведущий научный сотрудник,

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Россия,

ydranev@hse.ru, [ORCID](#)

## Аннотация

В статье представлен анализ литературы, посвященной влиянию ESG-факторов на инновационную активность фирмы и финансовую эффективность исследований и разработок. С одной стороны, в современной экономике технологическое развитие лежит в основе экономического роста, а одним из основных индикаторов эффективности фирмы является эффективность затрат на инновации и, в частности, на R&D. С другой стороны, даже несмотря на то, что внедрение ESG-практик увеличивает возможности по привлечению капитала, расходы на поддержание ESG-проектов, напрямую не связанных с технологическим развитием, могут оказаться бременем и увеличить риски успешной реализации основных бизнес-процессов. Таким образом, компаниям следует с осторожностью подходить к выбору направлений для ESG-инвестиций и одновременно обеспечивать стабильные показатели инновационной деятельности. Современные академические исследования подтверждают, что инвестиции в ESG-проекты могут иметь как положительные, так и отрицательные последствия для эффективности инновационной деятельности. В то же время в настоящей работе подчеркивается, что тенденции последних лет, связанные с экономической турбулентностью, ростом дифференциации ESG-практик и отсутствием единых стандартов в области корпоративной социальной ответственности, усиливают именно негативное влияние высокой вовлеченности в ESG-проекты на эффективность инновационной деятельности.

**Ключевые слова:** ESG, корпоративная социальная ответственность, расходы на R&D, результативность инноваций, асимметрия информации, ESG-рейтинг

**Цитирование:** Dranev Y. (2023) Impact of ESG Activities on the Innovation Development and Financial Performance of Firms. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(3): 152-159. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.152-159>



## Введение

В последние десятилетия активность бизнеса по финансированию проектов в области ESG (экология, социальная ответственность, корпоративное управление) в мире существенно возросла. Рост корпоративной социальной ответственности существенно изменил логику, которой компании руководствуются при распределении ограниченных ресурсов – она все меньше соответствует стандартной предпосылке экономической науки о мотивах хозяйственной деятельности, которая, согласно цитате М. Фридмана, предполагает, что «социальная ответственность бизнеса заключается в увеличении его прибыли» [1]. Кардинальные изменения в методах и мотивах ведения бизнеса в последние десятилетия привлекают большое внимание со стороны исследователей и стали объектом широкой научной дискуссии. Целью данной работы является анализ области взаимоотношений между поддержкой ESG-проектов и инновационной активностью компании, а также выделения возможных рисков для эффективности НИОКР, вызванных растущей ролью ESG-повестки. Изначально распространение ESG часто связывали с преимуществами для бизнеса, включая положительное влияние на долгосрочные финансовые результаты и развитие НИОКР. Однако недавние работы чаще акцентируют внимание именно на опасениях относительно перспектив синергии между ESG и инновационной активностью.

Одним из ключевых вопросов для исследователей в области финансов является вклад инвестиций в ESG в стоимость фирмы: создает ли соответствие ESG-критериям дополнительную стоимость для инвесторов [2–4]. Реакция рынков на ESG-активы и причины роста ESG-инвестиций обсуждаются в первом разделе.

Аспекты экологической, социальной ответственности и корпоративного управления ESG-практик зачастую используют, чтобы отметить положительное влияние на эффективность инноваций компании [5; 6]. Однако различные авторы выявили возможность компромиссного выбора между социальной ответственностью и проектами НИОКР [7; 8]. Во втором разделе рассматривается литература, посвященная взаимоотношениям между ESG и инновациями и последствиям для эффективности НИОКР компании.

В то время как в целом экологические инновации и улучшения в области управления персоналом и практик социального управления считаются стимулами технологического развития, быстрое и зачастую неконтролируемое распространение ESG-повестки в конечном счете привело к росту асимметрии информации между бизнесом и различными стейкхолдерами и существенному увеличению числа ESG-проектов, которые являются больше формальными, чем содержательными, конечной целью которых больше выступает привлечение внимания (в частности так называемый *greenwashing*) [9; 10]. Таким образом, отсутствие единых стандартов в области ESG в сочетании с экономической турбулентностью создают дополнительные риски для синергии между ESG-деятельностью и технологическим развитием, что обсуждается в третьем разделе.

## ESG и финансовые результаты

В результате огромного роста рынка ESG-активов в сфере современных финансовых исследований возник важный вопрос: что является стимулом ESG-инвестиций? С

одной стороны, портфельная теория предполагает, что инвесторы рациональны и оптимизируют соотношение риск – доходность. Таким образом, поиск «зеленых» инвестиций следует мотивировать высокой доходностью, а разброс стратегий ESG-инвестирования превратил социальную ответственность инвесторов в погоню за прибылью [11]. Действительно, различные исследования показали, что ESG-активы зачастую не гарантируют более высокую доходность [3]. Анализ взаимных фондов собственного капитала на рынке США за 2004–2012 гг. зафиксировал финансовую отдачу от инвестиций, не имеющих отношения к социальной ответственности [12]. Анализ на уровне страны показывает, что вопросы экономической среды и финансовый стимул особенно важны в развивающихся странах, где часто пренебрегают ESG-асpekтами инвестирования [13]. С другой стороны, нематериальная выгода инвесторов прогнозирует следующий сценарий поведения (например, [14]): инвесторы готовы пожертвовать частью прибыли, если они являются серьезными сторонниками ESG-инвестиций [15]. Некоторые исследования отрицают положительную связь между результативностью ESG и рыночной доходностью. Например, Б. Ауэр и Ф. Шухмахер [16] обнаружили, что ESG-инвесторы в Азиатско-Тихоокеанском регионе и США достигали доходности рыночного уровня, в то время как на европейском рынке ESG-активы обычно показывают низкие результаты.

Несмотря на десятки лет, потраченных на исследования, все еще трудно предсказать реакцию рынка на новости касательно ESG. Некоторые авторы сосредоточились на анализе реакции рынка на появление новостей, связанных с ESG, и их влиянии на стоимость компании. Однако в то время, как в отрицательном воздействии плохих новостей присутствует определенная логика, связь между положительными новостями и результативностью деятельности компании остается неясной. П. Крюгер [17] собрал пакет данных из 2116 корпоративных событий, разделенных на негативные и положительные. Данный автор обнаружил, что рынок реагирует негативно как на хорошие, так и на плохие новости, связанные с социальной ответственностью, хотя эффект от положительных новостей меньше. Он объяснил негативный эффект положительных новостей агентской проблемой. Напротив, Дж. Капель-Бланкар и А. Пети [18] собрали пакет данных из 33 000 новостей по ESG, касающихся публичных компаний, и результаты эмпирического анализа показали, что негативные новости из СМИ снижают рыночную стоимость компании на 0.1%, а влияние положительных новостей было незначительным. Таким образом, «хорошее поведение» и стремление к социальной осознанности и экологической ответственности не приносят выгоды; однако рынок наказывает компании за «плохое поведение» [19]. В отличие от предыдущей литературы недавние исследования Дж. Серафима и А. Юна [20; 21] обнаружили, что положительные (негативные) новости приводят к положительной (отрицательной) реакции курса акций.

Несмотря на то, что эмпирическое исследование реакции рынка на ESG-деятельность компаний показало смешанные результаты, различные метаанализы объединили эмпирические исследования и пришли к выводу, что в целом социальная ответственность касательно рыночной стоимости и ESG-инвестирование могут быть связаны с более высокой доходностью по сравнению с традиционными инструментами (например, [4; 22; 23]). Компании с

высокой результативностью ESG могут иметь более высокую долгосрочную и краткосрочную прибыль (например, [24–26]), рентабельность активов [24; 27] и рентабельность собственного капитала [28]. В большей части эмпирической литературы также поддерживается мнение, что высокая ESG-результативность обычно связана с более низким риском и стоимостью капитала [2]. ESG-инвестирование оказывает косвенное влияние и выступает в роли маркетингового инструмента, повышая удовлетворенность клиента и спрос на продукцию компании [29]. Принимая во внимание выгоду, которую могут принести ESG-проекты, для руководства компании низкая ESG-результативность и негативное освещение в СМИ увеличивают вероятность увольнения генерального директора [30].

Следует также подчеркнуть, что быстрый рост ESG-активов не был ограничен ростом самого финансового рынка: наблюдались сдвиг в сторону ESG-инвестирования и отток средств из обычных активов. Например, в важном исследовании проанализировано влияние запуска рейтинга устойчивости Morningstar в сфере взаимных фондов в 2016 г. Естественный эксперимент показал статистически значимый рост притока средств в высокорейтинговые ESG-активы, при этом низкая устойчивость сопровождалась чистым оттоком средств [31].

Однако необходимо отметить, что реакция рынка на ESG-активы со временем может измениться. Если рассматривать одну из наиболее важных и стандартизированных ESG-практик – выпуск «зеленых» облигаций, то до недавнего времени «зеленые» облигации воспринимались отрицательно из-за более высоких затрат, меньшей прибыли и более высоких рисков [32; 33]. В качестве финансового инструмента «зеленая» облигация схожа с традиционными акциями, имеющими своей целью финансирование проектов в области окружающей среды. Однако, как показывают недавние исследования, ситуация меняется: индекс «зеленых» муниципальных облигаций немного обошел ближайший индекс S&P за 2014–2018 гг. на вторичном рынке, и существует потенциал для введения в будущем «зеленой» доплаты на первичном рынке [34].

## ESG и эффективность инноваций

В то время как в предыдущем разделе обсуждались ESG-влияние на финансовые результаты деятельности и создание стоимости, другой важной темой в литературе, посвященной ESG, является взаимосвязь между социальной ответственностью и инновационной активностью. Анализ того, каким образом компании принимают решения о размещении ограниченных ресурсов, всегда был одним из основных вопросов для экономистов [35]. На сегодняшний день компании функционируют в условиях быстро меняющейся среды, а эффективное применение инноваций и новых технологий значительно влияет на финансовые и общие результаты деятельности компании [36]. Таким образом, важно обнаружить взаимосвязь между ESG-деятельностью и развитием НИОКР. Современный шумпетерианский экономический рост основан на постоянном потоке инноваций [37; 38]. Эксплуатация новых технологий является значительным конкурентным преимуществом не только в наукоемких отраслях, а последствия решения не инвестировать в инновации и неспособность адаптироваться к изменениям обычно перевешивают риски, присущие деятельности в области НИОКР [39–41]. Однако принципиально важно обратить внимание на распро-

страненную проблему ESG-повестки: термин ESG означает широкий спектр смешанных и зачастую неоднозначных практик в области экологии, социальной ответственности и корпоративного управления, а то, каким образом E-, S- и G-факторы влияют на эффективность НИОКР компании, существенно варьируется [42]. Научная литература делает акцент на сценариях синергии и компромиссного выбора прямой связи между ESG-деятельностью и эффективностью НИОКР бизнеса [43; 44].

Синергетический эффект имеет особое значение, когда ESG-деятельность и проект НИОКР частично совпадают [5; 6; 45]. Например, многие программы экологических инноваций увеличивают эффективность основных видов деятельности и, таким образом, являются конкурентным преимуществом для новаторов, особенно в случае успешных, продуманных наперед стратегий в области окружающей среды [6; 46]. В качестве примера выгоды от ESG-инноваций некоторые авторы обсуждали более низкие производственные расходы благодаря эффективному использованию ресурсов [47; 48]. В недавнем исследовании авторы показали, что обычно экологические инновации положительно влияли на общий ESG-профиль компании на китайском рынке 2014–2019 гг., а рост ESG-рейтинга играл ключевую посредническую роль между «зелеными» инновациями и финансовыми результатами деятельности [49].

Однако за исключением частично совпадающих НИОКР и ESG-проектов, большинство практик охраны окружающей среды создают дополнительные риски для компаний, потому что зачастую компании считают выбор решения между ESG и НИОКР компромиссом [7]. Тем не менее «зеленые» субсидии и непосредственное регулирование государством остаются серьезными инструментами торгового «зеленого» развития [50; 51]. Некоторые ученые обнаружили положительную связь между интенсивностью НИОКР и специализацией корпоративной социальной ответственности [52]: наукоемкие компании обычно больше сконцентрированы на выборе ESG-деятельности и избегают ресурсного компромисса между процессами [53]. В ходе другого исследования выявлено, что, как правило, более крупные инвестиции в НИОКР связаны с большей результативностью «зеленых» инноваций, измеряемой количеством «зеленых» патентов [54]. Поскольку экологический аспект ESG-повестки подразумевает рост эффективности использования энергии и материалов, а также продвигает устойчивую экономику с низким уровнем выбросов, некоторые ученые подчеркнули отраслевые различия отношения ESG – НИОКР и обнаружили синергетический эффект от экологических практик в промышленном секторе [55]. Внедрение любой ESG-практики требует дополнительных внутренних ресурсов, и обычно компании сталкиваются с ограничениями по ресурсам [8]. Более того, как подчеркнуто в нескольких исследованиях, несмотря на важность экологических и социальных инвестиций, с точки зрения прибыли такие инвестиции, как правило, менее привлекательны, чем развитие НИОКР [8; 56]. Соответственно, некоторые ученые обсуждали роль общества в поддержке ESG-инициатив и улучшении качества окружающей среды путем совершенствования норм и субсидий [57].

За пределами синергетических возможностей «зеленых» проектов связь между социальными практиками и эффективностью НИОКР обычно рассматривается как компромиссный выбор между затратами на оплату труда и про-

изводительностью труда. Однако эффективность НИОКР также положительно коррелирует в случае, когда ESG-деятельность будет улучшать условия труда, стимулы для персонала и организационную структуру [58]. В значительной степени личная инновационность и креативность работника с базовыми знаниями определяют эффективность инвестиций в НИОКР [59; 60]. Эмпирические исследования показывают, что внедрение социальных ценностей и формирование социального капитала в командах по НИОКР обычно положительно сказываются на эффективности инноваций [61].

Что касается оценки влияния ESG на доходность компании, несколько исследований акцентировали решающее значение практик корпоративного управления и способности организовать эффективную систему управления в интересах акционеров компании [62]. Связь между инвестициями в НИОКР и корпоративным управлением стала предметом изучения на уровне компании и страны [63]. В то время как инновационные компании склонны полагаться на финансирование путем выпуска акций и обычно имеют большую долю институциональных инвесторов-активистов [64], более низкая долговая нагрузка и наличие инвесторов-активистов зачастую связаны с более высоким уровнем вложений в НИОКР [65]. В то же время качественное корпоративное управление может заложить основу эффективных инвестиций в экологические и социальные проекты и создавать стоимость для акционеров и других стейкхолдеров [66]. В целом корпоративное управление играет интегрирующую роль, поскольку возможности слабого менеджмента получить выгоду от инвестиций в экологические и социальные проекты и обеспечить технологическое развитие ограничены. При этом в случае качественного корпоративного управления обеспечиваются более строгая дисциплина и ориентация на долгосрочную устойчивость [67].

## Риски, связанные с ESG и эффективность инноваций

Вне сферы инновационных компаний с частично совпадающей специализацией НИОКР и ESG в течение нескольких десятков лет целью внедрения деятельности, связанной с ESG, не являлось получение высоких прибылей от таких инвестиций. В то же время бизнес очевидно выиграл от ESG-повестки, поскольку все стороны бизнеса (включая инвесторов и потребителей) обеспечили спрос на нее [68; 69]. В частности, практики раскрытия ESG-информации помогают соблюдающим требованиям компаниям привлекать дополнительные финансовые ресурсы на финансовых рынках и увеличивать прибыль благодаря индивидуализации продукции и повышенному вниманию клиентов к своей продукции [69]. Таким образом, общепринятые ESG-практики были направлены на улучшение репутации компании и рост одобрения инвесторов и клиентов: компании предпочитают включать в отчеты только ту ESG-информацию, которая демонстрирует соблюдение компанией нормативных требований [68]. ESG-практики стали полезным бизнес-инструментом и оказывали положительное воздействие на основной вид деятельности, а вклад инноваций играл роль посредника в этом процессе [70]. Тем не менее существует риск, что выгоды для инноваций, возросшие благодаря ESG, в будущем значительно уменьшатся.

Во-первых, из-за роста ESG-индустрии компании должны затрачивать больше ресурсов, чтобы вести конкурент-

ную борьбу с другими предприятиями, соблюдающими требования ESG. Другими словами, когда все «социально ответственно», «социальная ответственность» более не является конкурентным преимуществом. Новое поколение инвесторов может не захотеть вкладывать средства в компании с низкой ESG-результативностью [69]. Таким образом, любой бизнес будет вынужден тратить ресурсы на ESG, просто чтобы удержаться на рынке. У компаний со средней ESG-отчетностью такие затраты могут привести к дополнительным финансовым ограничениям, отодвигая на второй план инвестиции в НИОКР, и снизить финансовую результативность. Ученые уже обсуждают перспективы обязательного раскрытия ESG-информации, и в дополнение к прямым затратам на подготовку отчета и сертификацию они говорят о таких недостатках, как имущественные затраты и судебные издержки [71].

Во-вторых, авторы литературы, посвященной практике нормативного регулирования, утверждают, что в сфере ESG необходимо дополнительное регулирование и призывают к большей прозрачности и охвату информации [72; 73]. Асимметрия информации является одной из основных проблем ESG-инвестиций. Обычно компании предоставляют отчеты по ESG не по стандарту, акцентируя внимание на собственных достижениях. Затраты на обработку данной информации, так же, как и новостей в СМИ, крайне высоки и обычно требуют профессионального опыта определенного уровня, что влечет предвзятость инвестиционных решений и снижает эффективность финансового рынка. Профессиональные посредники могли бы в некоторой степени уменьшить асимметрию информации. В последнем десятилетии различные рейтинговые агентства пытались добиться большей прозрачности ESG-результативности, однако использование ESG-рейтингов в качестве прокси социально ответственной практики ведения бизнеса все еще сталкивается с серьезными ограничениями. Основная проблема заключается в том, что эксперты, присваивающие рейтинги, из различных рейтинговых организаций часто расходятся во мнениях касательно ESG-профиля фирмы [74]. В данной отрасли отсутствуют стандарты присвоения рейтинга, в результате инвесторы получают противоречивую информацию [75]. Например, Ф. Берг с соавторами [76] сообщили о диапазоне средней корреляции между пятью различными ESG-экспертами, присваивающими рейтинги, от 0.42 до 0.73, при этом корреляция между кредитными рейтингами ведущих агентств часто близка к 1. Более того, присваивание ESG-рейтингов может быть необъективным, и несколько исследователей отметили, что крупные компании с большим количеством ресурсов могут получить преимущество при измерении корпоративной социально-экологической ответственности (например, [77; 78]). Каждая система присвоения рейтинга нацелена на соединение трех китов, что несет существенные отличия и обычно не учитывает отраслевые различия. Таким образом, в то время как ESG-инвесторы разграничивают вопросы экологии, социальной ответственности и корпоративного управления, ESG-оценка имеет ограниченное значение для научной дискуссии относительно того, какие практики направляют современный финансовый рынок [80]. Ведь противоречия касательно ESG-профиля компании положительно связаны с акционерным риском, в то время как отсутствие стандартов отчетности снижает потенциальную выгоду от инвестиций в ESG, поскольку не понятно, какие практики важны для рейтинговых агентств и влияют на решения инвесторов [81]. Что касается инвесторов, противоречивая

информация о ESG-профилях увеличивает неопределенность, и перспектива получить доходность выше рыночной зависит от выбора организации, составляющей рейтинги [10]. Это может вызвать более серьезные проблемы для компаний, активно занимающихся инновациями.

Наконец, мировой кризис породил дополнительные риски для инвесторов в ESG-активы. Многие инвесторы рассматривали ESG-инвестирование как стратегию по снижению рисков портфеля [82]. Так, в момент начала спада на финансовом рынке, вызванного COVID-19, высокая неопределенность привела к увеличению притока средств в ESG-активы [83]. Однако некоторые ученые отметили, что в действительности ESG-активы показали неоднозначные финансовые результаты во время кризиса [84; 85]. Хотя инвесторы искали более надежные инвестиционные стратегии, чтобы избежать риска убытков [86], при серьезных экономических потрясениях ESG-активы не защищают от финансовых потерь [87; 88]. Причиной случаев неудачного сокращения рисков при помощи ESG-активов может быть неспособность систем присвоения рейтинга учесть именно те факторы, которые важны в ESG-практиках. В то же время стремление повысить ESG-рейтинг способствует распространению формальных практик и финансированию неэффективных ESG-проектов вместо реальных действий, направленных на устойчивое развитие, тогда как только кризис может вскрыть негативные последствия [9]. Непостоянное поведение инвесторов в отношении рисков, связанных с ESG, при экономических спадах может повысить стоимость капитала и отрицательно сказаться на результативности инноваций компаний.

## Вывод

Одной из основных причин роста значения ESG-практик было вознаграждение компаний обществом за социальную ответственность. Однако отсутствие единых стандартов отчетности, противоречивость систем присвоения рейтинга, неспособность предотвратить риски убытков и непоследовательное регулирование привели к существенной асимметрии информации и неопределенности в отношении реального ESG-профиля компаний. В результате распыления ESG-деятельности расходы компаний на социальную ответственность не являются конкурентным преимуществом и снижают вероятность синергии между ESG- и НИОКР-проектами.

## Благодарность

Статья была подготовлена в рамках Основной исследовательской программы Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики».

## Список литературы

- Friedman M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profitability. The New York Times Magazine. 1970 September 13. URL: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html> (accessed on 15.06.2023)
- Gillan S.L., Koch A., Starks L.T. Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*. 2021;66:101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Derwall J., Koedijk K., Ter Horst J.R. A tale of values-driven and profit-seeking social investors. *Journal of Banking and Finance*. 2011;35(8):2137-2147. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.009>
- Margolis J.D., Elfenbein H.A., Walsh J.P. Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance. *SSRN Electronic Journal*. 2009:1-68. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1866371>
- Salim N., Ab Rahman N.M, Abd Wahab D. A systematic literature review of internal capabilities for enhancing eco-innovation performance of manufacturing firms. *Journal of Cleaner Production*. 2019;209:1445-1460. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.11.105>
- Ryzko A. Proactive environmental strategy, technological eco-innovation and firm performance—Case of Poland. *Sustainability*. 2016;8(2):156. <https://doi.org/10.3390/su8020156>
- Epstein M.J., Buhovac A.R., Yuthas K. Managing social, environmental and financial performance simultaneously. *Long Range Planning*. 2015;48(1):35-45. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2012.11.001>
- Mithani M.A. Innovation and CSR—Do they go well together? *Long Range Planning*. 2017;50(6):699-711. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2016.08.002>
- Bae K.H., El Ghouli S., Gong Z.J., et al. Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic. *Journal of Corporate Finance*. 2021;67:101876. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101876>
- Halbritter G., Dorfleitner G. The wages of social responsibility—where are they? A critical review of ESG investing. *Review of Financial Economics*. 2015;26:25-35. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2015.03.004>
- Revelli C. Socially responsible investing (SRI): From mainstream to margin? *Research in International Business and Finance*. 2017;39(Part B):711-717. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.003>
- Borgers A., Derwall J., Koedijk K., et al. Do social factors influence investment behavior and performance? Evidence from mutual fund holdings. *Journal of Banking & Finance*. 2015;60:112-126. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.07.001>
- Fifka M. Corporate Responsibility Reporting and its Determinants in Comparative Perspective – a Review of the Empirical Literature and a Meta-analysis. *Business Strategy and the Environment*. 2013;22(1):1-35. <https://doi.org/10.1002/bse.729>
- Fama E.F., French K.R. Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*. 2007;83(3):667-689. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.01.003>
- Baker M., Bergstresser D., Serafeim G., et al. Financing the response to climate change: The pricing and ownership of US green bonds. *National Bureau of Economic Research*. 2018;25194. <https://doi.org/10.3386/w25194>
- Auer B.R., Schuhmacher F. Do socially (ir) responsible investments pay? New evidence from international ESG

- data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2016;59:51-62. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.07.002>
17. Krüger P. Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*. 2015;115(2):304-329. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.008>
  18. Capelle-Blancard G., Petit A. Every Little Helps? ESG News and Stock Market Reaction. *Journal of Business Ethics*. 2019;157:543-565. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3667-3>
  19. Cornell B., Damodaran A. Valuing ESG: Doing good or sounding good? *The Journal of Impact and ESG Investing*. 2020;1(1):76-93. <https://doi.org/10.3905/jesg.2020.1.1.076>
  20. Serafeim G., Yoon A. Stock price reactions to ESG news: The role of ESG ratings and disagreement. *Review of Accounting Studies*. 2022;28:1500-1530. <https://doi.org/10.1007/s11142-022-09675-3>
  21. Serafeim G., Yoon A. Which corporate ESG news does the market react to? *Financial Analysts Journal*. 2022;78(1):59-78. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2021.1973879>
  22. Tsai K.H., Huang C.T., Chen Z.H. Understanding variation in the relationship between environmental management practices and firm performance across studies: A meta-analytic review. *Business Strategy and the Environment*. 2020;29(2):547-565. <https://doi.org/10.1002/bse.2386>
  23. Friede G., Busch T., Bassen A. ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2015;5(4):210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
  24. 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>
  25. Flammer C. Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science*. 2015;61(11):2549-2568. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2038>
  26. Flammer C. Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*. 2021;142(2):499-516. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.01.010>
  27. Borghesi R., Houston J.F., Naranjo A. Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance*. 2014;26:164-181. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.008>
  28. Cornett M.M., Erhemjamts O., Tehranian H. Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of US commercial banks around the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*. 2016;70:137-159. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.024>
  29. Ghanbarpour T., Gustafsson A. How do corporate social responsibility (CSR) and innovativeness increase financial gains? A customer perspective analysis. *Journal of Business Research*. 2022;140:471-481. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.11.016>
  30. Burke J.J. Do boards take environmental, social, and governance issues seriously? Evidence from Media Coverage and CEO Dismissals. *Journal of Business Ethics*. 2022;176:647-671. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04715-x>
  31. Hartzmark S.M., Sussman A.B. Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. *The Journal of Finance*. 2019;74(6):2789-2837. <https://doi.org/10.1111/jofi.12841>
  32. Chiang J. Growing the US Green Bond Market -Volume 1: The Barriers and Challenges. California Treasury; 2017. URL: [https://www.treasurer.ca.gov/greenbonds/publications/reports/green\\_bond\\_market\\_01.pdf](https://www.treasurer.ca.gov/greenbonds/publications/reports/green_bond_market_01.pdf) (accessed on 15.06.2023)
  33. Banga J. The green bond market: a potential source of climate finance for developing countries. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2019;9(1):17-32. <https://doi.org/10.1080/20430795.2018.1498617>
  34. Partridge C., Medda F.R. The evolution of pricing performance of green municipal bonds. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2020;10(1):44-64. <https://doi.org/10.1080/20430795.2019.1661187>
  35. Darroch J. Knowledge management, innovation and firm performance. *Journal of Knowledge Management*. 2005;9(3):101-115. <https://doi.org/10.1108/13673270510602809>
  36. Chaudhary S., Batra S. Absorptive capacity and small family firm performance: exploring the mediation processes. *Journal of Knowledge Management*. 2018;22(6):1201-1216. <https://doi.org/10.1108/JKM-01-2017-0047>
  37. Galindo M.Á., Méndez M.T. Entrepreneurship, economic growth, and innovation: Are feedback effects at work? *Journal of Business Research*. 2014;67(5):825-829. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.11.052>
  38. Pece A.M., Simona O.E.O., Salisteanu F. Innovation and economic growth: An empirical analysis for CEE countries. *Procedia Economics and Finance*. 2015;26:461-467. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00874-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00874-6)
  39. Katz J.A., Aldrich H.E., Welbourne T.M., et al. Guest editor's comments special issue on human resource management and the SME: Toward a new synthesis. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 2000;25(1):7-10. <https://doi.org/10.1177/104225870002500102>
  40. Audretsch D.B., Segarra A., Teruel M. Why don't all young firms invest in R&D? *Small Business Economics*. 2014;43:751-766. <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9561-9>
  41. Pellegrino G., Piva M. Innovation, industry and firm age: are there new knowledge production functions? *Eurasian Business Review*. 2020;10:65-95. <https://doi.org/10.1007/s40821-019-00129-6>
  42. Lee M.T., Raschke R.L., Krishen A.S. Understanding ESG scores and firm performance: Are high-performing firms E, S, and G-balanced? *Technological Forecasting and Social Change*. 2023;195:122779. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2023.122779>

43. Orlitzky M., Schmidt F.L., Rynes S.L. Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*. 2003;24(3):403-441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
44. Aguinis H., Glavas A. What we know and don't know about corporate social responsibility: A review and research agenda. *Journal of Management*. 2012;38(4):932-968. <https://doi.org/10.1177/0149206311436079>
45. Skordoulis M., Ntanos S., Kyriakopoulos G.L., et al. Environmental innovation, open innovation dynamics and competitive advantage of medium and large-sized firms. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*. 2020;6(4):195. <https://doi.org/10.3390/joitmc6040195>
46. Delmas M., Hoffmann V.H., Kuss M. Under the tip of the iceberg: Absorptive capacity, environmental strategy, and competitive advantage. *Business & Society*. 2011;50(1):116-154. <https://doi.org/10.1177/0007650310394400>
47. Hart L.S. A natural-resource-based view of the firm. *The Academy of Management Review*. 1995;20(4):986-1014. <https://doi.org/10.2307/258963>
48. Munodawafa R.T., Johl S.K. A systematic review of eco-innovation and performance from the resource-based and stakeholder perspectives. *Sustainability*. 2019;11(21):6067. <https://doi.org/10.3390/su11216067>
49. Zheng J., Khurram M.U., Chen L. Can green innovation affect ESG ratings and financial performance? evidence from Chinese GEM listed companies. *Sustainability*. 2022;14(14):8677. <https://doi.org/10.3390/su14148677>
50. Ringel M., Schlomann B., Krail M., et al. Towards a green economy in Germany? The role of energy efficiency policies. *Applied Energy*. 2016;179:1293-1303. <https://doi.org/10.1016/j.apenergy.2016.03.063>
51. Zhang D., Meng L., Zhang J. Environmental subsidy disruption, skill premiums and ESG performance. *International Review of Financial Analysis*. 2023;90:102862. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102862>
52. Zhou S., Rashid M.H.U., Mohd. Zobair S.A., et al. Does ESG impact firms' sustainability performance? The mediating effect of innovation performance. *Sustainability*. 2023;15(6):5586. <https://doi.org/10.3390/su15065586>
53. Fu L., Boehe D., Orlitzky M. Are R&D-Intensive firms also corporate social responsibility specialists? A multicountry study. *Research Policy*. 2020;49(8):104082. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2020.104082>
54. Xu J., Liu F., Shang Y. R&D investment, ESG performance and green innovation performance: evidence from China. *Kybernetes*. 2021;50(3):737-756. <https://doi.org/10.1108/K-12-2019-0793>
55. Dicuonzo G., Donofrio F., Ranaldo S., et al. The effect of innovation on environmental, social and governance (ESG) practices. *Meditari Accountancy Research*. 2022;30(4):1191-1209. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-12-2020-1120>
56. Margolis J.D., Walsh J.P. Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly*. 2003;48(2):268-305. <https://doi.org/10.2307/35566>
57. Huang Z., Liao G., Li Z. Loaning scale and government subsidy for promoting green innovation. *Technological Forecasting and Social Change*. 2019;144:148-156. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2019.04.023>
58. Vinding A.L. Absorptive capacity and innovative performance: A human capital approach. *Economics of Innovation and New Technology*. 2006;15(4-5):507-517. <https://doi.org/10.1080/10438590500513057>
59. Gong Y., Zhou J., Chang S. Core knowledge employee creativity and firm performance: The moderating role of riskiness orientation, firm size, and realized absorptive capacity. *Personnel psychology*. 2013;66(2):443-482. <https://doi.org/10.1111/peps.12024>
60. Schweisfurth T.G., Raasch C. Absorptive capacity for need knowledge: Antecedents and effects for employee innovativeness. *Research Policy*. 2018;47(4):687-699. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2018.01.017>
61. Akhavan P., Hosseini M. Social capital, knowledge sharing, and innovation capability: an empirical study of R&D teams in Iran. *Technology Analysis & Strategic Management*. 2016;28(1):96-113. <https://doi.org/10.1080/09537325.2015.1072622>
62. Kim S., Li Z. Understanding the impact of ESG practices in corporate finance. *Sustainability*. 2021;13(7):3746. <https://doi.org/10.3390/su13073746>
63. Miroshnychenko I., De Massis A. Three decades of research on corporate governance and R&D investments: a systematic review and research agenda. *R&D Management*. 2020;50(5):648-666. <https://doi.org/10.1111/radm.12432>
64. Ivashkovskaya I., Evdokimov S. Does the Corporate Financial Architecture of Innovative Companies Differ? The Evidence From the USA. *Korporativnye Finansy = Journal of Corporate Finance Research*. 2018;12(4):7-28. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.12.4.2018.7-28>
65. David P., Hitt M.A., Gimeno J. The influence of activism by institutional investors on R&D. *The Academy of Management Journal*. 2001;44(1):144-157. <https://doi.org/10.2307/3069342>
66. Hvidkjær S. ESG investing: a literature review. 2017. URL: <https://dansif.dk/wp-content/uploads/2019/01/Litterature-review-UK-Sep-2017.pdf> (accessed on 29.07.2023)
67. Khan M. Corporate governance, ESG, and stock returns around the world. *Financial Analysts Journal*. 2019;75(4):103-123. <https://doi.org/10.1080/0015198X.2019.1654299>
68. Mohammad W.M.W., Wasiuzzaman S. Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*. 2021;2:100015. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>
69. Park S.R., Jang J.Y. The impact of ESG management on investment decision: Institutional investors' perceptions of country-specific ESG criteria. *International Journal of Financial Studies*. 2021;9(3):48. <https://doi.org/10.3390/ijfs9030048>

70. Ge G., Xiao X., Li Z., et al. Does ESG performance promote high-quality development of enterprises in China? The mediating role of innovation input. *Sustainability*. 2022;14(7):3843. <https://doi.org/10.3390/su14073843>
71. Christensen H.B., Hail L., Leuz C. Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*. 2021;26(3):1176-1248. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5>
72. Hockerts K., Moir L. Communicating corporate responsibility to investors: The changing role of the investor relations function. *Journal of Business Ethics*. 2004;52:85-98. <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000033109.35980.16>
73. Gyönyöróvá L., Stachoň M., Stašek D. ESG ratings: relevant information or misleading clue? Evidence from the S&P Global 1200. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2023;13(2):1075-1109. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1922062>
74. Chatterji A.K., Levine D.I., Toffel M.W. How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? *Journal of Economics & Management Strategy*. 2009;18(1):125-169. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2009.00210.x>
75. Avramov D., Cheng S., Lioui A., et al. Sustainable investing with ESG rating uncertainty. *Journal of Financial Economics*. 2022;145(2 Part B):642-664. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.009>
76. Berg F., Koelbel J.F., Rigobon R. Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*. 2022;26(6):1315-1344. <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
77. Drempetic S., Klein C., Zwergel B. The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review. *Journal of Business Ethics*. 2020;167:333-360. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
78. Crespi F., Migliavacca M. The determinants of ESG rating in the financial industry: The same old story or a different tale? *Sustainability*. 2020;12(16):6398. <https://doi.org/10.3390/su12166398>
79. Capelle-Blancard G., Petit A. The weighting of CSR dimensions: One size does not fit all. *Business & Society*. 2017;56(6):919-943. <https://doi.org/10.1177/0007650315620118>
80. Dupuy P., Garibal J.C. Cross-dispersion bias-adjusted ESG rankings. *Journal of Asset Management*. 2022;23(7):631-643. <https://doi.org/10.1057/s41260-022-00293-x>
81. Widyawati L. A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Business Strategy and the Environment*. 2020;29(2):619-637. <https://doi.org/10.1002/bse.2393>
82. Cerqueti R., Ciciretti R., Dalò A., et al. ESG investing: A chance to reduce systemic risk. *Journal of Financial Stability*. 2021;54:100887. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2021.100887>
83. Ferriani F., Natoli F. ESG risks in times of Covid-19. *Applied Economics Letters*. 2021;28(18): 1537-1541. <https://doi.org/10.1080/13504851.2020.1830932>
84. Demers E., Hendrikse J., Joos P., et al. ESG did not immunize stocks during the COVID-19 crisis, but investments in intangible assets did. *Journal of Business Finance & Accounting*. 2021;48(3-4):433-462. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12523>
85. Sun L., Small G. Has sustainable investing made an impact in the period of COVID-19?: evidence from Australian exchange traded funds. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2022;12(1):251-273. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1977577>
86. Singh A. COVID-19 and ESG preferences: Corporate bonds versus equities. *International Review of Finance*. 2022;22(2):298-307. <https://doi.org/10.1111/irfi.12351>
87. Folger-Laronde Z., Pashang S., Feor L., et al. ESG ratings and financial performance of exchange-traded funds during the COVID-19 pandemic. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 2022;12(2):490-496. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1782814>
88. Takahashi H., Yamada K. When the Japanese stock market meets COVID-19: Impact of ownership, China and US exposure, and ESG channels. *International Review of Financial Analysis*. 2021;74:101670. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101670>

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

