



## Корпоративные финансы

2025. № 2, т. 19

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»

2025 | № 2 | т. 19

www.cfjournal.hse.ru

### New Research

- 5**     **Галина Бесстремянная, Ричард Дэшер**  
Практика раскрытия информации о корпоративном управлении в Индии на примере телекоммуникационной отрасли
- 15**    **Илья Гуров, Александр Бочкарев**  
Фундаментальные корректировки мультипликаторов как инструмент повышения точности оценки стоимости бизнеса
- 38**    **Регина Гатауллина, Мария Кокорева**  
Неопределенность экономической политики и принятие риска российскими компаниями: роль корпоративного управления
- 53**    **Денис Сараквашин**  
Стратегическая устойчивость как фактор долгосрочной аномальной доходности акций на российском фондовом рынке
- 67**    **Александр Абрамов, Мария Чернова, Талгат Ахметзянов**  
Эволюция моделей факторного ценообразования и их применение на российском финансовом рынке
- 82**    **Йичлал Симен Филати, Дирадж Шарма**  
Обеспечивает ли диверсификация финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков в Эфиопии? Метод одновременных уравнений
- 96**    **Татьяна Малофеева, Наталья Ульянова, Алина Джиева**  
Влияние внедрения МСФО на качество учета и отчетности: опыт России

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.2.2025.5-14>

JEL classification: G32, G34, M10, M11, M14, M15, M31, O32



# Практика раскрытия информации о корпоративном управлении в Индии на примере телекоммуникационной отрасли

**Галина Бесстремьяная** ✉

PhD, доктор экономических наук., старший научный сотрудник Международной лаборатории макроэкономического анализа, профессор Департамента прикладной экономики, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Россия, [gbesstremyannaya@hse.ru](mailto:gbesstremyannaya@hse.ru), [ORCID](#)

**Ричард Дэшер**

## Аннотация

Индия представляет собой яркий пример переходной экономики, когда страна адаптирует концепцию корпоративного управления для своей экономической и культурной среды. Ключевым элементом эффективного корпоративного управления является раскрытие информации о корпоративном управлении, к которому исследователи экономики Индии и стран БРИКС проявляют все больший интерес. В настоящей работе приведен метаобзор литературы по раскрытию данных о корпоративном управлении в Индии. Новизна анализа заключается в нескольких аспектах. Во-первых, мы делаем акцент на характерных особенностях нормативно-правовой базы по раскрытию информации о корпоративном управлении, которые схожи с особенностями развитых стран, а также описываем черты, уникальные именно для Индии. Во-вторых, в нашем исследовании рассматривается ряд эмпирических работ, посвященных раскрытию информации о корпоративном управлении в Индии, с целью поиска характерных для этой страны моделей взаимосвязи между раскрытием информации и финансовыми результатами деятельности компаний. В-третьих, работа предоставляет данные о наличии особых характеристик раскрытия информации о корпоративном управлении в Индии на примере активно развивающейся телекоммуникационной отрасли. Телекоммуникационную отрасль можно считать типичным примером инновационной бизнес-модели Индии, с точки зрения истории либерализации, роста конкуренции в отрасли, важности увеличения прибыли и стимулирования роста компании. Наш анализ показывает, что Индия применяет ряд подходов к раскрытию информации о корпоративном управлении, присутствующих в крупных западных экономиках, и что можно провести параллели между практикой раскрытия информации и законодательной базой в Индии и Великобритании. При этом практика раскрытия информации о корпоративном управлении Индии обладает уникальными особенностями, которые можно объяснить специфическими характеристиками ее экономического развития.

**Ключевые слова:** корпоративное управление, раскрытие информации, ESG, телекоммуникационная отрасль, Индия, БРИКС

**Для цитирования:** Besstremyannaya G., Dasher R. (2025) Corporate Governance Disclosure Practices in India, with an Application to the Telecom Industry. *Journal of Corporate Finance Research*. 19. (2): 5-14. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.2.2025.5-14>

## Введение

В условиях рыночной экономики корпоративное управление – это важный элемент финансовой архитектуры компании, который является неотъемлемой частью создания ее стоимости [1]. Действительно, «корпоративное управление включает в себя систему взаимоотношений между менеджментом компании, ее советом директоров, ее акционерами и иными заинтересованными лицами. Корпоративное управление также определяет структуру, с помощью которой устанавливаются цели компании, а также определяют способы достижения этих целей и мониторинг результатов деятельности» [2, с. 9].

Особое внимание к корпоративному управлению заметно в переходных экономиках [3–7], где все большее количество исследований свидетельствует о необходимости повышения качества корпоративного управления, которое позволит улучшить финансовые результаты компаний [8]. В качестве одного из инструментов достижения данной цели можно рассматривать совокупность законодательных механизмов, регулирующих раскрытие информации<sup>1</sup> о корпоративном управлении [9]. Действительно, «строгий порядок раскрытия информации, повышающий фактическую прозрачность, играет кардинальную роль в рыночном мониторинге компаний и имеет ключевое значение для способности акционеров осуществлять свои акционерные права на основе информированности» [2, р. 37]. В частности, раскрытие информации о совете директоров компании, ее акционерах, аудиторам и иных неотъемлемых элементах корпоративного управления способствует обеспечению прозрачности, защищает акционеров от мошеннических действий и рисков, помогает регулирующим органам контролировать исполнение государственного законодательства и ставит общественность в известность о стратегии и деятельности компании.

Из опыта стран с переходной экономикой можно почерпнуть любопытные примеры национальных моделей развития практики раскрытия информации о корпоративном управлении и взаимосвязи между раскрытием информации и финансовыми результатами компании. Настоящая работа сосредоточена на Индии – второй по размеру экономике мира с самым быстрым реальным ростом ВВП среди развивающихся стран и стран с переходной экономикой в Азии [10] и с самой длительной историей раскрытия информации о корпоративном управлении среди стран БРИКС. Практика раскрытия информации о корпоративном управлении Индии отличается характерными особенностями, которые мы показываем на основании межотраслевых фактических данных, прежде чем перейти к растущим компаниям в телекоммуникационной отрасли. Наш анализ опирается на метаобзор 70 научных работ, посвященных Индии, отобранных из научных баз данных путем поиска по ключевым словам («корпоративное управление», «раскрытие информации о корпоративном управлении» и/или «отчетность по ESG» и «Индия»). При этом особое внимание уделяется рейтингам исследовательских журналов и индексам цитирования работ. Мы в обязательном порядке добавили в обзор статьи, оказавшие наибольшее влияние, согласно библиометрическим исследованиям корпоративного управления в Индии и странах БРИКС [4; 11–13].

Научная новизна нашего анализа заключается в нескольких моментах. Во-первых, мы делаем акцент на характерных особенностях нормативно-правовой базы по раскрытию информации о корпоративном управлении, которые присущи крупным западным странам, а также описываем особенности, уникальные именно для Индии. Во-вторых, в нашей статье приведен обзор ряда эмпирических работ, посвященных раскрытию информации о корпоративном управлении в Индии, с целью выявления характерных для этой страны моделей взаимосвязи между раскрытием информации и финансовыми результатами деятельности компаний. В-третьих, работа предоставляет данные об особых характеристиках раскрытия информации о корпоративном управлении в Индии на примере ее активно развивающейся телекоммуникационной отрасли.

Благодаря ряду характеристик именно телекоммуникационная отрасль в Индии является хорошей иллюстрацией применения практики корпоративного управления и раскрытия информации о корпоративном управлении. Действительно, отрасль отражает деловые взаимосвязи и систему стимулов современной экономики Индии. Во-первых, телекоммуникационная отрасль является типичным представителем инновационной экономики Индии, опираясь на отечественные предприятия как движущие силы роста компаний и концентрируясь на низкозатратной продукции, сохраняющей устойчивые позиции на внутреннем рынке [14]. Во-вторых, экономическая история отрасли типична для других секторов экономики Индии: 1) либерализация началась еще в 1991 г.; 2) меняющийся социально-демографический профиль страны наряду с развитием новых технологий привели к росту спроса и, следовательно, конкуренции среди провайдеров [15]. В-третьих, индийские телекоммуникационные компании уделяют особое внимание рентабельности и быстрому росту [16]. Наконец, недавно телекоммуникационная отрасль овладела рядом социальных функций, таких как выплата государственных пособий при помощи платформ, работающих на мобильных телефонах. Причиной запуска таких цифровых платежных систем в 2020-х гг. было стремление к прозрачности распределения социальных выплат в ходе борьбы с коррупцией и хищением бюджетных средств [17]. Соответственно, телекоммуникационная отрасль Индии не только занимает второе место в мире по размерам, но и ее рынок мобильных платежей обширен и стремительно растет [18].

Как мы уже отмечали в более ранней статье в данном журнале [19], уникальной особенностью индийской экономики является преобладание семейной собственности в компаниях в сочетании со значимой регулирующей ролью государства, что приводит к возникновению характерных особенностей стратегического развития инновационных компаний. В данной статье мы показываем, каким образом характерные особенности индийской экономики проявляются во взаимосвязи между механизмами корпоративного управления, раскрытия информации о корпоративном управлении и результативностью индийских компаний на рынке. Недавние исследования указывают на отсутствие связи между раскрытием информации и финансовыми результатами компании, а также на отрицательную взаимосвязь между независимостью совета директоров и добро-

<sup>1</sup> «Касательно всех существенных вопросов по корпорации, включая финансовое положение, финансовые результаты, право собственности и корпоративное управление компанией» [2].

вольным раскрытием информации. Фактический материал по телекоммуникационной отрасли Индии также не подтверждает положительную взаимосвязь между раскрытием информации и рентабельностью компании.

Действительно, углубленные интервью с представителями индийских компаний свидетельствуют о том, что для них корпоративное управление не является проблемой перво-степенной важности. Обычно в практике корпоративного управления больше заинтересованы транснациональные предприятия, а не местные компании [20].

Опыт растущего гиганта телекоммуникационной отрасли Reliance Jio показывает, что более эффективная бизнес-стратегия заключается в предложении доступных продуктов, пользующихся спросом, в растущей новой нише молодых потребителей, чем в привлечении внимания общественности к финансовой прозрачности или качеству корпоративного управления.

Представляется, что понятие корпоративного управления в основном связано с деловой культурой, основанной на нормах и ценностях, а не на регулировании: важно понимать, какую информацию можно сообщать лицам, не имеющим отношения к компании [21]. Это особенно справедливо для индийской экономики, где из-за широко распространенной семейной собственности компании не стремятся раскрывать информацию лицам, не имеющим к ним отношения (это можно подтвердить количественно, показав отрицательную связь между качеством раскрытия информации об устойчивом развитии и долей семейной собственности в компании [22]).

Однако это не мешает семейным компаниям добиваться эффективности. В отличие от данных по западным странам [23], семейная собственность в Индии связана с более высокими финансовыми результатами деятельности компании (см. наш обзор в работе [19]). Подобным образом литература по корпоративному управлению, посвященная Индии, показывает, что большая степень контроля собственности основателем (этот термин означает лицо или семью, учредившую компанию, выступающую в роли контролирующего акционера) увеличивает стоимость компании, поскольку мотивация основателя лучше отражает мотивацию компании [24; 25].

Другим примером нарушения традиционных связей между практикой эффективного корпоративного управления и финансовыми результатами компании является отрицательная взаимосвязь между размером или независимостью совета директоров и финансовыми результатами компании [24; 26]. Причиной тому могут быть проблемы координации в многочисленных советах директоров и слабость независимых директоров [24; 26; 27].

Далее статья построена следующим образом. Во втором разделе приведен обзор истории раскрытия информации о корпоративном управлении в Индии после либерализации и описаны различные особенности законодательной базы страны. В третьем разделе кратко изложены основные выводы о взаимосвязи между качеством корпоративного управления, раскрытием информации о корпоративном управлении и финансовыми результатами компании в данной стране. В четвертом разделе приведены фактические материалы по телекоммуникационной отрасли Индии, а в

пятом осуществляется сравнение особенностей раскрытия информации о корпоративном управлении в Индии с опытом других стран.

## Нормативно-правовая база по раскрытию информации о корпоративном управлении и ESG в Индии

Индия получила политическую независимость в 1947 г. и с 1991 г. проводит рыночные реформы. Несмотря на стремление этой страны к переходу от плановой экономики к либеральной в последние 30 лет наблюдался весьма медленный прогресс в этом направлении. Национальная партия, которая ввела реформы, получила парламентское большинство лишь в 1999 г., а на принятие принципиально важных для функционирования новой экономической системы законов ушло одно или два десятилетия.<sup>2</sup>

Историю кодексов корпоративного управления и раскрытия информации о нем в Индии можно проследить до периода, предшествовавшего либерализации. Закон о компаниях 1956 г. регулировал основополагающие принципы управления компаниями и корпорациями, такие как одобрение существенных действий большинством не менее 51% или 75% акционеров и защита миноритарных акционеров [28].

В Индии международные стандарты корпоративного управления начали принимать после либерализации. Во-первых, проект Кодекса надлежащего корпоративного управления был составлен Палатой промышленности Индии в 1998 г. [28; 29]. Во-вторых, Совет по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI), основанный в 1992 г. для регулирования фондового рынка и защиты прав инвесторов, создал несколько комитетов для разработки рекомендаций в отношении практики корпоративного управления. Данные рекомендации легли в основу нормативно-правовой базы раскрытия информации о корпоративном управлении в Индии: статья 49 Соглашения о котировке акций на бирже (принято в 2000 г., пересмотрено в 2004 г. и вступило в силу в 2006 г.), которая применяется к торгующимся на бирже компаниям [30; 31]. Установлено 50 обязательных пунктов раскрытия информации, отнесенных к 9 категориям [32]:

1. Кодекс управления компании (1 пункт).
2. Совет директоров (4 пункта).
3. Комитет по аудиту (3 пункта).
4. Комитет по вознаграждению (5 пунктов).
5. Комитет акционеров (5 пунктов).
6. Собрание совета директоров (6 пунктов).
7. Прочие случаи особо оговоренного раскрытия информации (4 пункта):
  - по сделкам между взаимозависимыми лицами;
  - по порядку ведения бухгалтерского учета в случае расходования с государственными стандартами бухгалтерского учета;
  - по нарушению требований и штрафных санкциях;
  - по политике сообщения о нарушениях организации, в которой состоит сам информатор.

<sup>2</sup> Согласно работе [33], только дозаконодательные этапы Закона о конкуренции, Закона о праве на доступ к информации, Закона о приобретении земли в собственность длились 11, 15 и 17 лет соответственно (см. Таблицы 2.3 и 2.4 на с. 46 и 64).

8. Средства информационного взаимодействия (7 пунктов).
9. Общая информация об акционерах (15 пунктов).

Также имеются 17 необязательных пунктов раскрытия информации, распределенных по 7 категориям в Приложении 1С статьи 49 следующим образом [34]:

1. Председатель совета директоров (1 пункт).
2. Комитет по вознаграждению (4 пункта).
3. Права акционеров (1 пункт).
4. Заочное голосование (8 пунктов).
5. Ограничение масштабов аудиторской проверки (1 пункт).
6. Обучение членов совета директоров (1 пункт).
7. Механизм оценки неисполнительных членов совета директоров (1 пункт).

Пункты касательно комитета по вознаграждению присутствуют как в обязательном, так и в необязательном списке. К обязательным сведениям относится общая информация, такая как имена членов комитета, присутствие на заседаниях в течение года и вознаграждение. К добровольно предоставляемым данным относится добавление к вознаграждению исполнительных директоров особых дополнительных преимуществ; требование к составу комитета по вознаграждению (минимум 3 неисполнительных директора, при этом председатель является независимым директором); присутствие всех членов комитета на заседаниях и присутствие председателя на ежегодном общем собрании акционеров.

Обращаем внимание на то, что требование по количеству директоров в комитете по аудиту, по раскрытию данных о сделках между взаимозависимыми лицами (обязательные), а также ряд необязательных пунктов раскрытия информации появились в результате принятия поправок к статье 49 в 2004 г. [31].

К другим законам, касающимся раскрытия информации о корпоративном управлении в Индии, относятся:

1. Руководящие принципы добровольного раскрытия информации Министерства по корпоративным вопросам [4].
2. Поправки касательно корпоративной социальной ответственности к Закону о компаниях 2013 и 2014 гг. [4; 35].

Законодательство, посвященное именно отчетности по ESG (экологическая, социальная ответственность и корпоративное управление), включает следующее:

1. Обязательная публикация материалов об ответственности бизнеса (эффективность ESG) 100 лидирующими торгующимися на бирже компаниями согласно требованиям Совета по ценным бумагам и биржам Индии, принятым в 2012 г. [36]. Требование было расширено до 1000 лидирующих торгующихся на бирже компаний в 2022–2023 гг. [37].
2. Раскрытие информации по ESG на Национальной фондовой бирже Индии по принципу «соблюдай или объясняй» с 2015 г. [38].
3. Добровольное принятие интегрированной отчетности 500 торгующимися на бирже компаниями, начиная с 2017/2018 финансового года, содержащей данные, ко-

торые «относятся к экологии, корпоративному управлению, взаимоотношениям с акционерами и т.д.» [39].

4. База для отчетности касательно ответственности бизнеса и устойчивого развития, введенная Советом по ценным бумагам и биржам Индии в 2021 г. для 1000 лидирующих торгуемых на бирже компаний, благодаря которой раскрытие информации по ESG становится обязательным в годовых отчетах компаний.<sup>3</sup>

В некоторой степени законодательство о раскрытии информации по корпоративному управлению в Индии сходно с законодательством стран Запада. Во-первых, законодательная база подобна кодексам и положениям таких передовых стран, как США, Великобритания, Австралия и Швейцария. Особенно это относится к требованиям предоставления больших полномочий независимым директорам, когда генеральный директор является председателем совета директоров, и к должностям, которые могут занимать директора, обучению директоров, присутствию на заседаниях комитетов совета директоров и вознаграждению [40]. Другое сходство между кодексами разных стран выявлено в положении о раскрытии информации в специальном разделе годового отчета [40].

Во-вторых, рекомендации по добровольному раскрытию информации в значительной мере повторяют рекомендации других стран БРИКС (возможно, за исключением Китая с его строгими обязательными нормами) [4].

Однако законодательство Индии по раскрытию информации обладает и уникальными характеристиками. Они относятся к уникальным особенностям предпринимательства в стране, где преобладают семейные компании [41; 42]. Среди данных характеристик более низкая обязательная доля независимых директоров и особые положения по советам, которые возглавляет исполнительный и неисполнительный председатель [29].

## **Эмпирические закономерности высокоэффективного корпоративного управления, раскрытия информации о корпоративном управлении и раскрытия информации о ESG в Индии**

В литературе нет общего консенсуса касательно связи между высокоэффективным корпоративным управлением и финансовыми результатами компании в Индии. С одной стороны, некоторые данные указывают на положительную связь между финансовыми результатами компании и такими прокси высокоэффективного корпоративного управления, как размер совета директоров [4], неисполнительные (внешние) директора [27; 43] и индекс корпоративного управления [44]. С другой стороны, в ряде исследований авторы выявили отрицательную связь между размером совета директоров и финансовыми результатами компании [24; 43], а также независимостью совета директоров и финансовыми результатами компании [26], либо отсутствие связи между финансовыми результатами компании и подотчетностью/прозрачностью совета директоров [45], властью CEO [27] и прочими показателями корпоративного управления [26].

<sup>3</sup> URL: BRSR reporting and the evolving ESG landscape in India | EY - India

Такая литература получила особое распространение после принятия поправок к статье 49 в 2005 г., повлекших появление неисполнительных и независимых директоров в советах директоров компаний [24]. При этом представляется, что контроль крупных владельцев, осуществляемый основателями (директорами), в большей степени отвечает нуждам такой развивающейся экономики, как Индия, чем независимость совета директоров, благодаря более близкому совпадению мотивации основателя и компании в рамках индийской культуры семейного бизнеса [24; 25].

Данные о раскрытии информации о корпоративном управлении и финансовых результатах компаний в Индии также неоднозначны. Часть эмпирических исследований подтверждает теоретические прогнозы о положительной связи между раскрытием информации и финансовыми результатами компании [44]. Однако многочисленные данные указывают либо на отсутствие связи между раскрытием информации и финансовыми результатами [45; 46–48], либо на отрицательную связь между высокоэффективным корпоративным управлением (например, независимость совета директоров) и добровольное раскрытие информации [8; 22]. Это можно объяснить тем, что компании не всегда рассматривают раскрытие информации о корпоративном управлении как инструмент привлечения капитала [20]. Представляется, что раскрытие информации скорее имеет связь с размером компании, чем с возможностью получения прибыли [46]. Причиной тому может быть то, что раскрытие информации больше относится к практике транснациональных компаний, чем местных [20], и обычно транснациональные компании крупнее.

Что касается степени раскрытия информации в индийских компаниях, эмпирическая литература указывает на то, что по добровольным пунктам раскрывается менее 50% информации [49–51] и что частные компании соблюдают требования к раскрытию информации лучше, чем публичные [52; 53]. Принципы корпоративного управления и раскрытия информации о корпоративном управлении в индийских компаниях существенно различаются [51; 54]. Это явление согласуется с групповыми различиями, выявленными во взаимосвязи между разнообразием состава совета директоров и финансовыми результатами: она положительна для самостоятельных компаний и отрицательна для компаний, входящих в группу компаний [55].

Касательно раскрытия информации по ESG в Индии, его часто применяют для повышения репутации компании [56]. Раскрытие информации по ESG широко практикуется и имеет положительную связь с финансовыми и рыночными результатами компаний [36–38; 57]. Кроме того, отчетность по ESG приобретает свойства важной движущей силы для «зеленых» инноваций [56; 58].

## Раскрытие информации о корпоративном управлении и ESG в телекоммуникационной отрасли Индии

Телекоммуникационный рынок Индии, где присутствует 944,96 млн абонентов [59, р. 1], занимает второе место в мире по размеру и стремительно растет [60; 61]. До появления в сентябре 2016 г. нового быстрорастущего гиганта Reliance Jio господствующее положение на нем занимали такие международные компании, как Bharti Airtel (рабо-

тает в 18 странах) и Vodafone. Данная компания прибегла к бизнес-стратегии, согласно которой она предлагает новые продукты по доступным ценам [60; 62; 63]. Среди них сверхдешевые данные, бесплатные звонки в режиме телефона и введение стандарта 4G. Это позволило компании получить 100 млн абонентов за первые шесть месяцев с момента выхода на рынок [61]. Reliance Jio вышла в прибыль в 2018 г., в то время как доходы прежнего лидера Bharti Airtel упали более чем в 5 раз с 2016 по 2018 г. [61] (Таблица 3). Reliance Jio очень быстро заняла лидерскую позицию на телекоммуникационном рынке, и с тех пор ее доля постоянно растет (37% в 2020 г. [64] и 40% в 2024 г. [59]). Опросы касательно предпочтений потребителей показывают, что молодежь (15–20 лет) однозначно выбирает Reliance Jio, а потребители в возрасте с 25–50 лет предпочитают пользоваться услугами своего старого провайдера Bharti Airtel [61].

Телекоммуникационная отрасль в Индии отличается высокой концентрацией: четыре лидирующие компании занимают 98% рынка (беспроводной и проводной связи) и 99% рынка беспроводной связи. По состоянию на декабрь 2024 г. это следующие компании: 1) Reliance Jio Infocomm Ltd – частная, не торгующаяся на бирже компания; 2) Bharti Airtel Ltd – частная, торгующаяся на бирже компания; 3) Vodafone Idea – частная, торгующаяся на бирже компания; и 4) Bharat Sanchar Nigam Ltd, BSNL, частная, не торгующаяся на бирже компания [59].

С точки зрения применения характерных для Индии форм инновационного предпринимательства ее телекоммуникационную отрасль можно рассматривать как репрезентативную. Примерами могут служить «предпринимательское лидерство и видение», «модульное проектирование для удовлетворения потребностей пользователей в доступности, функциональности и пригодности к эксплуатации путем архитектурных инноваций» и «использование отечественной базы знаний» [14]. История постепенной либерализации телекоммуникационной отрасли типична для всей страны: официальная либерализация отрасли произошла в 1991 г., а в 1997 г. был учрежден независимый орган – Управление регулирования телекоммуникаций Индии (TRAI), чтобы снизить влияние государства на регулирование ценообразования и политики [15]. В телекоммуникационной отрасли присутствует серьезная конкуренция, поэтому она сосредоточена на вопросах рентабельности и устойчивости [16].

Приведенные выше в кратком изложении результаты изучения раскрытия информации о корпоративном управлении в Индии согласуются с большинством исследований, посвященных индийской телекоммуникационной отрасли. Лучшим примером служит Bharti Airtel (международная компания), которая составляет отчетность как по обязательным, так и по добровольным пунктам и продолжает повышать качество раскрытия информации несмотря на сокращение доходов и доли рынка в последнее время. Bharti Airtel показывает себя с наилучшей стороны с точки зрения добровольного раскрытия информации как в телекоммуникационной отрасли [48], так и среди 10 лидирующих индийских компаний в экономике в целом [64]. Bharti раскрывает больше добровольных пунктов, чем публичная телекоммуникационная компания BSNL [65], что согласуется с выводами о более качественном раскрытии информации о корпоративном управлении частными компаниями из других секторов индийской экономики.

В то же время Reliance Jio несмотря на то что является прибыльной и быстрорастущей компанией, по-видимому, не считает раскрытие информации настолько важным: например, она не раскрывает добровольную информацию в виде сводных отчетов [48].

Кроме того, по-видимому, отсутствует взаимосвязь между индексом корпоративного управления (построенным Ханом и Банерджи (2013) [47] для 10 лидирующих телекоммуникационных компаний Индии на основании показателей по совету директоров, аудиторскому комитету, обязательному и необязательному раскрытию информации) и рыночной капитализацией (связь обнаружена у Bharti Airtel, в отличие от остальных 9 компаний).

Подводя итоги, представляется, что в телекоммуникационной отрасли Индии отсутствует связь между рыночными результатами деятельности и раскрытием информации о корпоративном управлении, а бизнес-стратегия на основе ценовой конкуренции оказывается более эффективной в борьбе за долю рынка, чем раскрытие данных о практике высокоэффективного корпоративного управления. Подобно другим секторам экономики Индии [46], телекоммуникационная отрасль демонстрирует, что раскрытие информации связано с размером компании, а не с рентабельностью или рыночными результатами деятельности.

Компании телекоммуникационной отрасли надлежащим образом внедрили отчетность по ESG. Что касается лидирующих компаний, Reliance Jio не торгуется на бирже и не должна вносить информацию по ESG в свои отчеты [48], в то время как Reliance Industries Limited (материнская компания) регулярно публикует отчеты по ESG по компании Reliance Jio.<sup>4</sup> В значительной степени ее мотивацию можно объяснить репутационными соображениями, например, стремлением снизить репутационные риски, связанные с электронными отходами [56]. Reliance Jio обладает обширным списком экологических инициатив, поэтому неудивительно, что компания была удостоена награды «Эффективность в области ESG в секторе телекоммуникаций» на Втором саммите по ESG с награждениями, организованном компанией «Трансформанс Форумз» (Transformance Forums) в Мумбаи в 2022 г. [66; 67].

Bharti Airtel, вторая по размеру компания в телекоммуникационном секторе Индии, составляет сводные добровольные отчеты, в которых приводит данные по ESG [48]. Кроме того, компания работает над повышением энергетической эффективности своих продуктов [56], внося вклад в «зеленые» инновации. Bharti Airtel также успешно осуществляет практику раскрытия информации касательно социальной ответственности и устойчивого развития [68].

Представленная на биржах различных стран Vodafone Idea (третье место в телекоммуникационной отрасли Индии), во многом схожая с Bharti Airtel, составляет сводные добровольные отчеты с 2021 г., включая в них отчетность по ESG [48].

Публичная компания BNSL, четвертая по величине компания в телекоммуникационном секторе Индии, официально не составляет отчетность по ESG, поскольку не обязана подавать сводную отчетность. Однако BNSL традиционно

признает важность корпоративной социальной ответственности [69], а ее деятельность охватывает такие компоненты ESG, как «борьба со стихийными бедствиями и катастрофами» и «предоставление машин скорой помощи» [69; 70].

## Обсуждение и заключение

Изучение высокоэффективных практик корпоративного управления важно для обеспечения высоких финансовых результатов компании [40; 71]. Однако опыт развитых стран зачастую неприменим к развивающимся экономикам [24; 26; 72]. Поэтому в такой крупной развивающейся экономике, как Индия, важно принимать во внимание как распространенные на международном уровне, так и характерные для страны формы эффективного корпоративного управления, чтобы определить наиболее эффективные практики, которые можно применить к другим развивающимся экономикам.

Индия является ярким примером развивающейся экономики, которая адаптирует концепцию экономического роста под свою конкретную экономическую и культурную среду. Эта страна обладает характеристиками инновационной экономики несмотря на то что инновации осуществляет небольшое количество компаний, которые представляют собой «островки» в «ресурсно-ориентированной экономике» [73]<sup>5</sup>.

В целом, инновационный рост стал основополагающей концепцией современного экономического развития, а список институциональных основ инноваций возглавляет тщательно проработанная финансовая система финансирования рискованных предприятий [74]. Безусловно эффективная практика раскрытия информации о корпоративном управлении является неотъемлемой частью такой системы. Действительно, «качество корпоративного управления влияет на стоимость доступа корпораций к капиталу, необходимому для роста» [2].

Однако история венчурного капитала в Индии весьма непродолжительна [10], а спрос на внешний капитал со стороны индийских компаний невелик [20]. В соответствии с многочисленными научными исследованиями, этим можно объяснить низкое стремление индийских компаний использовать раскрытие информации о корпоративном управлении в качестве средства привлечения капитала [20], а также отсутствие положительной взаимосвязи между рыночными результатами деятельности и раскрытием информации.

Согласно последнему выпуску Corporate Governance Watch (2023) Ассоциации корпоративного управления Азии (2023), по качеству корпоративного управления Индия занимает 6-е место из 12 стран Азии с баллом 59,4 (для сравнения, у Китая балл составляет 43,7, у Японии – 64,6, а у Австралии – лидера среди стран Азии – 75,2). В Индии действует «среда, основанная на системе правил» с правовой системой, выстроенной на основе принципов Великобритании, что обеспечило более высокий рейтинг корпоративного управления, чем у Китая, и более качественное раскрытие информации у индийских компаний по сравнению с китайскими [75].

<sup>4</sup> URL: <https://www.ril.com/ar2023-24/integrated-approach-to-sustainable-growth.html>

<sup>5</sup> На самом деле, в Индии и Китае можно наблюдать различные закономерности экономического развития на этапе ранней индустриализации: в то время как Китай сконцентрировался на росте внутреннего рынка посредством инноваций, Индия стремилась эффективно применять глобальные и технические навыки на международных рынках [77].

При этом признано, что в Индии «остаются пробелы в раскрытии информации для обеспечения соблюдения законодательства, государственные предприятия продолжают рассматривать правила корпоративного управления (КУ) как руководство к действию, которое существует для других» [76]. Несмотря на то что после принятия поправок к статье 49 в 2004 г. объемы раскрытия информации выросли [46; 53], в области добровольного раскрытия информации остается значительный потенциал для совершенствования.

Согласно публикации Doing Business Report<sup>6</sup> за 2020 г., Индия улучшила свою среду для ведения бизнеса (заяв 63-е место из 190 стран с общим баллом 71). Также были улучшены несколько компонентов общего балла, например, открытие бизнеса и разрешение вопроса неплатежеспособности, однако в отношении защиты миноритарных инвесторов изменений в лучшую сторону не выявлено.

В целом, изучение эмпирических закономерностей в области корпоративного управления Индии вызвало растущий интерес исследователей, который повлек за собой постоянное увеличение количества статей в этой области и частоты их цитирования [13]. В данной работе мы осуществили метаобзор литературы по одному из ключевых компонентов эффективного корпоративного управления в Индии – раскрытию информации о корпоративном управлении – с акцентом на практике корпоративного управления в целом и раскрытии информации о корпоративном управлении в частности. Мы выявили, что многие упрощенные факты, прогнозируемые экономической теорией для высокоэффективного корпоративного управления, к Индии не применимы.

Например, между размером совета директоров и стоимостью компании [24], а также занятостью внешних директоров и финансовыми результатами компании [27] присутствует отрицательная связь [27]. Также отсутствует связь между финансовыми результатами и показателями корпоративного управления [26], а именно, в случае назначения нескольких внешних директоров [27].

Эти факты могут быть связаны с небольшими полномочиями и возможностями независимых директоров в такой развивающейся стране, как Индия, по сравнению с развитыми странами [26]. Из-за малого количества кандидатов на должность независимого директора в Индии [26] назначенные директора могут стать «марионетками», нанятыми связанными с ними лицами из числа контролирующих акционеров [8] лишь для соблюдения формальностей [27]. Такие директора будут лишь мешать эффективному принятию решений советом директоров [22].

Такое явление, как неэффективность в ведении бизнеса независимых директоров связано с незначительной или отрицательной взаимосвязью между подотчетностью, прозрачностью, независимостью совета директоров и добровольным раскрытием информации [8; 22; 45]. Оно требует заполнения «пробелов в действующей структуре корпоративного управления» в Индии [8] в отношении назначения фактически независимых директоров. В то же время небольшие полномочия независимых директоров выявлены

и в других развивающихся странах, таких как участники БРИК, соответственно, данная особенность характерна не только для современной экономики Индии [78; 79].

В целом, Индию можно рассматривать как пример развивающейся экономики, в которой управление акционеров слабее, чем в крупных странах Запада. Причина может заключаться в том, что формально наблюдаемые показатели корпоративного управления не способны дать убедительное объяснение имеющейся взаимосвязи между участниками экономических отношений [20]. Небезосновательно предположить, что нежелание индийских компаний раскрывать информацию о корпоративном управлении может также возникнуть по причине высоких затрат по сравнению с предполагаемыми преимуществами, а в случае с обязательными пунктами – по причине отсутствия необходимых механизмов обеспечения исполнения законов регулируемыми органами или их высокой стоимости. Тем не менее, данное явление в целом присуще странам с переходной экономикой [6; 80].<sup>7</sup>

## Благодарности

Благодарим редактора, Ирину Васильевну Ивашковскую, за ценные комментарии.

Работа подготовлена при поддержке Программы фундаментальных исследований Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики» (Москва, Российская Федерация).

## Список литературы

1. Ivashkovskaya I.V., Kuz'minov YA.I. Введение. In: Ivashkovskaya I.V., Kuz'minov YA.I., Aliev R.B., eds. Российские корпорации на пути к антихрупкости. Финансовая архитектура компаний. Moscow: Издательский дом НИУ ВШЭ; 2025. (In Russ.) (Accessed on 05.05.2025) URL: <https://publications.hse.ru/pubs/share/direct/1057916812.pdf>
2. OECD. *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*. Paris: OECD Publishing; 2023. <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>
3. Frecautan I., Ivashkovskaya I. Is corporate governance important for green bond performance in emerging capital markets? *Eurasian Economic Review*. 2024;14:175-212. <https://doi.org/10.1007/s40822-023-00249-5>
4. Colares Oliveira M., Ceglia D., Antonio Filho F. Analysis of corporate governance disclosure: a study through BRICS countries. *Corporate Governance*. 2016;16(5):923-940. <https://doi.org/10.1108/CG-12-2015-0159>
5. Ivashkovskaya I.V., Makeeva E.Y., Popov K.A. Boards of directors in Russian companies in the context of ESG transformation. *Voprosy Ekonomiki*. 2024;(10):42-76. (In Russ.) <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2024-10-42-76>
6. Enikolopov R., Stepanov S. Corporate governance in Russia. In: *The Oxford Handbook of the Russian Economy*. Oxford [u.a.]: Oxford University Press; 2013.

<sup>6</sup> URL: <https://archive.doingbusiness.org/en/reports/global-reports/doing-business-2020>

<sup>7</sup> Примером может служить сокращение объемов раскрытия информации в России после введения санкций, что особо заметно в наиболее пострадавших отраслях (Makeeva и Попов, 2025), которые, вероятно, проявили бы меньше стремления нести затраты по раскрытию информации, чем другие отрасли.

7. Ivashkovskaya I., Stepanova A. Does strategic corporate performance depend on corporate financial architecture? Empirical study of European, Russian and other emerging market's firms. *Journal of Management Governance*. 2011;15:603-616. <https://doi.org/10.1007/s10997-010-9132-7>
8. Saha R., Kabra K.C. Corporate governance and voluntary disclosure: A synthesis of empirical studies. *Business Perspectives and Research*. 2020;8(2):117-138. <https://doi.org/10.1177/2278533719886998>
9. Enikolopov R., Petrova M., Stepanov S. Firm value in crisis: Effects of firm-level transparency and country-level institutions. *Journal of Banking Finance*. 2-14;46:72-84. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.028>
10. Dasher R. Asia Entrepreneurship Update – 2024. (accessed on 23.07.2024) URL: <https://drive.google.com/file/d/11YrpBt1BT03cYOZbJ3x2aHWXhTb6YELw/view>
11. Aguilera R.V., Haxhi I. 'Comparative Corporate Governance in Emerging Markets'. In: Grosse R, Meyer K., eds. *The Oxford Handbook of Management in Emerging Markets*. Oxford Handbooks. 2019. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780190683948.013.9>
12. Popov K., Makeeva E. Relationship between Board Characteristics, ESG and Corporate Performance: A Systematic Review. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2022;16(4):119-134. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.4.2022.119-134>
13. Abhilash A., Shenoy S.S., Shetty D.K. Overview of corporate governance research in India: A bibliometric analysis. *Cogent Business Management*. 2023;10(1):2182361. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2182361>
14. Ray P.K., Ray S. Resource-Constrained Innovation for Emerging Economies: The Case of the Indian Telecommunications Industry. *IEEE Transactions on Engineering Management*. 2010;57(1):144-156. <https://doi.org/10.1109/TEM.2009.2033044>
15. Zahoor Z. An overview of Indian telecom sector. *Abhinav National Monthly Refereed Journal of Research in Commerce & Management*. 2015;4(3):62-69. (Accessed on 05.05.2025) URL: <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=47f03d1100fcbceb214b7230674e6bdebbf1a225>
16. Chen W.K., Nalluri V., Ma S., et al. An exploration of the critical risk factors in sustainable telecom services: an analysis of Indian telecom industries. *Sustainability*. 2021;13(2):445. <https://doi.org/10.3390/su13020445>
17. Sivaramkrishnan A., Pellissery S. The digital delivery of welfare services in India: Achievements, anomalies and lessons learnt. In: *Handbook on Social Protection and Social Development in the Global South*. Edward Elgar Publishing; 2023.
18. Gupta S.B., Yadav R.K. Study of growing popularity of payment Apps in India. *Test Engineering and Management*. 2020;82:16110-16119.
19. Besstremyannaya G., Dasher R. Financing and Management of Innovation in India: New Paths for Green Innovation. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2024;18(3):97-109. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.3.2024.97-109>
20. Khanna T., Palepu K.G. Globalization and convergence in corporate governance: Evidence from Infosys and the Indian software industry. *Journal of International Business Studies*. 2004;35:484-507. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400103>
21. Vogel S.K. *Marketcraft: How governments make markets work*. Oxford University Press; 2018.
22. Kumar K., Kumari R., Nandy M., et al. Do ownership structures and governance attributes matter for corporate sustainability reporting? An examination in the Indian context. *Management of Environmental Quality*. 2022;33(5):1077-1096. <https://doi.org/10.1108/MEQ-08-2021-0196>
23. Bloom N., Van Reenen J. Measuring and explaining management practices across firms and countries. *The Quarterly Journal of Economics*. 2007;122(4):1351-408. <https://doi.org/10.1162/qjec.2007.122.4.1351>
24. Kumar N., Singh J.P. Effect of board size and promoter ownership on firm value: some empirical findings from India. *Corporate Governance*. 2013;13(1):88-98. <https://doi.org/10.1108/14720701311302431>
25. Kumar J. Does ownership structure influence firm value? Evidence from India. *The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*. 2004;9(2):61-93. <https://doi.org/10.2139/ssrn.464521>
26. Arora A., Sharma C. Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India. *Corporate Governance*. 2016;16(2):420-436. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2016-0018>
27. Jackling B., Johl S. Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: an international review*. 2009;17(4):492-509. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00760.x>
28. Sharma A. Legal framework and corporate governance: An Indian perspective. *IJCEM: International Journal of Computational Engineering and Management*. 2012;15(1):10-16.
29. Chakrabarti R., Megginson W.L., Yadav P.K. Corporate governance in India. University of Cologne, Centre for Financial Research (CFR), Cologne; 2007:CFR working paper, No. 08-02. (accessed on 05.05.2025). URL: <https://hdl.handle.net/10419/41393>
30. Securities and Exchange Board of India (SEBI). *Clause 49 - Corporate Governance*. (accessed on 23.05.2025) URL: [https://www.sebi.gov.in/sebi\\_data/commndocs/cir2803an1\\_p.pdf](https://www.sebi.gov.in/sebi_data/commndocs/cir2803an1_p.pdf)
31. Securities and Exchange Board of India (SEBI). *Amendments to Clause 49*. (accessed on 23.05.2025) URL: [https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/sep-2014/corporate-governance-in-listed-entities-amendments-to-clause-49-of-the-equity-listing-agreement\\_27973.html](https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/sep-2014/corporate-governance-in-listed-entities-amendments-to-clause-49-of-the-equity-listing-agreement_27973.html)
32. Securities and Exchange Board of India (SEBI). *Clause 49. Annexure 1B*. (accessed on 23.05.2025) URL: [https://www.sebi.gov.in/sebi\\_data/commndocs/cir2803an1b\\_p.pdf](https://www.sebi.gov.in/sebi_data/commndocs/cir2803an1b_p.pdf)
32. Chakraborty A. Quality management practices in Indian SMEs. In: Pereira P., Xavier S., eds. *Quality Management and Quality Control: New Trends and Developments*. IntechOpen; 2019. <https://doi.org/10.5772/intechopen.83550>

33. Securities and Exchange Board of India (SEBI). *Clause 49 Annexure 1C Non-Mandatory Requirements*. (accessed on 23.05.2025) URL: [www.sebi.gov.in/sebi\\_data/commondocs/cir2803an1c\\_p.pdf](http://www.sebi.gov.in/sebi_data/commondocs/cir2803an1c_p.pdf)
34. Pandey S.C., Pattnaik P.N. Mandatory CSR and organizational compliance in India: The experience of Bharti Airtel. *Global Business and Organizational Excellence*. 2017;36(6):19-24. <https://doi.org/10.1002/joe.21810>
35. Singh MP, Chakraborty A, Roy M, Tripathi A. Developing SME sustainability disclosure index for Bombay Stock Exchange (BSE) listed manufacturing SMEs in India. *Environment, Development and Sustainability*. 2021;23:399–422. <https://doi.org/10.1007/s10668-019-00586-z>
36. Motwani A., Gupta R. ESG reporting: Environmental dimension disclosures by large energy sector companies in India. *European Journal of Theoretical and Applied Sciences*. 2023;1(2):108–118. [https://doi.org/10.59324/ejtas.2023.1\(2\).11](https://doi.org/10.59324/ejtas.2023.1(2).11)
37. Diwan H., Sreeraman B.A. From financial reporting to ESG reporting: a bibliometric analysis of the evolution in corporate sustainability disclosures. *Environment, development and sustainability*. 2024;26(6):13769–13805. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-03249-2>
38. Securities and Exchange Board of India (SEBI). *Circular. Integrated Reporting by Listed Entities*. (accessed on 23.05.2025) URL: [https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/feb-2017/integrated-reporting-by-listed-entities\\_34136.html](https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/feb-2017/integrated-reporting-by-listed-entities_34136.html)
39. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). *Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure*. United URL: [https://unctad.org/system/files/official-document/iteteb20063\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/iteteb20063_en.pdf)
40. Ashwin A.S., Krishnan R.T., George R. Family firms in India: family involvement, innovation and agency and stewardship behaviors. *Asia Pacific Journal of Management*. 2015;32:869-900. <https://doi.org/10.1007/s10490-015-9440-1>
41. Ray S., Ray P.K. Innovation strategy of latecomer firms under tight appropriability regimes: The Indian pharmaceuticals industry. *Journal of International Management*. 2021;27(1):100820. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2020.100820>
42. Ghosh S. Do board characteristics affect corporate performance? Firm-level evidence for India. *Applied Economics Letters*. 2006;13(7):435-443. <https://doi.org/10.1080/13504850500398617>
43. Sarkar J., Sarkar S., Sen K. A corporate governance index for large listed companies in India. *Pace University Accounting Research Paper*. 2012;2012/08. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2055091>
44. Al-Ahdal W.M., Alsamhi M.H., Tabash M.I., et al. The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and Finance*. 2020;51:101083. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101083>
45. Subramanyam M., Dasaraju H. Corporate governance and disclosure practices in listed information technology (IT) companies in India. *Open Journal of Accounting*. 2014;3(4):89-106. <https://doi.org/10.4236/ojacct.2014.34011>
46. Bhanumurthy I., Dessai S. Corporate Governance in India Clause 49 of Listing Agreement. *SSRN Electronic Journal*. 2010. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1660285>
47. Khan M.I., Banerji A. Corporate Governance, Foreign Investment in Listed Indian Telecom Companies. *International Journal of Finance Policy Analysis*. 2013;5(2):27.
48. Agnihotri S., Saklani D.R., Gupta S. Present State of Integrated Reporting Disclosure Practices in Indian Telecom Industry. *The Management Accountant Journal*. 2022;57(11):65-69. <https://doi.org/10.33516/maj.v57i11.65-69p>
49. Sharma R., Singh F. Voluntary corporate governance disclosure: A study of selected companies in India. *IUP Journal of Corporate Governance*. 2009;8(3/4):91-108.
50. Bhasin M.L. Corporate governance disclosure practices: The portrait of a developing country. *International Journal of Business and Management*. 2010;5(4):150-167. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v5n4p150>
51. Bhasin M.L., Shaikh J.M. Voluntary corporate governance disclosures in the annual reports: an empirical study. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*. 2013;5(1):79-105. <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2013.052432>
52. Jauhari S. Analysis of Corporate Government Practices by Various Sectors in India: A Voluntary Disclosures from Annual Reports. *AIJMR-Advanced International Journal of Multidisciplinary Research*. 2024;2(3). <https://doi.org/10.62127/aijmr.2024.v02i03.1055>
53. Abraham S., Marston C., Jones E. Disclosure by Indian companies following corporate governance reform. *Journal of Applied Accounting Research*. 2015;16(1):114-137. <https://doi.org/10.1108/JAAR-05-2012-0042>
54. Chatterjee D. Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: The Case of Three Indian Companies. *International Journal of Innovation, Management and Technology*. 2010;1(5):507-510.
55. Aggarwal R., Jindal V., Seth R. Board diversity and firm performance: The role of business group affiliation. *International Business Review*. 2019;28(6):101600. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2019.101600>
56. Tohang V., Adhariani D., Violita E.S. Environmental, Social, and Governance (ESG) Strategies for Driving Business Performance: Evidence From the Communication Services Industry in Asia. *Business Strategy and Development*. 2025;8(2):e70106. <https://doi.org/10.1002/bsd2.70106>
57. Sharma P., Panday P., Dangwal R.C. Determinants of environmental, social and corporate governance (ESG) disclosure: a study of Indian companies. *International Journal of Disclosure and Governance*. 2020;17(4):208-217. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00085-y>

58. Gajjar Y. Exploring the scope of green investment in the coal sector of India and its efficacy on Indian economy. *Environmental Claims Journal*. 2021;33(4):279–303. <https://doi.org/10.1080/10406026.2020.1851489>
59. *Telecom Regulatory Authority of India*. TRAI. 2025: Press Release No.16/2025. (accessed on 05.05.2025) URL: [https://www.trai.gov.in/sites/default/files/2025-03/PR\\_No.16of2025.pdf](https://www.trai.gov.in/sites/default/files/2025-03/PR_No.16of2025.pdf)
60. Kalyani P. An empirical study on Reliance JIO effect, Competitor's reaction and customer perception on the JIO's pre-launch offer. *Journal of management engineering and information technology*. 2016;3(5):18-36. <https://doi.org/10.5281/zenodo.183437>
61. Gupta A., Raghav K., Dhakad P. The effect on the telecom industry and consumers after the introduction of Reliance Jio. *International Journal of Engineering and Management Research (IJEMR)*. 2019;9(3):118-137. <https://doi.org/10.31033/ijemr.9.3.16>
62. Ansari Z., Misra M.S. *An empirical study of consumer preferences towards Reliance Jio. Industry 4.0 Innovations in Management*. Sinhgad Institute of Management, Pune; 2019-2020. (accessed on 05.05.2025) URL: <http://siom.sinhgad.edu/wp-content/uploads/2024/01/3.3.2-Books-Papers-2018-19.pdf>
63. Kalpana K., Yusuf S.K., Jang I., et al. Study of Customer Satisfaction towards Airtel. *International Journal of Smart Business and Technology*. 2017;5(1):27-34.
64. Damor K.P., Jakhariya R.R. A Study of Corporate Governance Disclosure Index in Top Ten Indian Companies. *International Journal of Commerce and Management Studies (IJCAMS)*. 2021;6(1). (accessed on 05.05.2025) URL: <https://ijcams.com/wp-content/uploads/2021/04/Jakhariya-Reema-CGDI-updated.pdf>
65. Koli L.N., Navratan. Corporate governance disclosure practices in Indian telecom sector: [A comparative study between Bharat Sanchar Nigam Limited and Bharti Airtel Limited]. *International Journal of Management, IT and Engineering*. 2013;3(1):458-467.
66. Raju N. *Reliance Jio wins the prestigious 'ESG Performance in Telecom Sector' Award*. 2022. (accessed on 05.05.2025) URL: <https://cxotoday.com/press-release/reliance-jio-wins-the-prestigious-esg-performance-in-telecom-sector-award/>
67. Rathor A. Indian telecom giant 'Reliance Jio' wins ESG performance in telecom award. *ESG News*; 2022. (accessed on 05.05.2025) URL: <https://www.knowesg.com/featured-article/indian-telecom-giant-reliance-jio-wins-esg-performance-in-telecom-award>
68. Kumar M., Raj N., Singh R.R. Ranking Indian Companies on Sustainability Disclosures Using the GRI-G4 Framework and MCDM Techniques. *International Journal of Sustainable Development & Planning*. 2023;18(9):2791-2799. <https://doi.org/10.18280/ijstdp.180917>
69. Shukla L.N., Mishra R.C. BSNL And Green Management: Developing Sustainable Telecommunications Practices. *Idealistic Journal of Advanced Research in Progressive Spectrums (IJARPS)*. 2024;3(10):44-48.
70. Thakur T., Pathania T.S. Remittance of corporate social responsibility by Bharat Sanchar Nigam Limited (BSNL) in himachal Pradesh. *International Journal of Current Advanced Research*. 2018;7(6F):13473-13476.
71. OECD. *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing; 2015. <https://doi.org/10.1787/9789264236882-en>
72. Sarkar J., Sarkar S., Sen K. Board of directors and opportunistic earnings management: Evidence from India. *Journal of Accounting, Auditing Finance*. 2008;23(4):517-551. <https://doi.org/10.1177/0148558X080230040>
73. Dasher R. *Disruptive Ideas, Open Innovation and New Value Chains: Trends in Asia*. 2013. (accessed on 23.05.2025) URL: <https://asia.stanford.edu/wp-content/uploads/131003-Dasher-EE402A.pdf>
74. Dasher R., Harada N., Hoshi T., et al. *Institutional Foundations for Innovation-Based Economic Growth National Institute for Research Advancement (NIRA) report*. 2015. (accessed on 23.05.2025) URL: [https://www.nira.or.jp/pdf/e\\_1503report.pdf](https://www.nira.or.jp/pdf/e_1503report.pdf)
75. Lattemann C., Fetscherin M., Alon I., et al. CSR communication intensity in Chinese and Indian multinational companies. *Corporate Governance: An International Review*. 2009;17(4):426-442. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00758.x>
76. CG Watch 2023. *India. Sustainability is key. Decoding ambiguity and non-transparency*. 2024. (accessed on 05.05.2025) URL: <https://www.acga-asia.org/pdf/cg-watch-india-2023>
77. Dasher R. *Closed innovation system: everything done inside the firm*. 2009. (accessed on 23.05.2025) URL: <https://asia.stanford.edu/wp-content/uploads/090924-dasher402a-part2.pdf>
78. Kopyrina O., Stepanova A. The influence of ownership structure and board independence on the cost of debt in BRIC countries. *Economic Systems*. 2023;47(2):101097. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2023.101097>
79. Kirpishchikov D.A., Lopez-Iturriaga F., Zavertiaeva M. Boards of directors in BRIC countries: A review of empirical studies. *Russian Management Journal*. 2021;19(2):195–228. <https://doi.org/10.21638/spbu18.2021.204>
80. Makeeva E.YU., Popov K.A. Глава 2. Российские корпорации на пути к антихрупкости. In: Ivashkovskaya I.V., Kuz'minov YA.I., Aliev R.B., eds. *Финансовая архитектура компаний*. Moscow: Izdatel'skii dom NIU VSHEH; 2025. (In Russ.)

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 19.04.2025; одобрена после рецензирования 08.05.2025; принята для публикации 01.06.2025.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.2.2025.15-37>

JEL classification: G12, G32, G34



# Фундаментальные корректировки мультипликаторов как инструмент повышения точности оценки стоимости бизнеса

**Илья Гуров** ✉

Доктор экономических наук, CFA, заведующий кафедрой финансов и кредита, доцент, Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова, Экономический факультет, Москва, Россия, [ingurov@mail.ru](mailto:ingurov@mail.ru), [ORCID](#)

**Александр Бочкарев**

Ассистент кафедры финансов и кредита, Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова, Экономический факультет, Москва, Россия, [bochkarews@mail.ru](mailto:bochkarews@mail.ru), [ORCID](#)

## Аннотация

Цель статьи – оценить влияние корректировочных процедур на точность оценки методом мультипликаторов. В статье выводятся формулы для корректировок мультипликаторов P/E и EV/EBITDA на основе модели Гордона и ее модификаций для учета различий между целевой и сопоставимыми компаниями. В рамках количественного исследования применялись моделирование, дескриптивный и регрессионный анализ. На основе выборки из 38 публичных железнодорожных компаний из 13 стран с 2017 по 2023 г. впервые показано, что в результате корректировок у мультипликаторов P/E по выборке сопоставимых компаний снижается стандартное отклонение с 28.7 до 1.2, разброс между 90 и 10 перцентилем – с 42.7 до 3.2, у мультипликатора EV/EBITDA стандартное отклонение – с 35.6 до 3.3, разброс между 90 и 10 перцентилем – с 21.2 до 6.2. Корректировки на стоимость капитала и ее компонент (в частности, безрисковой ставки) приводят к значимому на 1%-м уровне снижению разброса между мультипликаторами сопоставимых компаний. Корректировки на различия в долговой нагрузке приводят к значимому на 10%-м уровне снижению вариативности мультипликатора EV/EBITDA. Корректировки на ожидаемый рост приводят к росту вариативности мультипликаторов, что связано со сложностью прогнозирования долгосрочных темпов роста компаний. Корректировки на стоимость капитала повышают точность оценки стоимости (отклонение от рыночных данных составляет до 0.3 прибылей и 0.5 EBITDA). При этом корректировки только на стоимость капитала точнее, чем корректировки и на стоимость капитала, и на рост. Тем не менее корректировки и на стоимость капитала, и на рост позволяют получить более точные оценки, чем на основании нескорректированных мультипликаторов. На практике целесообразно проводить корректировки на различия в стоимости капитала. При отсутствии возможности точно оценить будущие темпы роста целевой и сопоставимых компаний целесообразно отказаться от корректировки на рост, либо проводить ее только для различий в ожидаемой инфляции (для компаний из разных стран).

**Ключевые слова:** оценка стоимости бизнеса, сравнительный подход, мультипликатор P/E, мультипликатор EV/EBITDA, корректировки мультипликаторов, обоснованный мультипликатор, железнодорожная отрасль

**Для цитирования:** Gurov I., Bochkarev A. (2025) Fundamental Adjustments of Multiples as a Tool to the Business Valuation Accuracy Improvement. *Journal of Corporate Finance Research*. 19 (2): 15-37. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.2.2025.15-37>

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

## Введение

Точная оценка стоимости бизнеса важна для принятия верных инвестиционных решений, в частности, в сфере управления активами, при реализации сделок слияний и поглощений, в рамках проведения публичного размещения акций. Оценке стоимости посвящен большой объем научной литературы [1–4]. На практике для оценки действующего бизнеса обычно применяются метод дисконтированных денежных потоков [5–7] и метод компаний-аналогов [8–11].

Метод дисконтированных денежных потоков базируется на финансовой модели компании, из которой можно рассчитать прогноз денежных потоков, например, дивидендов, свободных денежных потоков для акционеров или для фирмы. Для применения этого метода также необходима корректная оценка ставки дисконтирования (требуемой доходности собственного капитала или средневзвешенных затрат на капитал<sup>1</sup>).

Метод мультипликаторов (часто также используются такие названия, как метод компаний-аналогов, метод сопоставимых компаний, сравнительный подход) позволяет оценить стоимость компании на основе ее сопоставления с другими, похожими по основным характеристикам, компаниями.

Одна из ключевых предпосылок в методе мультипликаторов заключается в высоком уровне сходства между целевой и сопоставимыми компаниями. Однако если различия между компаниями существенны, то применение метода затруднено. Например, у компаний могут различаться рентабельность проектов, ожидаемый рост бизнеса, дивидендная политика, долговая нагрузка, подверженность систематическому риску, специфические премии за риск, стоимость капитала из-за страновых различий (для компаний из разных стран). Эти, а также другие факторы, влияют на стоимость и целевой, и сопоставимых компаний, поэтому применение сравнительного подхода может привести как к завышению, так и занижению оценки стоимости целевой компании. Точность оценки посредством метода компаний-аналогов может быть повышена посредством применения корректировочных процедур для мультипликаторов, если они устраняют индивидуальные различия целевой и сопоставимых компаний.

Особую роль подходы к корректировке мультипликаторов приобретают в условиях невысокого количества компаний-аналогов или их существенных отличий от компании-

цели. Выбор железнодорожной отрасли для апробации обоснован тем, что применение мультипликаторов без корректировок приведет к существенным ошибкам в оценках российских железнодорожных компаний в связи с полным отсутствием отечественных публичных компаний-аналогов. По состоянию на начало 2025 г. бывшие ранее публичными компании (в том числе «Трансконтейнер»<sup>2</sup>, ДВМП<sup>3</sup>) провели делистинг. Акции Globaltrans после делистинга будут торговаться только в Казахстане<sup>4</sup>, что снижает возможности их использования в качестве аналогов в условиях капитальных ограничений<sup>5</sup>. Объединенная вагонная компания в качестве сопоставимой не рассматривается в связи наличием финансовых проблем в рассматриваемом периоде<sup>6</sup>. Основная часть публичных аналогов для оценки железнодорожных компаний (сама по себе по небольшая – около 40 компаний на глобальных рынках капитала) – это компании, которые ведут бизнес в других странах, с принципиально отличающимися факторами стоимости, в частности, такими как затраты на капитал и ожидаемый рост. С другой стороны, по данным системы СПАРК в российской экономике ведут деятельность более 3 тыс. железнодорожных компаний, из них около 100 с выручкой более 1 млрд руб. и около 500 с годовой выручкой от 100 млн руб. до 1 млрд руб.<sup>7</sup> Это те компании, чья оценка может быть актуальна в связи с высокой активностью в сделках слияний и поглощений, а также для привлечения стратегических инвесторов в этой сфере<sup>8</sup>.

Таким образом, несмотря на высокую потребность в наличии точных инструментов для оценки стоимости бизнеса, применение мультипликаторов имеет ограничения. При этом полный отказ в пользу метода дисконтированных денежных потоков не оптимален, так как приведет к искажению оценок из-за чрезмерно позитивного или негативного прогноза денежных потоков или оценки рисков. В настоящей статье предпринимается попытка митигировать сложившуюся проблему посредством разработки корректировочных процедур для мультипликаторов.

Статья состоит из трех разделов. В первом разделе проводится обзор литературы в сфере оценки стоимости бизнеса и применения метода мультипликаторов. Второй раздел содержит вывод формул для корректировок мультипликаторов, анализ особенностей этих корректировок и их соответствия отраслевой практике, а также описание данных. В третьем разделе представлены формулы для проведения корректировок, оценивается точность корректировочных процедур и формируются выводы.

<sup>1</sup> Cost обычно переводится как стоимость, в связи с чем weighted average cost of capital (WACC) также переводится, как средневзвешенная стоимость капитала. В настоящем исследовании стоимость капитала и затраты на капитал используются как синонимы.

<sup>2</sup> URL: <https://quote.ru/news/article/5f4df7899a79473b0a73436d>

<sup>3</sup> URL: <https://smart-lab.ru/blog/934422.php>

<sup>4</sup> URL: <https://www.globaltrans.com/investors/news/detail/2501>

<sup>5</sup> В частности, отмена дивидендной политики, сопровождавшая делистинг акций Globaltrans с Мосбиржи, вызвал существенное падение котировок акций. URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/66d1644b9a794706d6229e77> (дата обращения: 07.01.2025).

<sup>6</sup> URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2021/11/25/897623-pochemu-u-ovk-net-deneg-na-pogashenie-obligatsii>

<sup>7</sup> Выбраны компании, относящиеся к ОКВЭД 52.21.1 «Деятельность вспомогательная, связанная с железнодорожным транспортом»; ОКВЭД 49.20 «Деятельность железнодорожного транспорта: грузовые перевозки»; ОКВЭД 49.10 «Деятельность железнодорожного транспорта: междугородные и международные пассажирские перевозки»; ОКВЭД 30.20 «Производство железнодорожных локомотивов и подвижного состава».

<sup>8</sup> URL: <https://www.rbc.ru/business/22/12/2023/658503e49a794752e8dbc8f0>

## Обзор литературы

Вопросы оценки стоимости бизнеса подробно изучены в научной и практической литературе, однако эта тематика исследований остается актуальной, и в настоящее время по ней публикуется большое количество работ.

Одним из ключевых элементов оценки стоимости бизнеса является расчет затрат на капитал (ставки дисконтирования, требуемой доходности акций или общего капитала компании). Ставка дисконтирования важна не только для реализации метода дисконтированных денежных потоков, но и для учета различий между целевой и сопоставимыми компаниями в рамках сравнительного подхода. Исследования Г. Марковица [12] и Дж. Тобина [13; 14] заложили основу современной портфельной теории, развитие которой в работах У. Шарпа [15], а также Дж. Линтнера [16] и Дж. Мосина [17] привело к созданию модели CAPM, на основе которой возможно определение ставки дисконтирования. Впоследствии критический анализ модели CAPM привел к появлению новых моделей доходности акций [18–22], в том числе модели Фамы – Френча и их модификаций [23; 24]. Исследовалось влияние отдельных факторов, в частности, экологических и социальных факторов на стоимость капитала [25–28]. Обсуждались теоретические проблемы, в частности, загадка премии за рыночный риск [29–31]. В ряде исследований уделялось внимание вопросу влияния отдельных факторов, таких как размер, ликвидность, инфляционные риски на ставку дисконтирования [32–35]. В результате в настоящее время исследователям доступен широкий набор методов для оценки затрат на капитал, в том числе с учетом специфики анализируемых компаний.

В статьях Ф. Модильяни и М. Миллера [36; 37] заложены основы современных корпоративных финансов. Впоследствии в литературе велись дискуссии, посвященные формированию стоимости фирмы, оценке налоговых щитов [38; 39], факторам стоимости бизнеса [40–42]. При этом в настоящее время существует консенсус относительно соотношения стоимости всего бизнеса и акционерного капитала, а также относительно соотношения средневзвешенных затрат на капитал, акционерного и долгового капитала. В большом количестве исследований рассматривались прикладные вопросы оценки стоимости бизнеса [43–45], проводилась оценка влияния новостей на цены акций [46–48], сделок слияний и поглощений [49–51], при проведении IPO [52].

В ряде исследований рассматривались вопросы оценки стоимости акций при выполнении ряда предпосылок о будущих темпах роста бизнеса [2; 3; 53–55], что позволило вывести лаконичные модели, такие как модель Гордона, Н-модель, модель длительности роста, в которых стоимость зависит от ограниченного количества факторов. Такие модели являются удобными для разработки корректировочных процедур для мультипликаторов.

Большой объем литературы посвящен применению метода мультипликаторов. В ряде работ рассматриваются наиболее подходящие для сравнения мультипликаторы [56], в частности, предпочтение отдается мультипликаторам EV/EBITDA и P/E, но при этом рассматривается корректировка других мультипликаторов, в том числе EV/выручка, EV/GMV (gross merchandise volume, общая стоимость проданных товаров), а также нефинансовых мультипликаторов.

В ряде работ анализировались отраслевые особенности бизнеса [49; 51; 57–59]. Именно в связи со значимостью отраслевого фактора при использовании метода мультипликаторов рассматриваются сопоставимые компании из одной отрасли. В целом, одно из направлений совершенствования метода сопоставимых компаний – разработка подходов к качественному выбору компаний-аналогов [60–62]. В зависимости от отрасли, компании будут различаться в большей или меньшей степени, а в общем случае не существует двух одинаковых компаний. На практике оценка методом компаний-аналогов обычно осуществляется по ряду компаний, однако и предпосылка о том, что мультипликатор оцениваемой компании должен быть равен медианному или взвешенному среднему мультипликаторов сопоставимых компаний, является необоснованной и принимается только в связи с недоступностью более точного метода.

В связи с этим другим подходом является корректировка мультипликаторов, полученные мультипликаторы называются скорректированными (adjusted) или обоснованными (justified). В научной литературе ряд работ посвящен обоснованию и разработке корректировочных процедур для мультипликаторов [59; 63–68]. Можно выделить три основных подхода:

- на основе экспертных оценок;
- на основе регрессионных корректировок, в которых мультипликаторы сопоставимых компаний используются в качестве зависимых переменных, а их значения объясняются показателями деятельности этих компаний (в частности, затратами на капитал, темпами роста бизнеса и т.д.);
- на основе фундаментальных корректировок, в частности, на основе анализа модели Гордона.

На практике часто применяются корректировки на основе экспертных оценок. С одной стороны, их преимуществом является простота и учет мнения участников рынка. С другой стороны, экспертные корректировки лишены строгости и формального обоснования. В свою очередь проведение регрессионных и фундаментальных корректировок сложнее, но зато они имеют теоретическую основу. Несмотря на высокую актуальность исследований в области корректировок, в настоящей работе принято решение остановиться на фундаментальных корректировках, так как в научной и практической литературе недостаточно подробно рассмотрены аспекты их применения. В ряде случаев рекомендуется проведение корректировок значений прибыли или EBITDA, чтобы учесть различия в финансовом учете [69]. Несмотря на пользу таких подходов, они не позволяют учесть индивидуальные различия сопоставимых компаний. Несмотря на большое количество исследований дивидендной политики как фактора стоимости бизнеса [70–73], сама по себе дивидендная политика обычно не учитывается в корректировках мультипликаторов [74]. Как будет показано далее, в ряде случаев это приводит к снижению точности оценки компаний (в терминах не только стандартного отклонения, но и смещенности). Также будет показано, что для учета любого различия при оценке компаний возможны две альтернативные корректировочные процедуры, причем нам не удалось найти такого разделения в опубликованных работах. Далее в работе представлен наш подход и разработаны корректировочные процедуры.

## Методы и данные

В статье разрабатываются корректировки для мультипликаторов P/E и EV/EBITDA, так как они являются наиболее конвенциональными для оценки стоимости бизнеса сравнительным подходом. Используя представленный в статье подход, можно вывести корректировки для других мультипликаторов.

Мы предполагаем, что корректировочные процедуры должны быть применимы для аналитика, действующего в следующих рамках:

1. Задача аналитика – оценить стоимость акций целевой компании методом компаний-аналогов.
2. Аналитика доступны данные по мультипликаторам P/E и EV/EBITDA для публичных сопоставимых компаний, принимает целые значения от 1 до  $n$ , где  $n$  – количество сопоставимых компаний.
3. Сопоставимые компании могут иметь отличия как между собой, так и от целевой компании по ряду показателей, в частности, по ожидаемым темпам роста, дивидендной политике, долговой нагрузке, бете, размеру, премиям за специфические риски.
4. Аналитика доступны данные по указанным в п. 3 показателям по целевой компании и по сопоставимым компаниям.
5. В отношении акций и стоимости сопоставимых компаний рынок капитала эффективен в полусильной (средней) постановке.

В исходном виде сравнительный подход представляет собой упрощение, поскольку предполагается, что целевая компания настолько похожа на совокупность сопоставимых компаний, что из их мультипликаторов мы можем сделать вывод о стоимости целевой компании. В рамках сравнительного подхода оценка внутренней стоимости акции компании на основе мультипликатора P/E без корректировок равна:

$$\widehat{V}_T = \theta \left( \frac{P_{B_i}}{E_{B_i}} \right) \cdot E_T$$

где  $\theta$  – оператор, возвращающий медианное, взвешенное среднее или среднее после винзоризации значение мультипликаторов  $\frac{P_{B_i}}{E_{B_i}}$  по  $n$  сопоставимым компаниям<sup>9</sup>.

Один из способов учесть индивидуальные особенности компаний – обратиться к модели Гордона [2; 3; 53], в соответствии с которой, если имеется возможность определить постоянные темпы роста дивидендов и ставку дисконтирования, то внутренняя стоимости компаний будет равна:

$$V = \frac{D}{r - g},$$

где  $V$  – внутренняя стоимость акции компании;  $D$  – ожидаемая величина дивиденда следующего года;  $r$  –

ставка дисконтирования для собственного капитала;  $g$  – ожидаемый темп прироста дивидендов.

Строгое выполнение предпосылок модели Гордона является таким же нереалистичным, как и попытка точно оценить стоимость компании. Но для настоящего исследования строгое выполнение таких предпосылок не является необходимым, так как цель заключается в повышении, а не в достижении абсолютной точности оценки стоимости. Поэтому на данном этапе достаточно того, что модель Гордона в целом учитывает основные факторы стоимости (дивидендная доходность, ожидаемый рост, стоимость денег во времени и риски). Использование других моделей, в частности, H-модели, может также повысить точность корректировок, но сделает их менее лаконичными и более сложными.

Поскольку в соответствии с принятыми предпосылками рынок капитала эффективен в полусильной постановке, то мы можем исходить из того, что цена акции каждой публичной компаний будет равна ее внутренней стоимости [75–79]:

$$P_{B_i} = V_{B_i},$$

где  $P_{B_i}$  – рыночная цена акции компании  $B_i$ .

Если отклонения и будут происходить, то они будут минимальными, несмещенными и временными.

Для проведения дальнейших преобразований выразим ожидаемый дивиденд следующим образом:  $D = PR \cdot E$ ,

где  $PR$  – доля чистой прибыли, которая направляется на выплату дивидендов;  $E$  – ожидаемая прибыль на акцию в следующем году. Тогда цену акции можно определить, как

$$P = \frac{PR \cdot E}{r - g},$$

откуда мультипликатор P/E равен:

$$\frac{P}{E} = \frac{PR}{r - g}.$$

Далее в исследовании выводятся корректировки мультипликаторов для различных случаев. Для краткости при обозначении сопоставимой компании используется индекс  $B$ , а не  $B_i$ , при этом в общем случае скорректированный мультипликатор рассчитывается по каждой сопоставимой компании.

**Корректировка мультипликатора  $\frac{P}{E}$  для случая  $r_T \neq r_B$ , при прочих равных условиях**

Если у целевой и сопоставимых компаний различается стоимость капитала, а во всем остальном они аналогичны, то корректировка требуется только на стоимость капитала  $r_T$ :

$$\left( \frac{P_B}{E_B} \right)_{adj} = \frac{PR_B}{r_T - g_B}.$$

<sup>9</sup> В ряде случаев используются перцентили (например, 25 и 75-й) для определения границ значений мультипликаторов, а также других подходы. Однако это совокупность подходов к выбору оператора  $\theta$  остается за рамками настоящего исследования, а выбор конкретного подхода авторы оставляют на усмотрение аналитика.

Здесь и далее  $\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj}$  означает скорректированный мультипликатор, который учитывает индивидуальные отличия целевой компании от сопоставимых.

Чтобы выразить  $\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj}$ , умножим и разделим  $\frac{P_B}{E_B}$  на  $r_T - g_B$ :

$$\frac{P_B}{E_B} = \frac{PR_B}{r_B - g_B} \cdot \frac{r_T - g_B}{r_T - g_B} = \frac{PR_B}{r_T - g_B} \cdot \frac{r_T - g_B}{r_B - g_B} = \left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} \cdot \frac{r_T - g_B}{r_B - g_B},$$

откуда получим скорректированный мультипликатор:

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{P_B}{E_B} \cdot \frac{r_B - g_B}{r_T - g_B}. \quad (1)$$

Вывод корректировки для рассматриваемого случая также можно осуществить альтернативным способом. Возведем в  $-1$  степень и преобразуем мультипликатор  $P/E$ :

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} = \frac{r_B - g_B}{PR_B} = \frac{r_T - g_B}{PR_B} \cdot \frac{r_T - r_B}{r_T - g_B} = \left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj}^{-1} \cdot \frac{r_T - r_B}{PR_B},$$

откуда:

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{r_T - r_B}{PR_B}}. \quad (2)$$

При строгом выполнении предпосылок модели Гордона формулы (1) и (2) являются идентичными. На практике, однако, они приведут к разным результатам. Таким образом, для мультипликатора существуют два подхода к корректировке на одно и то же различие между целевой и сопоставимой компанией.

На практике возможно применение одной из них в зависимости от наличия точных данных для корректировок. В первом случае нужны величины ожидаемого темпа роста, во втором случае – коэффициента выплаты дивидендов.

Отметим также, что в финансовой литературе доля выплаты дивидендов обычно не используется в расчетах [74], т.е. латентно предполагается  $PR_B = 1$ . Это означает отсутствие инвестиций при неизменной структуре капитала, что должно соответствовать нулевому темпу реального роста (при котором корректировки тоже упрощаются). Однако в связи с ростом денежных потоков по причине инфляции, а также в связи с наличием CAPEX-light бизнес-моделей, в реальности эти два упрощения не взаимно однозначны. В целом, поскольку на практике обычно  $0 \leq PR_B < 1$ , то игнорирование этого показателя в расчетах существенно повлияет на смещенность корректировки, а именно будет приводить к занижению влияния различий в ставке дисконтирования на скорректированный мультипликатор.

### Корректировка мультипликатора $\frac{P}{E}$ для случая $g_T \neq g_B$ , при прочих равных условиях

Ожидаемые темпы роста компаний, как правило, также различаются, в связи с чем целесообразно рассмотреть случай  $g_T \neq g_B$ :

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{PR_B}{r_B - g_T}.$$

Если во всем остальном компании одинаковы, то по аналогии с предыдущим пунктом можно показать, что прямая корректировка имеет вид:

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{P_B}{E_B} \cdot \frac{r_B - g_B}{r_B - g_T}. \quad (3)$$

Применив альтернативный подход, получим корректировку для обратного мультипликатора в знаменателе:

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{g_B - g_T}{PR_B}}. \quad (4)$$

### Корректировка мультипликатора $\frac{P}{E}$ для случая $g_T \neq g_B$ , $r_T \neq r_B$ , при прочих равных условиях

Более распространена ситуация, когда и затраты на капитал, и ожидаемый рост дивидендов различаются. Например, когда сопоставимые компании ведут бизнес в стране, отличной от страны целевой компании, то различия безрисковых ставок и премий за рыночный риск между национальными рынками капитала будут влиять на  $r_T$  и  $r_B$ ; различия в инфляции в отдельных странах будут влиять на  $g_T$  и  $g_B$ , при этом возможны и другие факторы различий. Тогда при прочих равных условиях корректировка мультипликатора требуется и для  $r_B$  и  $g_B$ :

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{PR_B}{r_T - g_T}.$$

По аналогии с предыдущими выводами несложно показать, что

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{P_B}{E_B} \cdot \frac{r_B - g_B}{r_T - g_T}. \quad (5)$$

Применяя альтернативный подход:

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{r_T - r_B}{PR_B} - \frac{g_T - g_B}{PR_B}}. \quad (6)$$

### Детализация мультипликатора $\frac{P}{E}$ с учетом различий в дивидендной политике, компонентов стоимости капитала и роста дивидендов

Составляющие мультипликатора  $\frac{P}{E} = \frac{PR}{r - g}$  могут быть

детализованы. Затраты на собственный капитал могут быть представлены как

$$r = r_f + \beta \cdot ERP + RP,$$

где  $r_f$  – безрисковая доходность;  $\beta$  – бета акции;  $ERP$  – ожидаемая премия за рыночный риск;  $RP$  – специфиче-

ские премии за риск (например, премия за размер, ликвидность, специфические премии, в том числе за зависимость от ключевой фигуры и менеджмента компании, диверсификацию покупателей, продуктовую или географическую диверсификация, стабильность маржинальности и ее прогнозируемость, ESG-факторы [28; 80; 81]).

Ожидаемый темп роста дивидендов может быть представлен как:

$$g = ROE \cdot RR,$$

где  $ROE$  – средняя ожидаемая реальная рентабельность (по собственному капиталу) инвестиционных проектов компании;  $RR$  – доля прибыли, которую компания реинвестирует.

При эффективном для миноритариев корпоративном управлении  $RR + PR = 1$ , и ожидаемый темп роста также может быть представлен как  $g = ROE \cdot (1 - PR)$ .

Отметим существенность предпосылки  $RR + PR = 1$ . Такие корректировки будут неприменимы, для оценки, в частности, акций «Сургутнефтегаза», так как эта компания существенную часть прибыли размещает на депозитах.

Таким образом, мы можем детализировать мультипликатор

$$\frac{P}{E} = \frac{PR}{r_f + \beta \cdot ERP + RP - ROE \cdot (1 - PR)}.$$

откуда

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{1}{\frac{PR_B \left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1}}{PR_T \left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1}} + \frac{g_B - g_T - r_{fB} - \beta_B ERP_B + r_{fT} + \beta_T ERP_T}{PR_T}}. \quad (7)$$

В качестве частного случая рассмотрим применение сравнительного подхода для компаний из разных стран.

Если в реальном выражении в национальных валютах мы

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{1}{\frac{PR_B \left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1}}{PR_T \left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1}} + \frac{\pi_B - \pi_T - r_{fB} - \beta_B ERP_B + r_{fT} + \beta_T ERP_T}{PR_T}}. \quad (8)$$

На основании этой корректировки можно вывести корректировку для частных случаев. Так, в Таблице 2 представлены корректировки для  $PR_T = PR_B$  и различий в затратах на капитал.

**Корректировка мультипликатора  $\frac{P}{E}$  для случая ( $PR_T \neq PR_B$ ,  $ROE_T \cdot (1 - PR_T) = ROE_B \cdot (1 - PR_B)$ ), при прочих равных условиях**

Если компании различаются только долей выплаты дивидендов, а темпы их роста равны (за счет различий в рентабельности инвестиций), то скорректированный мультипликатор равен:

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{PR_T}{r_B - g_B},$$

Чтобы выразить  $\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj}$  выполним преобразования:

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} = \frac{r_B - ROE_B \cdot (1 - PR_T) + ROE_B \cdot (1 - PR_T) - ROE_B \cdot (1 - PR_B)}{PR_B} \cdot \frac{PR_T}{PR_T},$$

Корректировки детализированного мультипликатора проводятся только вторым способом, так как это позволяет получить лаконичное представление.

**Корректировка мультипликатора  $\frac{P}{E}$  для случая  $g_T \neq g_B$ ,  $PR_T \neq PR_B$ ,  $r_T - r_{fT} - \beta_T ERP_T \neq r_B - r_{fB} - \beta_B ERP_B$ , при прочих равных условиях**

В этом случае скорректированный мультипликатор равен

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{PR_T}{r_B - r_{fB} - \beta_B ERP_B + r_{fT} + \beta_T ERP_T - g_T}.$$

Возведем в  $-1$ -ю степень и преобразуем  $\frac{P_B}{E_B}$ :

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} = \frac{PR_T \cdot r_B - r_{fB} - \beta_B ERP_B + r_{fT} + \beta_T ERP_T - g_T}{PR_B \cdot PR_T} - \frac{-r_{fB} - \beta_B ERP_B + r_{fT} + \beta_T ERP_T + g_B - g_T}{PR_B},$$

ожидаем одинаковые темпы роста дивидендов целевой и сопоставимых компаний ( $g_B - g_T = \pi_B - \pi_T$ ), то

откуда можно лаконично представить:

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{P_B}{E_B} \cdot \frac{PR_T}{PR_B}. \quad (9)$$

**Корректировка мультипликатора  $\frac{P}{E}$  для случая  $g_T \neq g_B$  ( $PR_T \neq PR_B$ ,  $ROE_T = ROE_B$ ), при прочих равных условиях**

Если компании различаются только долей выплаты дивидендов, то скорректированный мультипликатор равен

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{PR_T}{r_B - ROE_B \cdot (1 - PR_T)}.$$

откуда

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} = \frac{r_B - ROE_B \cdot (1 - PR_T)}{PR_T} \cdot \frac{PR_T}{PR_B} + \frac{ROE_B \cdot (PR_B - PR)}{PR_B}.$$

Следовательно:

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{PR_T}{PR_B \left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + ROE_B \cdot (PR_T - PR_B)}. \quad (10)$$

**Корректировка мультипликатора  $\frac{P}{E}$  для случая, когда  $g_T \neq g_B$  ( $PR_T = PR_B, ROE_T \neq ROE_B$ ), при прочих равных условиях**

Для рассмотрения случаев, когда компании различны по ожидаемому темпу роста дивидендов, допустим, что у компаний различается рентабельность инвестиционных проектов. Если во всем остальном компании аналогичны,

Чтобы выразить  $\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj}$  преобразуем  $\frac{P_B}{E_B}$ :

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} = \frac{r_B - ROE_B \cdot (1 - PR_B) + ROE_T \cdot (1 - PR_B) - ROE_B \cdot (1 - PR_B)}{PR_B}.$$

Тогда

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} = \left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj}^{-1} + \frac{(ROE_T - ROE_B) \cdot (1 - PR_B)}{PR_B}.$$

Следовательно:

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + (ROE_B - ROE_T) \cdot \left(\frac{1 - PR_B}{PR_B}\right)}. \quad (11)$$

**Корректировка мультипликатора  $\frac{P_B}{E_B}$  для случая, когда различается долговая нагрузка  $Lev_T \neq Lev_B$ , при прочих равных условиях**

Воспользуемся формулой Р. Хамады [82], которая позволяет учитывать в бете акции эффект финансового рычага:

$$\beta = \beta_u \cdot (1 + (1 - MTR) \cdot Lev),$$

Чтобы выразить  $\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj}$ , преобразуем:

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} = \frac{r_{fB} + \beta_{uB} \cdot (1 + (1 - MTR_B) \cdot Lev_B) \cdot ERP_B - g_B}{PR_B} + \frac{\beta_{uB} \cdot (1 + (1 - MTR_B) \cdot Lev_T) \cdot ERP_B - \beta_{uB} \cdot (1 + (1 - MTR_B) \cdot Lev_T) \cdot ERP_B}{PR_B}.$$

Тогда мы сможем выделить из  $\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1}$  выражение  $\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj}^{-1}$ :

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} = \left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj}^{-1} + \frac{\beta_{uB} \cdot (1 - MTR_B) \cdot (Lev_B - Lev_T) \cdot ERP_B}{PR_B}$$

то корректировка мультипликатора требуется только для  $ROE$ , так как остальные показатели достаточно точно отражают специфику компании  $T$ :

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{PR_B}{r_B - ROE_T \cdot (1 - PR_B)}.$$

где  $\beta$  – бета акций компании с учетом долговой нагрузки (леввереджированная бета);  $\beta_u$  – нелеввереджированная бета;  $MTR$  – предельная ставка налога на прибыль;  $Lev$  – коэффициент долговой нагрузки, равный отношению рыночной стоимости долга к рыночной стоимости собственного капитала.

Уравнение для ставки дисконтирования можно представить в следующем виде:

$$r = r_f + \beta_u \cdot (1 + (1 - MTR) \cdot Lev) \cdot ERP,$$

с учетом ранее введенных условий  $\frac{P}{E} = \frac{PR}{r - g}$ , получаем, что:

$$\frac{P}{E} = \frac{PR}{r_f + \beta_u \cdot (1 + (1 - MTR) \cdot Lev) \cdot ERP - g}.$$

Если сопоставимые и целевая компании отличаются только уровнем долговой нагрузки, то:

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{PR_B}{r_{fB} + \beta_{uB} \cdot (1 + (1 - MTR_B) \cdot Lev_T) \cdot ERP_B - g_B}$$

откуда

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{\beta_{uB} \cdot ERP_B \cdot (1 - MTR_B) \cdot (Lev_T - Lev_B)}{PR_B}}. \quad (12)$$

**Корректировка мультипликатора  $\frac{P_B}{E_B}$  для случая, когда ставки налога  $MTR_T^1 MTR_B$ , при прочих равных условиях**  
Аналогично с предыдущим пунктом можно показать, что при различии в предельных ставках налога на прибыль

$$\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj} = \frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{\beta_{UB} \cdot ERP_B \cdot Lev_B \cdot (MTR_B - MTR_T)}{PR_B}}. \quad (13)$$

### Разработка фундаментальных корректировок для мультипликатора EV/EBITDA

Представленные выше корректировки предназначены для повышения точности оценки стоимости акционерного капитала. На практике часто проводятся для определения стоимости бизнеса (включающей и акционерный, и долговой капитал). Даже если конечной целью является оценка стоимости именно акционерного капитала, то из стоимости бизнеса ее можно получить посредством вычитания долга доли меньшинства и прибавления избыточных денежных средств. В связи с этим целесообразно на основе апробированного выше подхода также разработать фундаментальные корректировки для мультипликатора [Стоимость бизнеса]/[Прибыль до процентов, налогов и амортизации] (EV/EBITDA).

Для разработки корректировок, которые позволят получить обоснованные значения мультипликатора EV/EBITDA с учетом различий целевой и сопоставимых компаний, обратимся к расширенной модели Гордона, рассмотренной, в частности, в [83]:

$$EV = \frac{FCFF}{WACC - q},$$

где  $EV$  – стоимость компании;  $FCFF$  – свободный денежный поток для фирмы будущего года;  $WACC$  – средневзвешенная стоимость капитала компании;  $q$  – среднегеометрический темп прироста  $FCFF$ .

Пусть  $k = \frac{FCFF}{EBITDA}$ , коэффициент, отражающий уровень конверсии EBITDA к FCFF, тогда мультипликатор  $\frac{EV}{EBITDA}$  можно представить как  $\frac{EV}{EBITDA} = \frac{k}{WACC - q}$ .

Это соотношение по структуре соответствует представлению  $\frac{P}{E} = \frac{PR}{r - g}$ . Обратим внимание, что в общем случае, корректируя на показатели  $WACC$ ,  $q$ ,  $k$  и их компоненты, можно вывести корректировки. Так, если  $WACC_T \neq WACC_B$ , при прочих равных условиях, то

$$\left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)_{adj} = \frac{k_B}{WACC_T - q_B}.$$

Несложно показать, что

$$\left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)_{adj} = \frac{EV_B}{EBITDA_B} \cdot \frac{WACC_B - q_B}{WACC_T - q_B} \quad (14)$$

Скорректированный мультипликатор также можно вывести через альтернативные преобразования:

$$\left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)^{-1} = \frac{WACC_T - q_B + WACC_B - WACC_T}{k_B},$$

откуда

$$\left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)_{adj} = \frac{1}{\left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)^{-1} + \frac{WACC_T - WACC_B}{k_B}}. \quad (15)$$

Аналогично выводятся мультипликаторы для различий в ожидаемых темпах роста коэффициентах  $k$  и стоимости капитала (20)–(27), представленные в Таблице 2. Для оценки влияния долговой нагрузки (28) при прочих равных условиях преобразования проводились начиная от упрощенного представления средневзвешенных затрат на капитал:

$$WACC = (r_f + \beta_U \cdot ERP) \cdot \left(1 - MTR \cdot \frac{Lev}{1 + Lev}\right),$$

которое выполняется при равенстве ставки долга к безрисковой ставке. Возможно вывести более точные корректировки, но при этом они будут менее лаконичными.

Обобщенные результаты скорректированных мультипликаторов в аналитическом виде представлены в Таблицах 1 и 2 в разделе «Результаты исследования».

## Данные

Для проверки результатов исследования использованы данные по 38 публичным железнодорожным компаниям из 13 стран за период 2016–2023 гг. Частотность данных – ежегодная. В исследовании использованы значения форвардных мультипликаторов P/E и EV/EBITDA. Темпы роста рассчитаны на основе формулы смешанного (blended) темпа роста, которая взвешивает с учетом дисконтирующих факторов прогнозы темпов роста на различные горизонты [74]. При расчетах в качестве ожидаемого краткосрочного темпа роста использован двухлетний рост соответствующего показателя, в качестве долгосрочного темпа роста был использован ожидаемый номинальный темп роста ВВП. Источниками данных являются консолидированные финансовые отчетности компаний, а также макроэкономическая и финансовая статистика, прогнозы аналитиков. Описательные статистики данных представлены в Приложении (Таблица 5).

В качестве целевой компании был использован «Трансконтейнер». Такой выбор связан с тем, что компания является российской, и в настоящее время актуально совершенствование метода мультипликаторов для оценки целевой компании по данным глобальных рынков капитала. Для каждого года рассчитаны скорректированные мультипликаторы по 38 сопоставимым компаниям для «Трансконтейнера».

Эффективность корректировки оценивалась на основе показателей разброса скорректированных значений. В качестве таких показателей использовались:

- стандартное отклонение скорректированных мультипликаторов (конвенциональная мера), ежегодные данные с 2018 по 2023 г.;

- разброс между 90 и 10 перцентилями за период 2018–2023 гг. Этот показатель выбран потому, что он показывает, насколько однородная выборка получится при 10% винзоризации данных сверху и снизу.

В рамках исследования рассчитанные стандартные отклонения скорректированных мультипликаторов использовались как зависимые переменные с целью проверки статистической значимости улучшения точности отдельных корректировок. Структура данных – панельные (по временной шкале – годы, по пространственной – отдельные виды корректировок). В будущих исследованиях возможно применение и других показателей оценки качества корректировок, в частности, оценка точности прогнозов цены целевой компании в зависимости от корректировки.

На основе проведенного анализа сформулированы и проверены следующие гипотезы:

1. Применение корректировок позволяет устранить индивидуальные различия компаний и повысить точность оценки в рамках сравнительного подхода.
2. Существуют значимые различия во влиянии отдельных корректировок на разброс мультипликаторов.
3. Включение в расчет доли выплаты дивидендов в чистой прибыли и отношения свободного денежного потока для фирмы к EBITDA позволяет повысить точность оценки относительно случая, когда при проведении корректировок эти показатели не учитываются.
4. Существуют различия между точностью прямых корректировок (вида 1, 3, 5, 13, 18 и т.д.) и корректировок на основе обратного мультипликатора (вида 2, 4, 6, 19 и т.д.).

Таблица 1. Фундаментальные корректировки для мультипликатора  $\frac{P}{E}$

Учет различий	Скорректированный мультипликатор $\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj}$
$r_T \neq r_B$	$\frac{P_B}{E_B} \cdot \frac{r_B - g_B}{r_T - g_B}$ (1) или $\frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{r_T - r_B}{PR_B}}$ (2)
$g_T \neq g_B$	$\frac{P_B}{E_B} \cdot \frac{r_B - g_B}{r_B - g_T}$ (3) или $\frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{g_B - g_T}{PR_B}}$ (4)
$r_T \neq r_B$ $g_T \neq g_B$	$\frac{P_B}{E_B} \cdot \frac{r_B - g_B}{r_T - g_T}$ (5) или $\frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{r_T - r_B + g_B - g_T}{PR_B}}$ (6)
$r_T \neq r_B$ , $r_T - r_{JT} - \beta_T ERP_T = r_B - r_{JB} - \beta_B ERP_B$ $g_T \neq g_B$ , $PR_T \neq PR_B$	$\frac{PR_B \left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{r_{JT} + \beta_T ERP_T - r_{JB} - \beta_B ERP_B + g_B - g_T}{PR_T}}$ (7)
$r_T \neq r_B$ , $r_T - r_{JT} - \beta_T ERP_T = r_B - r_{JB} - \beta_B ERP_B$ $g_T \neq g_B$ , $g_B - g_T = \pi_B - \pi_T$ , $PR_T \neq PR_B$	$\frac{PR_B \left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{r_{JT} + \beta_T ERP_T - r_{JB} - \beta_B ERP_B + \pi_B - \pi_T}{PR_T}}$ (8)

Учет различий

Скорректированный мультипликатор  $\left(\frac{P_B}{E_B}\right)_{adj}$ 

$$\begin{aligned} r_T &\neq r_B, \\ g_T &\neq g_B, \\ PR_T &\neq PR_B \end{aligned} \quad \frac{1}{\frac{PR_B}{PR_T} \left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{r_T - r_B + g_B - g_T}{PR_T}} \quad (9)$$

$$\begin{aligned} r_T - r_{fT} - \beta_T ERP_T &\neq r_B - r_{fB} - \beta_B ERP_B, \\ g_T &\neq g_B, \\ g_B - g_T &= \pi_B - \pi_T \end{aligned} \quad \frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{r_{fT} + \beta_T ERP_T - r_{fB} - \beta_B ERP_B + g_B - g_T}{PR_B}} \quad (10)$$

$$\begin{aligned} r_{fT} &\neq r_{fB} \\ g_T &\neq g_B \end{aligned} \quad \frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{r_{fT} - r_{fB} + g_B - g_T}{PR_B}} \quad (11)$$

$$RP_T \neq RP_B \quad \frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{RP_T - RP_B + g_B - g_T}{PR_B}} \quad (12)$$

$$\begin{aligned} PR_T &\neq PR_B, \\ g_T &= g_B \end{aligned} \quad \frac{P_B}{E_B} \cdot \frac{PR_T}{PR_B} \quad (13)$$

$$PR_T \neq PR_B \quad \frac{PR_T}{PR_B \left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + ROE_B \cdot (PR_T - PR_B)} \quad (14)$$

$$ROE_T \neq ROE_B \quad \frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + (ROE_B - ROE_T) \cdot \left(\frac{1 - PR_B}{PR_B}\right)} \quad (15)$$

$$Lev_T \neq Lev_B \quad \frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{\beta_{uB} * ERP_B \cdot (1 - MTR_B) \cdot (Lev_T - Lev_B)}{PR_B}} \quad (16)$$

$$MTR_T \neq MTR_B \quad \frac{1}{\left(\frac{P_B}{E_B}\right)^{-1} + \frac{\beta_{uB} \cdot ERP_B \cdot Lev_B \cdot (MTR_B - MTR_T)}{PR_B}} \quad (17)$$

Источник: составлено авторами.

Таблица 2. Фундаментальные корректировки для мультипликатора  $\frac{EV}{EBITDA}$

Учет различий	Скорректированный мультипликатор $\left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)_{adj}$
	$\frac{EV_B}{EBITDA_B} \cdot \frac{WACC_B - q_B}{WACC_T - q_B}$ (18)
$WACC_T \neq WACC_B$	или $\frac{1}{\left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)^{-1} + \frac{WACC_T - WACC_B}{k_B}}$ (19)
$q_T \neq q_B$	$\frac{EV_B}{EBITDA_B} \cdot \frac{WACC_B - q_B}{WACC_B - q_T}$ (20) или $\frac{1}{\left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)^{-1} + \frac{q_B - q_T}{k_B}}$ (21)
$WACC_T \neq WACC_B$ , $q_T \neq q_B$	или $\frac{1}{\left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)^{-1} + \frac{WACC_T - WACC_B + q_B - q_T}{k_B}}$ (22)
$WACC_T \neq WACC_B$ , $q_T \neq q_B$ , $k_T \neq k_B$	$\frac{1}{\frac{k_B}{k_T} \left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)^{-1} + \frac{WACC_T - WACC_B + g_B - g_T}{k_T}}$ (23)
$WACC_T \neq WACC_B$ , $q_T \neq q_B$ , $q_T - \pi_T \neq q_B - \pi_B$ , $k_T \neq k_B$	$\frac{1}{\frac{k_B}{k_T} \left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)^{-1} + \frac{WACC_T - WACC_B + \pi_B - \pi_T}{k_T}}$ (24)
$WACC_T \neq WACC_B$ , $WACC_T - r_T = WACC_B - r_B$ , $q_T \neq q_B$	$\frac{1}{\left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)^{-1} + \frac{r_{fT} - r_{fB} + q_B - q_T}{k_B}}$ (25)
$k_T \neq k_B$ , $q_T = q_B$	$\frac{EV_B}{EBITDA_B} \cdot \frac{k_T}{k_B}$ (26)
$Lev_T \neq Lev_B$	$\frac{1}{\left(\frac{EV_B}{EBITDA_B}\right)^{-1} + \frac{Lev_B - Lev_T}{(1 + Lev_T) \cdot (1 + Lev_B)} \cdot \frac{(r_{fB} + \beta_{uB} * ERP_B) \cdot MTR_B}{k_B}}$ (27)

Источник: составлено авторами.

## Результаты исследования

Проведенные преобразования позволили получить следующие формулы для корректировок.

В Таблице 2 приведены корректировки для мультипликатора EV/EBITDA.

На практике для оценки стоимости бизнеса на основе скорректированных мультипликаторов могут использоваться следующие формулы:

$$\widehat{P}_T = \theta \left( \frac{P_{B_i}}{E_{B_i}} \right)_{adj} \cdot E_T,$$

$$\widehat{EV}_T = \theta \left( \frac{EV_{B_i}}{EBITDA_{B_i}} \right)_{adj} \cdot EBITDA_T,$$

где  $\theta$  – оператор, возвращающий, в частности, медианное, взвешенное среднее или среднее после винзоризации значения мультипликаторов  $\frac{P_{B_i}}{E_{B_i}}$  по  $n$  сопоставимым компаниям.

Однако сам факт проведения корректировок может оказаться неэффективным и вопреки ожиданиям снизить качество оценки целевой компании. Это связано, в частности, с тем, что в оценке корректирующих параметров также может содержаться ошибка. Например, неточная оценка стоимости капитала, дивидендной политики или ожидаемого темпа прироста стоимости акций приведет к тому, что и оценка стоимости акций  $\widehat{P}_T$  или бизнеса  $\widehat{EV}_T$  окажется менее точной, чем при применении метода мультипликаторов без корректировок.

Для оценки эффективности корректировок в настоящей работе на основе представленных в Таблицах 1 и 2 формул рассчитаны скорректированные мультипликаторы. Чтобы учесть влияние некорректного учета доли выплат дивидендов и коэффициента  $k$ , были рассчитаны корректировки для  $PR_{B_i} = 1$  и  $k_{B_i} = 1$ , а также корректировки, где ожидаемые темпы роста заменены на ожидаемые значения инфляции.

Полученные результаты показали, что применение корректировок позволяет устранить индивидуальные различия компаний и повысить точность оценки в рамках сравнительного подхода.

Поскольку основной задачей проведения корректировок является устранение индивидуальных различий компаний, то в настоящей работе в качестве критерия эффективности корректировочных процедур выступало снижение разброса мультипликаторов. Для оценки такого разброса применялись оценки стандартного отклонения мультипликаторов по сопоставимым компаниям и разброс между 90 и 10 перцентилями таких мультипликаторов (отдельно для P/E и EV/EBITDA).

Как видно из Таблицы 3, проведение корректировок позволяет снизить стандартное отклонение мультипликаторов по сопоставимым компаниям в 10 и более раз, разброс между 90 и 10 перцентилями – в 3.5 раза и более. Такое снижение достигается при корректировках 2 для P/E и 19 для EV/EBITDA (на различия в стоимости капитала). Также существенно снижают разброс мультипликаторов корректировки (6) и (25), которые учитывают и стоимость капитала, и различия в ожидаемых темпах роста (указанные результаты получены при аппроксимации ожидаемой долгосрочной инфляцией).

**Таблица 3.** Результаты корректировок, наиболее снижающих различия между сопоставимыми компаниями

Мультипликатор	Стандартное отклонение	Разброс между 90 и 10 перцентилями
P/E	Лучшая корректировка (2)	1.2
	Вторая лучшая корректировка (6)	6.1
	Без корректировок	28.7
EV/EBITDA	Лучшая корректировка (19)	3.3
	Вторая лучшая корректировка (25)	6.8
	Без корректировок	35.6

Источник: составлено авторами.

Таблица 4. Результаты корректировок, наиболее снижающих различия между сопоставимыми компаниями

Мультипликатор		Стандартное отклонение	Разброс между 90 и 10 перцентилями
P/E, лучшая корректировка (2)	Стоимость собственного капитала определена на основе модели <i>SAPM</i> с добавлением премии за размер	1.2	3.2
	Стоимость собственного капитала определена на основе модели <i>SAPM</i>	1.3	3.5
EV/EBITDA, лучшая корректировка (19)	При расчете WACC использована стоимость собственного капитала, определенная на основе модели <i>SAPM</i> с добавлением премии за размер	3.3	6.2
	При расчете WACC использована стоимость собственного капитала, определенная на основе модели <i>SAPM</i>	3.6	6.1

Источник: составлено авторами.

Эффективность корректировки зависит от качества оценки параметров, на которые проводится корректировка. Так, в частности, учет премии за размер по методу Duff and Phelps<sup>10</sup> в рамках корректировка (2) приводит к снижению стандартного отклонения на 0.1 п.п. и разброса между 90 и 10 перцентилями на 0.3 п.п. для мультипликатора P/E (Таблица 4).

В целом расчеты показали, что проведение корректировок может как снижать разброс мультипликаторов (т.е. эффективно учитывать индивидуальные различия целевой и сопоставимых компаний), так и увеличивать. В частности, увеличение разброса мультипликаторов при корректировках на рост может быть связано со сложностью оценки ожидаемого темпа роста.

Для оценки влияния отдельных корректировок на снижение разброса между мультипликаторами была проведена оценка регрессий вида:

$$\ln(\sigma_{\frac{P}{E}^{adj}}) = const + b_1 \cdot V_1 + b_2 \cdot V_2,$$

$$\ln(\sigma_{\frac{EV}{EBITDA}^{adj}}) = const + b_1 \cdot V_1 + b_2 \cdot V_2,$$

где  $\ln(\sigma_{\frac{P}{E}^{adj}})$  is натуральный логарифм стандартного

отклонения скорректированных мультипликаторов P/E  $\ln(\sigma_{\frac{EV}{EBITDA}^{adj}})$  – натуральный логарифм стандартного

отклонения скорректированных мультипликаторов EV/EBITDA; *const* – константа;  $V_1$  – вектор дамми-переменных, который показывает наличие корректировок на стоимость капитала, на безрисковую ставку, на ожидаемый рост, на ожидаемую инфляцию, на различия в ставке налога на прибыль, на различия в долговой

нагрузке, на различия в ожидаемой рентабельности проектов, на различия в дивидендной политике или в отношении свободного денежного потока для фирмы и EBITDA;  $V_2$  – вектор переменных, в которые входит значение инфляции и безрисковой доходности в России и США;  $b_1$ ,  $b_2$  – векторы оцениваемых коэффициентов. Использование натурального логарифма зависимой переменной позволяет оценить, на сколько процентов применение той или иной корректировки изменяет стандартное отклонение мультипликаторов по выборке сопоставимых компаний.

В Таблице 4 представлены результаты оценки моделей со случайными эффектами. При расчетах использовались робастные стандартные ошибки. На основе теста Бреуша – Пагана сделаны выводы, что в моделях (1)–(3) гипотеза о наличии гетероскедестичности отклонятся на 1%-м уровне значимости, в модели (4) – на 10%-м уровне значимости. Гипотеза о нормальности остатков по тесту Пирсона не отклоняется на 1%-м уровне значимости для моделей (1)–(3), и на 5%-м уровне значимости для модели (4). Для проверки робастности результатов также проводились оценки на основе взвешенного метода наименьших квадратов. Изменения методов расчета не привели к существенному изменению оценок.

Полученные результаты позволяют сделать вывод, что корректировки на стоимость капитала приводят к статистически значимому на 1%-м уровне снижению различий между мультипликаторами сопоставимых компаний. К меньшему, но тем не менее значимому (на 1%-м и 10%-м уровнях в зависимости от моделей) эффекту приводят корректировки на безрисковую ставку. Эти результаты подтверждают выводы из Таблицы 3, в соответствии с которыми наивысшая эффективность корректировок достигается при учете различий в стоимости акционерного капитала (для P/E) и средневзвешенных затрат на капитал (для EV/EBITDA). Отметим, что современная финансовая теория позволяет достаточно

<sup>10</sup> URL: kroll.com (дата обращения: 16.06.2025).

Таблица 5. Результаты оценки влияния корректировок на стандартное отклонение мультипликаторов

Модель	(1)	(2)	(3)	(4)
Зависимая переменная	$\ln(\sigma_{\frac{P}{E}^{adj}})$		$\ln(\sigma_{\frac{EV}{EBITDA}^{adj}})$	
<b>Регрессоры</b>				
Const	6.02*** (0.60)	4.15*** (1.08)	5.11*** (0.79)	4.02*** (1.05)
Наличие корректировки на стоимость капитала	-2.21*** (0.44)	-1.69** (0.70)	-2.07*** (0.36)	-2.10*** (0.43)
Наличие корректировки на безрисковую ставку	-1.47*** (0.51)	-1.27* (0.66)	-1.09*** (0.42)	-1.16*** (0.43)
Наличие корректировки на ожидаемый рост	2.24*** (0.44)	3.38*** (0.35)	1.26*** (0.41)	1.42*** (0.41)
Наличие корректировки на ожидаемую инфляцию	1.34*** (0.43)	2.41*** (0.37)	0.48 (0.35)	0.61** (0.29)
Наличие корректировки на долговую нагрузку	1.06** (0.41)	2.57*** (0.79)	-0.70* (0.43)	-0.42 (0.56)
Наличие корректировки на ставку налога	-0.58 (0.40)	0.53 (0.67)	-	-
Применение обратного мультипликатора	-0.84** (0.40)	0.04 (0.35)	-1.32*** (0.45)	-0.77*** (0.29)
Наличие ошибки в корректировке на дивидендную политику или показатель $k$	-	0.39 (0.35)	-	0.43 (0.31)
Процентная ставка в США	34.39*** (7.14)	39.04*** (7.32)	6.24 (8.70)	5.21 (9.80)
Процентная ставка в России	-50.50*** (8.73)	-59.94*** (8.29)	-31.40*** (6.65)	-27.30*** (7.08)
Инфляция в США	3.13 (8.73)	-0.23 (8.26)	8.24 (7.26)	12.83* (7.25)
Инфляция в России	16.19*** (4.41)	20.15*** (3.78)	17.36*** (4.12)	13.88*** (4.17)
Кол-во наблюдений	204	174	132	114
Критерий Акаике	683	573	401	332
Логарифм функции правдоподобия	-329	-274	-190	-154

Примечание: \*, \*\* и \*\*\* означают 10%-, 5%- и 1%-й уровни значимости соответственно.

Источник: рассчитано авторами.

точно оценить стоимость капитала, в связи с чем потенциальные ошибки в расчетах стоимости собственного капитала и средневзвешенных затрат на капитал имеют минимальное влияние на результаты корректировок.

Корректировки на рост, напротив, приводят к значимому увеличению разброса мультипликаторов. Это может быть

связано с тем, что оценка ожидаемого роста (дивидендов или денежного потока) является сложной задачей. На практике даже прогнозные данные часто определяются на основе отчетности [84]. Оценка ожидаемых темпов роста, даже принимая во внимание подход к расчету смешанного темпа роста [74], будет иметь высокую дис-

персию ошибки. Наш анализ показывает, что попытки провести корректировки на рост с высокой вероятностью будут неудачными в связи с тем, что используемые прокси для ожидаемого роста дивидендов или свободных денежных потоков для фирмы являются неточными и приводят к искажениям в значениях скорректированных мультипликаторов. В связи с этим при отсутствии возможности точно спрогнозировать темпы роста целевой и сопоставимых компаний от корректировки на рост целесообразно отказаться. В ряде случаев корректировка на рост может быть заменена на корректировку на различия в ожидаемой инфляции, которая, однако, также не приводит к значимому снижению вариации мультипликаторов.

Корректировки на различия в долговой нагрузке повышают точность оценки мультипликатора  $EV/EBITDA$ . Вероятно, повышение точности связано с тем, что такие корректировки позволяют учесть различия в выгодах от налоговых щитов.

В рамках исследования проверялась гипотеза о влиянии ошибки в учете  $PR$  и  $k$  (доли выплаты дивидендов или соотношения свободного денежного потока для фирмы к  $EBITDA$ ). Гипотеза частично подтверждается: ошибка учета доли выплат дивидендов или соотношения свободного денежного потока для фирмы и  $EBITDA$  (т.е. де-факто принятие  $PR_{B_i} = 1$  и  $k_{B_i} = 1$ ) приводит к снижению эффективности корректировки на 37–42%, однако зависимость не значима статистически, при этом  $p$ -value равна 0.22–0.24 для разных спецификаций модели. Одна из трудностей учета  $PR$  и  $k$  заключается в сложности их прогнозирования его на длительный период.

Как отмечалось ранее,  $PR$  и  $k$  на практике учет и часто упускается из виду, когда проводятся корректировки мультипликаторов. При выводе формул корректировок для мультипликатора  $\frac{EV}{EBITDA}$  мы исходили из

соотношения  $FCFF = EBITDA \cdot k$ . При выводе корректировок для мультипликатора  $\frac{P}{E}$  мы оперировали долей

прибыли, которая идет на выплату дивидендов  $D = E \cdot PR$  и далее применяли ее для классической модели Гордона, построенной на дисконтированных дивидендах  $V_0 = \frac{D_1}{r - g}$ .

Строго говоря, при выводе мультипликатора  $\frac{P}{E}$  можно было бы исходить из модификации модели Гордона для дисконтированных денежных потоков для акционеров

$V_0 = \frac{FCFE_1}{r - g}$ . Для этого следовало бы оперировать не долей

выплаты дивидендов, а коэффициентом  $\tilde{k}$ , устанавливающим связь между свободным денежным потоком для акционеров и прибылью компании  $FCFE = E \cdot \tilde{k}$ . Вывод корректировок для этого случая остается за рамками настоящей статьи, однако следует обратить внимание на экономический смысл показателей  $k$ ,  $\tilde{k}$  и  $PR$ . За рядом исключений (например, кейс «Сургутнефтегаза») низкое значение  $PR$  означает, что компания относительно много инвестирует. Низкие значения  $k$  и  $\tilde{k}$  также означают, что компания при прочих равных условиях много инвестирует. Это связано с тем, что денежные потоки оказываются существенно ниже  $EBITDA$  и прибыли при высоком значении капитальных затрат, что следует из формул

$$FCFF = EBITDA \cdot (1 - MTR) + D \& A \cdot MTR - \Delta NWC - CAPEX$$

$$FCFE = E + D \& A \cdot MTR - \Delta NWC - CAPEX + NB,$$

где  $D \& A$  – амортизация;  $\Delta NWC$  – прирост чистого оборотного капитала;  $CAPEX$  – капитальные затраты;  $NB$  – чистые заимствования (прирост долга).

Таблица 6. Значение фиксированных временных эффектов

Год	$\ln(\sigma_{\frac{P}{E}^{adj}})$	$\ln(\sigma_{\frac{EV}{EBITDA}^{adj}})$
Зависимая переменная		
2019	0.33 (0.23)	0.61*** (0.21)
2020	1.16*** (0.37)	1.48*** (0.25)
2021	1.18*** (0.27)	1.70*** (0.24)
2022	-0.11 (0.19)	0.96*** (0.19)
2023	0.71*** (0.20)	0.60** (0.29)

Примечание: \*, \*\* и \*\*\* означают 10%, 5% и 1%-е уровни значимости соответственно.

Источник: рассчитано авторами.

Таблица 7. Отклонения полученных оценок относительно фактического значения цены акции

Корректировка	Оператор $\hat{P}$ возвращает среднее по выборке		Оператор $\hat{\theta}$ возвращает медиану по выборке	
	$\frac{ \hat{P} - P }{P}$	$\frac{\hat{P} - P}{E}$	$\frac{ \hat{P} - P }{P}$	$\frac{\hat{P} - P}{E}$
(1)	1%	0.3	2%	0.2
(2)	29%	-5.7	19%	-5.0
(2) без учета дивидендной политики	15%	-2.8	11%	-2.9
(6)	9%	-1.8	7%	-1.7
Без корректировок	66%	12.8	48%	12.6

Источник: рассчитано авторами.

Некоторые отличия могут следовать из того, что  $k$  and  $\tilde{k}$  снижаются, в случае если компания систематически наращивает оборотный капитал (например, быстро-растущие компании), а на  $\tilde{k}$  также оказывают влияние изменения в структуре капитала. Тем не менее в долгосрочной перспективе эти показатели более стабильны. Таким образом, экономический смысл показателей  $k$ ,  $\tilde{k}$  and  $PR$  является похожим, они показывают, насколько много компания инвестирует и, следовательно, какую часть финансового результата (измеренного как EBITDA или E) компания может устойчиво распределять между владельцами акционерного или, для  $k$  акционерного и долгового капитала.

Дополнительно в рамках исследований было проведено сравнение точности прямых корректировок (вида 1, 3, 5, 13, 18 и т.д.) и корректировок с обратным мультипликатором в знаменателе (вида 2, 4, 6, 19 и т.д.). Полученные оценки позволяют сделать вывод, что корректировки с обратным

мультипликаторов снижают различия мультипликаторов на 3–75% сильнее, однако эти различия не являются статистически значимыми.

В рассматриваемую выборку попал период пандемии COVID-19 и СВО. Для анализа влияния этого периода на точность корректировочных процедур были добавлены фиксированные временные эффекты, при этом оценки коэффициентах при переменных корректировок оставались робастными. Значения коэффициентов при дамми-переменных времени представлен в Таблице 6 (в качестве базового для оценки использован 2018 г.).

Полученные результаты говорят о том, корректировки полезны и в кризисные периоды, однако их точность несколько снижается. Такое снижение является ожидаемым и, вероятно, неизбежным результатом, так как в периоды шоков растет неопределенность относительно будущих финансовых показателей компании, определяющих стоимость.

Таблица 8. Отклонения полученных оценок относительно фактического значения стоимости фирмы

Корректировка	Оператор $\hat{EV}$ возвращает среднее по выборке		Оператор $\hat{\theta}$ возвращает медиану по выборке	
	$\frac{ \hat{EV} - EV }{EV}$	$\frac{\hat{EV} - EV}{EBITDA}$	$\frac{ \hat{EV} - EV }{EV}$	$\frac{\hat{EV} - EV}{EBITDA}$
(18)	1%	-0.2	3%	-0.5
(19)	21%	-2.6	15%	-2.6
(19) без учета соотношения FCFE и EBITDA	4%	0.5	4%	0.7
(25)	49%	-5.7	37%	-6.1
Без корректировок	48%	5.9	38%	6.5

Источник: рассчитано авторами.

Снижение вариативности мультипликаторов говорит об учете индивидуальных различий компаний, однако не менее значимый критерий – повышение точности оценки. Важными являются вопросы, какие оценки оказываются более точными – на основе скорректированного

мультипликатора ( $\widehat{P}_T = \theta \left( \frac{P_{B_i}}{E_{B_i}} \right)_{adj} \cdot E_T$  и

$\widehat{EV}_T = \theta \left( \frac{EV_{B_i}}{EBITDA_{B_i}} \right)_{adj}$ ) или на основе нескорректиро-

ванных мультипликаторов ( $\widehat{P}_T = \theta \left( \frac{P_{B_i}}{E_{B_i}} \right) \cdot E_T$  и

$\widehat{EV}_T = \theta \left( \frac{EV_{B_i}}{EBITDA_{B_i}} \right)$ .

В рамках исследования были рассчитаны отклонения значений оценок на основе скорректированных и нескорректированных мультипликаторов от фактических рыночных цен акций и стоимости фирмы.

В соответствии с полученными результатами, проведение корректировок приводит к повышению точности оценки (Таблицы 7 и 8). Так, если отклонение нескорректированных мультипликаторов от фактических значений составляет более 12 чистых прибылей и около 6 EBITDA, то для ряда корректировок отклонение составляет около 0.2–0.3 чистых прибылей и в пределах 0.5 EBITDA, а сами значения мультипликаторов от фактических значений находятся в пределах 1–3%, что говорит о высокой точности оценок.

При этом, в отличие от вариативности значений скорректированных мультипликаторов:

- на точность оценки стоимости не влияют обратные корректировки (в частности, корректировка (1) оказывается точнее (2), а корректировка (18) оказывается точнее (19));
- отказ от учета дивидендной политики (для оценки стоимости акций) и параметра  $k$ , отвечающего за соотношение FCFF и EBITDA (для оценки стоимости фирмы) приводит к улучшению точности (в частности, корректировки (2) и (19) без учета дивидендной политики и параметра  $k$  дают более точные оценки, чем с учетом такого параметра).

Таким образом, гипотеза об устранении индивидуальных различий компаний и повышении точности оценки в рамках сравнительного подхода подтвердилась. Гипотеза о разном влиянии отдельных корректировок также подтвердилась. Гипотезы о повышении точности влияния оценки при корректном учете различий в дивидендной политике и в соотношении FCFF и EBITDA, а также о различной точности прямых корректировок и корректировок на основе обратного мультипликатора подтвердились частично: учет этих факторов приводит к устранению индивидуальных различий, что отражается в снижении вариативности скорректированных мультипликаторов, но при этом в ряде случаев приводит и к снижению точности оценки относительно рыночной стоимости.

## Заключение

В статье выведены формулы для проведения корректировок в целях повышения точности оценки стоимости бизнеса на основе метода компаний-аналогов. Предложенный подход позволяет учесть индивидуальные различия между целевой и сопоставимыми компаниями, что особенно важно, в частности, при небольшом количестве сопоставимых компаний, либо в случае, когда среди сопоставимых преобладают компании, базирующиеся в других странах. Скорректированные мультипликаторы могут быть рассчитаны на основе формул, представленных в Таблицах 1 и 2.

В соответствии с полученными результатами наиболее эффективными с точки зрения снижения разброса между мультипликаторами сопоставимых компаний являются корректировки на стоимость капитала (затраты на собственный капитал для мультипликатора P/E и WACC для мультипликатора EV/EBITDA). Корректировка на различия в долговой нагрузке снижает различия между мультипликаторами EV/EBITDA сопоставимых компаний. Корректировки на рост приводят к росту вариативности скорректированных мультипликаторов, что связано с высокой дисперсией ошибки в оценке ожидаемых темпов роста. Точность оценки акций и бизнеса с применением корректировок на стоимость капитала более высокая, чем с использованием корректировок и на стоимость капитала, и на рост. Тем не менее корректировка и на стоимость капитала, и на рост позволяет повышает точность относительно оценки по нескорректированным мультипликаторам. Полученные результаты позволяют рекомендовать корректировку на рост только в случае возможности точно оценить темпы роста как для целевой, так и для сопоставимых компаний. Без такой возможности целесообразно либо не делать корректировку на рост, либо сделать корректировку на различия в ожидаемых значениях инфляции (для компаний из разных стран).

В будущих исследованиях целесообразно проверить результативность корректировок для выборок компаний из других отраслей, а также для других показателей качества корректировок, в частности, для точности прогноза цены акции на основе скорректированных мультипликаторов. По мнению авторов, также существует целый ряд перспективных направлений для продолжения исследования – корректировка мультипликаторов EV/выручка, EV/GMV (gross merchandise volume, общая стоимость проданных товаров), EV/EBIT, а также нефинансовых мультипликаторов. Перспективной является разработка корректировок на основе альтернатив для модели Гордона, например, для H-модели.

Важным выводом является тот факт, что учет дивидендной политики (для мультипликатора P/E) и соотношения чистого денежного потока для фирмы и EBITDA (для мультипликатора EV/EBITDA) является теоретически обоснованным и на 1%-м и 5%-м уровнях значимости (в зависимости от спецификации) снижает вариативность скорректированных мультипликаторов точность корректировок относительно случая, когда такой коэффициент не используется. Тем не менее на практике учет этих факторов не приводит к росту точности

оценки, а в ряде случаев более точные оценки (в терминах отклонения от фактических рыночных значений стоимости акций и фирмы) получались, когда при корректировках не учитывалась дивидендная политика и соотношение FCFE и EBITDA, а также не применялись обратные мультипликаторы. Полученные результаты могут быть связаны с тем, что оценка на долгосрочную перспективу дивидендной политики и соотношения FCFE и EBITDA имеет высокую дисперсию ошибки. Возможно, это является одной из причин, почему дивидендная политика и соотношение FCFE и EBITDA обычно не рассматривается аналитиками, несмотря на фундаментальную роль в формировании стоимости компании.

Корректировка мультипликаторов является дрейфом в сторону модели дисконтированных денежных потоков при оценке стоимости. Применение корректировок делает метод мультипликаторов более трудозатратным и создает риски снижения точности оценки в случае ошибок в определении значений факторов, на которых проводится корректировка. Поэтому при проведении оценки с применением корректировок важно не только точно рассчитывать значения используемых в корректировках факторов, но и опираться на профессиональные суждения, а также критически осмысливать полученные результаты. Тем не менее результаты настоящего исследования позволяют сделать вывод, что грамотное применение корректировок дает возможность повысить точность оценки на основе формализованного теоретически обоснованного подхода.

## Список литературы

1. Damodaran A. Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence. *Foundations and Trends in Finance*. 2007;1(8): 693-784. <https://doi.org/10.1561/0500000013>
2. Gordon M.J., Shapiro E. Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science*. 1956;3(1):1-115. <https://doi.org/10.1287/mnsc.3.1.102>
3. Gordon M.J. The Savings Investment and Valuation of a Corporation. *The Review of Economics and Statistics*. 1962;44(1):37-51. <https://doi.org/10.2307/1926621>
4. Brogaard J., Nguyen T.H., Putnins T.J., et al. What Moves Stock Prices? The Roles of News, Noise, and Information. *The Review of Financial Studies*. 2022;35(9):4341-4386. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhab137>
5. Kaplan S.N., Ruback R.S. The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*. 1995;50(4):1059-1093. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04050.x>
6. Rotkowsky A., Clough E. How to Estimate the Long-Term Growth Rate in the Discounted Cash Flow Method. 2013. Accessed January 15, 2025 .
7. Liu J. Application of DCF Financial Valuation Model - Taking BYD as an Example. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*. 2023;22(1):71-77. <https://doi.org/10.54254/2754-1169/22/20230289>
8. Fernández P. Valuation Using Multiples. How Do Analysts Reach their Conclusions? *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. 2002:RESEARCH PAPER No 450.
9. Eberhart A.C. Equity Valuation Using Multiples. *The Journal of Investing*. 2004;13(2):48-54. <https://doi.org/10.3905/joi.2004.412306>
10. Couto J, Brito P, Cerqueira A. The Method of Market Multiples on the Valuation of Companies: A Multivariate Approach. 2017:FEP Working Papers 2017. (accessed on 16.01.2025) URL: <https://ideas.repec.org/p/por/fepwps/586.html>
11. Cooper I, Lambertides N. Optimal equity valuation using multiples: The number of comparable firms. *European Financial Management*. 2023;29(4):1025-1053. <https://doi.org/10.1111/eufm.12405>
12. Markowitz H. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 1952;7(1):77-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
13. Tobin J. Liquidity preference as behavior towards risk. *The Review of Economic Studies*. 1958;25(2):65-86. <https://doi.org/10.2307/2296205>
14. Tobin J. Money and Economic Growth. *Econometrica*. 1965;33(4):671-684. <https://doi.org/10.2307/1910352>
15. Sharpe W.F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*. 1964;19(3):425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
16. Lintner J. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*. 1965;47(1):13-37. <https://doi.org/10.2307/1924119>
17. Mossin J. Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*. 1966;34(4). <https://doi.org/10.2307/1910098>
18. Blume M.E., Friend I. A new look at the capital asset pricing model. *The Journal of Finance*. 1973;28(1):19-34. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01342.x>
19. Roll R. A critique of the asset pricing theory's tests Part I: On past and potential testability of the theory. *Journal of Financial Economics*. 1977;4(2):129-176. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90009-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90009-5)
20. Estrada J. Systematic risk in emerging markets: The D-CAPM. *Emerging Markets Review*. 2002;3(4):365-379. [https://doi.org/10.1016/S1566-0141\(02\)00042-0](https://doi.org/10.1016/S1566-0141(02)00042-0)
21. Lucas R.E. Asset Prices in an Exchange Economy. *Econometrica*. 1978;46(6):1429-1445. <https://doi.org/10.2307/1913837>
22. Merton RC. On estimating the expected return on the market: An exploratory investigation. *Journal of Financial Economics*. 1980;8(4):323-361. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90007-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90007-0)
23. Fama E.F., French K.R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*. 1993;33(1):3-56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
24. Fama EF, French KR. The Capital Asset Pricing Model: Theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives*. 2004;18(3):25-46. <https://doi.org/10.1257/0895330042162430>

25. Mikhaylova A., Ivashkovskaya I. Do Investors Pay Yield Premiums on Green Bonds? *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2020;14(2):7-21. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.14.2.2020.7-21>
26. Nanayakkara M., Colombage S. Do investors in Green Bond market pay a premium? Global evidence. *Applied Economics* 2019;51(40):4425-4437. <https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1591611>
27. Shtefan M.A., Zotova Ya.N. The impact of the form of non-financial reporting on market capitalization of Russia's and foreign companies. *Moscow University Economics Bulletin = Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6. Ehkonomika*. 2024;(1):122-145. (In Russ.) <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-59-1-6>
28. Madhavan A., Sobczyk A., Ang A. Toward ESG Alpha: Analyzing ESG Exposures through a Factor Lens. *Financial Analysts Journal*. 2021;77(1):69-88. <https://doi.org/10.1080/00015198X.2020.1816366>
29. Mehra R., Prescott E.C. The equity premium: A puzzle. *Journal of Monetary Economics*. 1985;15(2):145-161. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(85\)90061-3](https://doi.org/10.1016/0304-3932(85)90061-3)
30. Guvenen F. A Parsimonious Macroeconomic Model for Asset Pricing. *Econometrica*. 2009;77(6):1711-1750. <https://doi.org/10.3982/ecta6658>
31. Dimson E., Marsh P., Staunton M. Equity Premia Around the World. *SSRN Electronic Journal*. 2012. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1940165>
32. Gurov I.N., Bobkov G.A. Premiums for the risk of inflation in the structure of interest rates in Russia during the years from 2003 through 2018. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossijskoj akademii nauk* 2018;(5):144-160. (In Russ.) <https://doi.org/10.24411/2073-6487-2018-00011>
33. Nikitushkina I.V., Shepeleva A.A. Assessment of the company-specific risk premium in estimating the required return on equity. *Financial Analytics: Science and Experience = Finansovaya analitika: problemy i resheniya*. 2016;34(316):36-49. (In Russ.)
34. Ang A., Briere M., Signori O. Inflation and individual equities. *Financial Analysts Journal*. 2012;68(4):36-55. <https://doi.org/10.2469/faj.v68.n4.3>
35. Kang J., Pflueger C.E. Inflation risk in corporate bonds. *The Journal of Finance*. 2015;70(1):115-162. <https://doi.org/10.1111/jofi.12195>
36. Modigliani F., Miller M.H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*. 1963;53(3):433-443. <https://doi.org/10.2307/1809167>
37. Modigliani F., Miller M.H. American Economic Association Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review* 1963; 53(3).
38. Cooper I.A., Nyborg K.G. The value of tax shields IS equal to the present value of tax shields. *Journal of Financial Economics*. 2006;81(1):215-225. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.07.003>
39. Fernandez P. The value of tax shields is NOT equal to the present value of tax shields. *Journal of Financial Economics*. 2004;73(1):145-165. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2002.10.001>
40. Straehl P.U., Ibbotson R.G. The long-run drivers of stock returns: Total payouts and the real economy. *Financial Analysts Journal*. 2017;73(3):32-52. <https://doi.org/10.2469/faj.v73.n3.4>
41. Jarrow R., Lamichhane S. Risk premia, asset price bubbles, and monetary policy. *Journal of Financial Stability*. 2022;60:101005. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2022.101005>
42. Miciuła I., Kadłubek M., Stepień P. Modern methods of business valuation-case study and new concepts. *Sustainability*. 2020;12(7):2699. <https://doi.org/10.3390/su12072699>
43. Gordon M.J. Dividends, Earnings, and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*. 1959;41(2):99-105. <https://doi.org/10.2307/1927792>
44. Holt C.C. The Influence of Growth Duration on Share Prices. *The Journal of Finance*. 1962;17(3):465-475. <https://doi.org/10.2307/2977053>
45. Fuller R.J., Hsia C.-C. A Simplified Common Stock Valuation Model. *Financial Analysts Journal*. 1984;40(5):49-56. <https://doi.org/10.2469/faj.v40.n5.49>
46. Pereiro L.E. Valuation of companies in emerging markets: a practical approach. Wiley; 2002: 528 p.
47. Fernández P. Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations. *SSRN Electronic Journal*. 2005. <https://doi.org/10.2139/ssrn.274973>
48. Damodaran A. Valuing Young, Start-Up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. *SSRN Electronic Journal*. 2011. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1418687>
49. Ruzhanskaya L., Voytenkov V., Urazbaeva A., et al. The Impact of Corporate News on Stock Prices: Evidence from the Russian Stock Market. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2022; 16(2):44-55. <https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.16.2.2022.44-55>
50. Njoroge P., Baumann M., Baumann M.H., et al. Stock Price Reactions to Publications of Financial Statements: Evidence from the Moscow Stock Exchange. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2021;15(1):19-36. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.15.1.2021.19-36>
51. Rogova E., Belousova M. Testing Market Reaction on Stock Market Delisting in Russia. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2021;15(3):14-27. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.15.3.2021.14-27>
52. Teryoshina N.P., Peresvetova E.B. The analysis of mergers and acquisitions taking into account the characteristics of the transport market. *Transportnoe delo Rossii*. 2013;(2):6-9. (In Russ.)
53. Lashuk T., Vasilevskiy M., Filatova E. Performance of M&A Deals in The Russian Market: Evidence from Oil & Gas and Power Industries. *Journal of Corporate Finance Research*

- = Korporativnye Finansy. 2023;17(4):38–58. <https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.17.4.2023.38-58>
54. Sterhov A.V. Premium evaluation in mergers and acquisitions of electricity companies. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2019;13(3). <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.13.3.2019.48-60>
  55. Kim M., Ritter J.R. Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*. 1999;53(3):409-437. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00027-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00027-6)
  56. Lie E., Lie H.J. Multiples Used to Estimate Corporate Value. *Financial Analysts Journal*. 2002;58(2):44-54. (accessed on 16.01.2025) URL: <https://www.biz.uiowa.edu/faculty/elie/valbymult.pdf>
  57. Savolainen J. Real options in metal mining project valuation: Review of literature. *Resources Policy*. 2016;50:49-65. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2016.08.007>
  58. Kuriatnikov R., Shapoval S. Assessing the Sustainability of Russian Iron and Steel Companies Amid a Structural Crisis. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2024;18(4):125–135. <https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.18.4.2024.125-135>
  59. Khorin A., Krikunov A. ESG-Risk Factors and Value Multiplier of Telecommunications Companies. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2021;15(4):56-65. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.15.4.2021.56-65>
  60. Bhojraj S., Lee C.M.C. Who is my peer? A valuation-based approach to the selection of comparable firms. *Journal of Accounting Research*. 2002;40(2):4-7-439. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00054>
  61. Nel S., Bruwer W., le Roux N. An emerging market perspective on peer group selection based on valuation fundamentals. *Applied Financial Economics*. 2014;24(9). <https://doi.org/10.1080/09603107.2014.894629>
  62. Knudsen J.O., Kold S., Plenborg T. Stick to the fundamentals and discover your peers. *Financial Analysts Journal* 2017;73(3):85-105. <https://doi.org/10.2469/faj.v73.n3.5>
  63. Vochkarev A.M. Адаптация метода мультипликаторов для оценки стоимости российских контейнерных перевозчиков в условиях капитальных ограничений. *Audit i finansovyy analiz*. 2022;(3):21–27. (In Russ.) (accessed on 17.01.2025) URL: [https://auditfin.com/fin/2022/3/fin\\_2022\\_31\\_rus\\_00\\_04.pdf](https://auditfin.com/fin/2022/3/fin_2022_31_rus_00_04.pdf)
  64. Ivashkovskaya IV, Kuznecov IA. Adjustments to the market multiples for valuation in emerging markets: empirical research. *Audit i finansovyy analiz*. 2008;5. (In Russ.) (accessed on 17.01.2025) URL: <https://auditfin.com/fin/2008/5/Ivashkovskaya/Ivashkovskaya%20.pdf>
  65. Milenković N. Market multiples adjustments for differences in risk profile – an airline company example. *International journal for traffic and transport engineering*. 2015;5(1):17-28. [https://doi.org/10.7708/ijtte.2015.5\(1\).03](https://doi.org/10.7708/ijtte.2015.5(1).03)
  66. Serra R.G., Fávero L.P.L. Multiples' Valuation: The Selection of Cross-Border Comparable Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*. 2018;54(9):1973-1992. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2017.1336084>
  67. Selezneva Z.V., Evdokimova M.S. Endogeneity Problem in Corporate Finance: Theory and Practice. *Finance: Theory and Practice = Finansy: teoriya i praktika*. 2022;26(3):64-84. (In Russ.) <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2022-26-3-64-84>
  68. Koussis N, Ruzinskii V. Speed of Adjustment in Dividend Payout Decisions: A Comparative Analysis of Developed and Developing Countries. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2019;13(2):7-24. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.13.2.2019.7-24>
  69. Mauboussin M., Callahan D. Valuation Multiples. What They Miss, Why They Differ, and the Link to Fundamentals. Morgan Stanley Investment Management. 2024. (accessed on 22.06.2025) URL: [https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article\\_valuationmultiples.pdf](https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_valuationmultiples.pdf)
  70. Puzakov A, Mirzoyan A, Galich A. Dividend Payments by Russian Companies: A Signal to the Market or a Consequence of Agency Conflicts? *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2024;18(1):62–74. <https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.18.1.2024.62-74>
  71. Belous M. Dividend Policy of Russian Companies: Cancel Culture Effect. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2023;17(4):114–131. <https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.17.4.2023.114-131>
  72. Shapovalova S. Determinants of Dividend Payments of Russian Companies. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2023;17(1):54–63. <https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.17.1.2023.54-63>
  73. Huey J.L.H., Marsidi A. The Impact of Ownership Structure on Dividend Pay-out: Evidence from Listed Companies in the Property Sector in Malaysia. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2022;16(3):85–94. <https://doi.org/10.17323/J.JCFR.2073-0438.16.3.2022.85-94>
  74. Hitchner J.R. *Financial Valuation Workbook: Step-by-Step Exercises and Tests to Help You Master Financial Valuation*. Wiley Finance; 2017. 480 p.
  75. Muth J.F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. *Econometrica*. 1961;29(3):315-335. <https://doi.org/10.2307/1909635>
  76. Lim T.C., Lim X.Y., Zhai R. History of the efficient market hypothesis. *International Journal of Management Sciences and Business Research*. 2012;1(11):26-33. (accessed on 22.06.2025) URL: <https://ssrn.com/abstract=2704252>
  77. Fama E.F. Efficient Capital Markets: Reply. *The Journal of Finance*. 1976;31(1):143-145. <https://doi.org/10.2307/2326404>
  78. Timmermann A., Granger C.W.J. Efficient market hypothesis and forecasting. *International Journal of Forecasting*. 2004;20(1):15-27. [https://doi.org/10.1016/S0169-2070\(03\)00012-8](https://doi.org/10.1016/S0169-2070(03)00012-8)
  79. Avrutskaya S., Maricheva E. Testing Russian Stock Market Efficiency Using Event Studies: Impact of Credit Ratings Changes. *Journal of Corporate Finance Research*

- = Korporativnye Finansy. 2021;15(2):42-54. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.15.2.2021.42-54>
80. Mercer Z.C. The Adjusted Capital Asset Pricing Model For Developing Capitalization Rates: An Extension Of Previous “Build-Up” Methodologies Based Upon The Capital Asset Pricing Model. *Business Valuation Review*. 1989;8(4):147-156. <https://doi.org/10.5791/0882-2875-8.4.147>
81. Hamada R.S. Portfolio analysis, market equilibrium and corporation finance. *The Journal of Finance*. 1969;24(1):13-31. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1969.tb00339.x>
82. Hamada RS. PORTFOLIO ANALYSIS, MARKET EQUILIBRIUM AND CORPORATION FINANCE. *The Journal of Finance* 1969; 24(1). doi:10.1111/j.1540-6261.1969.tb00339.x.
83. Волков М.А. Актуальные вопросы расчёта и практического применения мультипликаторов фундаментальной стоимости компаний с высокой долговой нагрузкой. *Инновации и инвестиции* 2020; 3:31–35.<https://cyberleninka.ru/article/n/aktualnye-voprosy-raschyotai-prakticheskogo-primeneniya-multiplikatorov-fundamentalnoy-stoimosti-kompaniy-s-vysokoy-dolgovoy/viewer> Accessed January 17, 2025.
84. Körner P. The determinants of corporate debt maturity structure: Evidence from Czech firms. *Finance a Uver - Czech Journal of Economics and Finance* 2007; 57(3–4)

## Приложение

Таблица 9. Описательные статистики переменных

	Минимум	Медиана	Максимум	Среднее	Ст.откл.
P/E	0.7	19.5	219	26.2	26.7
EV/EBITDA	0.2	12.4	503	17.2	35.7
$\ln\left(\frac{P}{E}^{adj}\right)$	-0.17	3.36	8.90	3.46	1.73
$\ln\left(\sigma \frac{EV}{EBITDA}^{adj}\right)$	0.06	2.61	8.40	2.74	1.65
Инфляция по всем странам	0.0	0.02	0.08	0.03	0.02
Инфляция в США	0.03	0.04	0.07	0.04	0.01
Инфляция в России	0.03	0.07	0.12	0.07	0.03
Ожидаемый смешанный (blended) темп роста прибыли	-0.18	0.03	0.13	0.03	0.05
Ожидаемый смешанный (blended) темп роста EBITDA	-0.28	0.03	0.25	0.03	0.10
Безрисковая ставка по всем странам	0.01	0.02	0.13	0.03	0.03
Безрисковая ставка в США	0.00	0.02	0.05	0.02	0.02
Безрисковая ставка в России	0.05	0.07	0.11	0.08	0.07
Премия за рыночный риск	0.04	0.06	0.11	0.06	0.01
Бета	0.54	1.00	2.40	1.13	0.37
Долговая нагрузка	0.00	0.33	5.58	0.62	0.68
Ставка налога на прибыль	0.15	0.25	0.34	0.26	0.04
Рентабельность собственного капитала	-0.07	0.10	0.49	0.12	0.09

Источник: составлено авторами на основании проведенных расчетов.

**Таблица 10.** Корреляционная матрица переменных

	$\ln(\sigma_{\frac{P}{E}^{adj}})$	$\ln(\sigma_{\frac{EV}{EBITDA}^{adj}})$	Безрисковая ставка в США	Безрисковая ставка в России	Инфляция в США	Инфляция в России
$\ln(\sigma_{\frac{P}{E}^{adj}})$	1	0.71	-0.22	0.08	-0.09	-0.20
$\ln(\sigma_{\frac{EV}{EBITDA}^{adj}})$	0.71	1	-0.11	0.59	-0.21	-0.16
Безрисковая ставка в США	-0.22	-0.11	1	0.41	0.13	0.22
Безрисковая ставка в России	0.08	0.59	0.41	1	-0.05	0.12
Инфляция в США	-0.09	-0.21	0.13	-0.05	1	0.64
Инфляция в России	-0.20	-0.16	0.22	0.12	0.64	1

Источник: рассчитано авторами.

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

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 19.04.2025; одобрена после рецензирования 08.05.2025; принята для публикации 01.06.2025.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.2.2025.38-52>

JEL classification: G32



# Неопределенность экономической политики и принятие риска российскими компаниями: роль корпоративного управления

**Регина Гатауллина**

Стажер, Научно-учебная лаборатория корпоративных финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Россия, [reginagataullina11@gmail.com](mailto:reginagataullina11@gmail.com), [ORCID](#)

**Мария Кокорева** ✉

Кандидат экономических наук, научный сотрудник, Научно-учебная лаборатория корпоративных финансов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва, Россия, [mkokoreva@gmail.com](mailto:mkokoreva@gmail.com), [ORCID](#)

## Аннотация

Настоящее исследование посвящено изучению взаимосвязи между неопределенностью экономической политики (НЭП) и отношением к риску российских компаний с акцентом на модулирующее влияние механизмов корпоративного управления. В работе применяется модель с фиксированными эффектами на панельных данных из 126 компаний, входящих в индекс широкого рынка Московской биржи с 2010 по 2021 г., чтобы выяснить, каким образом факторы корпоративного управления, такие как независимость совета директоров, наличие комитета по управлению рисками и участие государства, влияют на принятие рисков в условиях экономической неопределенности. Согласно результатам, неопределенность экономической политики имеет положительную связь с принятием рисков, при этом характеристики корпоративного управления смягчают данную связь. В частности, большая независимость совета директоров и наличие специализированного комитета по управлению рисками связаны со снижением степени принятия на себя рисков в периоды возросшей неопределенности. Напротив, у государственных компаний наблюдается большая предрасположенность к принятию рисков благодаря защите, которую обеспечивает поддержка государства. Данные выводы являются вкладом в растущий объем литературы по корпоративному управлению и управлению рисками, особенно на развивающихся рынках. Настоящее исследование предоставляет ценные практические выводы для руководителей компаний и лиц, определяющих политику, указывая на необходимость специально разработанных структур корпоративного управления, направленных на смягчение риска в условиях нестабильной экономической обстановки.

**Ключевые слова:** отношение компаний к риску, корпоративное управление, неопределенность экономической политики, совет директоров, государственное участие, развивающиеся рынки

**Для цитирования:** Gataullina R., Kokoreva M. (2025) Economic Policy Uncertainty and Corporate Risk-taking in Russian Companies: The Role of Corporate Governance *Journal of Corporate Finance Research*. 19 (2): 38-52. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.2.2025.38-52>

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

Отношение корпораций к риску играет определяющую роль в способности компаний создавать новые источники дохода, удерживать свои рыночные позиции и привлекать средства для развития бизнеса. Таким образом, эффективные стратегии принятия рисков являются одним из решающих факторов обеспечения устойчивого и успешного функционирования. На этом фоне представляется целесообразным изучить, каким образом внутренние характеристики, например, корпоративное управление и финансовые аспекты, и влияние внешних факторов, например, таких как неопределенность экономической политики (НЭП), влияют на выбор компании, связанный с рисками, а также выявить механизмы, смягчающие реакцию компаний в периоды неопределенности.

Несмотря на то что довольно большое количество работ сосредоточено на анализе практики компаний по принятию на себя риска с точки зрения корпоративного управления, необходимы новые исследования того, как внешние макроэкономические факторы (например, неопределенность экономической политики) влияют на процесс принятия решений в компании в целом и на принятие рисков в частности. Изучению взаимосвязи между неопределенностью, корпоративным управлением и принятием на себя рисков посвящено весьма небольшое количество работ, при этом практически нет исследований на данную тему по российскому корпоративному сектору.

Цель данной работы – изучить, каким образом неопределенность экономической политики воздействует на отношение к риску российских компаний, и определить основополагающие механизмы корпоративного управления, ослабляющие взаимосвязь между НЭП и принятием корпоративных рисков.

Наше исследование вносит вклад в богатую литературу, посвященную факторам корпоративного управления, которые определяют принятие корпоративных рисков, а также в растущий пласт работ, изучающих именно роль неопределенности экономической политики в принятии корпоративных рисков. Оно также предоставляет данные, полезные для развития компаний. Понимание того, как компании реагируют на неопределенность экономической политики, может позволить им грамотно управлять рисками, не выражая излишне острую реакцию и непродуманные решения.

## Обзор литературы

### Принятие на себя рисков и неопределенность

Риск по своей сути многогранен, и для него не существует единого формального определения. Риск часто воспринимают как неудачу в предприятии, результат которого не очевиден. В данном контексте риск тесно связан с опасностью, и на первый план выходят его негативные последствия. Однако такое определение упускает другую неотъемлемую часть риска – возможности [1].

Многочисленные исследования указывают на то, что принятие на себя корпоративных рисков положительно влияет на темпы роста и доходность капитала компании [2].

Данные результаты наглядно демонстрируют, что грамотное управление рисками помогает компаниям обеспечить защиту от отрицательных последствий шоков и выбрать оптимальные риски.

В нашем исследовании мы придерживаемся определения Райта с соавт. [3], которое гласит, что корпоративное принятие рисков – это уровень волатильности, связанный с ожидаемыми результатами и денежными потоками от новых инвестиций.

В теоретической литературе разделяется понятие риска и неопределенности. Ф.Х. Найт устанавливает принципиальные различия между ними, основное – это возможность измерения математическими методами [4]. Сами результаты неизвестны в обоих случаях. Однако предполагается, что риск можно оценить количественно; в том смысле, что вероятность распределения этих результатов известна, в то время как в случае с неопределенностью достоверного способа определить вероятность событий не существует.

Различия в восприятии риска и неопределенности тщательно изучены в работах поведенческих экономистов. Поскольку компаниями руководят люди, представляется целесообразным исследовать различия в их восприятии. Согласно работе Кан и Сарина, люди сильнее реагируют на информацию о вероятности события, когда речь идет о риске, чем когда о неопределенности [5]. Также установлено, что в условиях неопределенности людям сложнее различать вероятность, чем в условиях риска. В целом, люди предпочитают «рискованный» выбор «неопределенному».

Обсуждая непредвиденные изменения, влияющие на экономическую систему и способные повлечь перемены в государственной политике, мы имеем в виду неопределенность экономической политики (НЭП). Иными словами, НЭП отражает колебания экономики, возникающие из-за непредсказуемости бюджетно-налоговой, регуляторной, денежно-кредитной политики и политического курса [6]. Хотя очевидно, что неопределенность действительно влияет на готовность принять на себя риски, направление этого влияния не столь определено. Движущие силы поведения фирм в периоды неопределенности можно изучить при помощи нескольких теорий<sup>1</sup>.

Первой следует рассмотреть теорию неприятия потерь, предложенную Тверски и Канеманом в рамках теории перспектив [7]. Согласно данному подходу, физические лица и компании по-разному оценивают потенциальные потери и прибыль и восприимчивы больше к негативным последствиям, чем к положительным. Если экономический агент острее ощущает потери, чтобы противостоять этому эффекту «неприятия потерь», ему следует предложить более значительную прибыль. В целом, в периоды неопределенности ожидаются более значительные потери. Предположим, что потенциальная прибыль от определенных целей недостаточна (учитывая восприимчивость компании к потерям), чтобы компенсировать вероятность отрицательных последствий. В такой ситуации рискованные проекты не принимают, а существующие – пересматривают. Таким образом, общий уровень принятия рисков, возможно, окажется ниже «привычного».

<sup>1</sup> Мы применяем термины «неопределенность», «неопределенность экономической политики» и «НЭП» как взаимозаменяемые синонимы.

Другим подходом в теории перспектив является так называемый «эффект отражения». Он предполагает, что отношение к риску меняется в зависимости от обстановки. В результате люди менее склонны к риску при благоприятных обстоятельствах и более склонны к нему при неблагоприятных обстоятельствах [8]. Исследования Марча и Шапиры, посвященные отношению руководства к риску, показывают, что руководители предпочитают избегать действий, способных ухудшить положение компании в условиях стабильности и устойчивости, и выбирают более рискованные решения, когда организация сталкивается с неудачами [9].

Теория краткосрочного (близорукого) неприятия потерь представляет собой еще одно ответвление теории перспектив, которое предлагает свои ценные выводы. Исследование Гнизи и Поттерса, основанное на ряде экспериментов, показало, что физические лица более склонны делать ставки непосредственно после проигрыша и значительно меньше – после выигрыша. Они полагают, что обычно люди заостряют внимание больше на краткосрочных потерях и прибылях, а не на долгосрочных [10]. Взяв за основу данную теорию, можно предположить, что из-за своей «близорукости» в восприятии потерь, столкнувшись с определенным спадом, с которого обычно начинаются периоды неопределенности, компании могут прийти к решению в пользу более агрессивного принятия риска, чтобы компенсировать такое краткосрочное снижение эффективности.

Обсуждаемые теории предлагают компаниям альтернативные способы принятия решений в условиях неопределенности. Также исследователи не пришли к единому мнению касательно воздействия НЭП, поскольку соответствующая литература подтверждает при помощи эмпирических данных обе точки зрения.

Чжан с соавт. признают, что влияние НЭП на принятие риска носит двойственный характер и может одновременно как способствовать, так и препятствовать принятию риска [11]. Исходя из анализа данных, авторы приходят к выводу, что у руководителей и компаний желание извлечь выгоду («ожидание от возможностей») перевешивает страх возможных потерь. Следовательно, связь между неопределенностью экономической политики и принятием рисков положительна.

В ходе других исследований выявлено отрицательное влияние НЭП, так как пессимизм руководства в отношении финансовых ограничений становится решающим фактором [12]. Исследование, проведенное на данных европейских стран, подтверждает данные выводы [13].

Интересно отметить, что отрицательное воздействие НЭП чаще обнаруживают в исследованиях компаний из развитых стран, а положительное воздействие – из развивающихся. Это можно объяснить разницей в качестве институтов и характеристик различных рынков. Для развивающихся рынков более характерна значительная политическая и экономическая неопределенность и менее развитое нормативно-правовое регулирование, благодаря которым возникает более нестабильная экономическая обстановка. Неопределенность может стать причиной готовности компаний пойти на риск для достижения своих целей, поскольку они могут прийти к мнению, что риски необходимы для сохранения конкурентоспособности и завоевания пози-

ций на рынке. В свою очередь, на развитых рынках обычно наблюдается более стабильная экономическая среда с прочно утвердившимися нормами. В этом случае компании менее склонны к рискам, считая, что могут достичь своих целей более надежными и предсказуемыми способами. Кроме того, по большей части на развитых рынках отрасли находятся на более зрелых этапах развития, поэтому одной смелости в принятии на себя рисков компаниям недостаточно, чтобы получить конкурентное преимущество. Таким образом, предполагаем, что у российских компаний взаимосвязь между неопределенностью экономической политики и принятием на себя корпоративных рисков с большей вероятностью будет положительной, поскольку рынок обладает всеми значимыми характеристиками развивающегося рынка.

*Гипотеза 1:* Неопределенность экономической политики (НЭП) положительно связана со склонностью российских компаний к риску.

У российских компаний НЭП имеет положительную связь с принятием на себя корпоративных рисков.

Гипотеза 1 может быть справедлива в случае умеренной степени неопределенности, предоставляющей компаниям возможности роста, которые могут привести к повышенному принятию рисков. Однако по мере роста неопределенности риски, связанные с инвестированием и расширением бизнеса, могут перевесить потенциальную выгоду, в результате чего компании проявляют большую осторожность и меньшую склонность к риску. Таким образом, полагаем, что взаимосвязь будет иметь вид перевернутой U-образной кривой [14].

*Гипотеза 2:* Взаимосвязь между НЭП и принятием на себя корпоративных рисков имеет форму перевернутой U-образной кривой.

## Корпоративное управление и корпоративная склонность к риску

Корпоративное управление подразумевает систему правил, практик и процессов, при помощи которых осуществляется руководство и контроль над компанией. Корпоративное управление может содействовать в приведении интересов руководства в соответствие с интересами акционеров и влиять на процессы принятия решений, включая решения касательно рисков. Некоторые исследования представили доказательства того, что корпоративное управление существенно снижает степень принятия рисков [15]. Другие утверждают, что более жесткое корпоративное управление, наоборот, приведет к большему стремлению принять на себя риски [16].

Согласно *Тематическому обзору по управлению рисками (2013)*, совет директоров контролирует стратегии компании по управлению рисками, чтобы обеспечить соответствие существующей структуры управления рисками бизнес-модели компании<sup>2</sup>. Поскольку совет директоров также отвечает за контроль над топ-менеджментом компании, его состав влияет на все принимаемые решения и общую эффективность его функционирования. В этом состоит основная причина возникновения многочисленных нормативных актов и инструкций, составленных несколькими международными организациями, включая МВФ, АССА (Ассоциация дипломированных сертифицированных бухгалтеров) и ОЭСР, а также национальными организа-

<sup>2</sup> URL: [https://www.fsb.org/2013/02/r\\_130212/](https://www.fsb.org/2013/02/r_130212/)

циями, относительно того, как создать эффективный совет директоров.

При определении состава совета директоров особое внимание уделяют независимым директорам. В России наличие независимых директоров в совете является обязательным условием для листинга на бирже<sup>3</sup>. Основная цель назначения независимых директоров заключается в получении непредвзятого профессионального мнения, когда на директора невозможно оказать давление, чтобы помешать ему вынести объективное суждение.

Исследования указывают на то, что присутствие независимых директоров в совете способствует более строгому контролю над руководством, обеспечивая более сознательный подход к рискам. Таким образом, предполагаем, что компании с большим количеством независимых директоров обычно менее склонны к риску, чем компании с меньшим количеством независимых директоров. Соответствующие исследования подтверждают эту точку зрения [17]. Поэтому мы предполагаем наличие следующей взаимосвязи между долей независимых директоров в составе совета директоров и принятием на себя рисков:

*Гипотеза 3a:* Чем выше доля независимых директоров в составе совета директоров, тем ниже уровень корпоративного принятия рисков.

*Гипотеза 3b:* Взаимосвязь между неопределенностью экономической политики (НЭП) и принятием риска менее выражена у компаний с более высокой долей независимых директоров в совете.

Другим потенциально значимым компонентом корпоративного управления является специализированный комитет по управлению рисками, целью которого является оценка рисков и разработка эффективных стратегий управления рисками, что отличается от ситуации, когда данные обязанности возлагаются на комитет по аудиту в дополнение к уже имеющимся у него обязанностям. В российских компаниях такой комитет может носить название комитета по управлению рисками, стратегического комитета (комитета стратегического развития) и даже комитета по управлению рисками и стратегическому планированию. Независимо от наименования такие комитеты, как правило, выполняют похожие функции мониторинга и оценки рисков, а также составляют отчеты для совета директоров. Общее предположение заключается в том, что эти комитеты способствуют усилению системы контроля рисков, повышая эффективность их выявления и измерения, и соответственно, снижению склонности к рискам [18]. В настоящем исследовании наличие комитета по управлению рисками или по стратегии либо обоих комитетов рассматривается как наличие самостоятельного органа управления в совете директоров, профессионально несущего ответственность за выявление рисков и управление ими.

*Гипотеза 4a:* Наличие в совете директоров отдельного комитета, отвечающего за оценку рисков, снижает склонность компании к принятию риска.

*Гипотеза 4b:* взаимосвязь между неопределенностью экономической политики (НЭП) и принятием риска менее выражена у компаний, в составе совета директоров которых имеется отдельный комитет по оценке рисков.

Механизмы корпоративного управления формируются и функционируют по-разному в зависимости от того, кто является ключевым стратегическим собственником. В частности, процессы принятия решений и рисков в государственных компаниях значительно отличаются. Вмешательство государства и наличие неэкономических целей мешают компании заниматься рискованной деятельностью. Однако предоставление средств и ресурсов государством в определенной степени компенсирует данное ограничение. В целом, как правило, государственные компании предпочитают более консервативные стратегии и низкорисковые инвестиции [19]. Таким образом, предполагается, что для государственных компаний будет характерна более низкая степень принятия рисков, чем у частных компаний. Что касается moderирующего воздействия, некоторые исследования предоставляют данные о том, что на взаимосвязь между НЭП и принятием рисков влияет государственная собственность [20].

*Гипотеза 5a:* У компаний со значительной долей акций в собственности государства наблюдается более низкая степень принятия риска.

*Гипотеза 5b:* Государственная собственность может снизить положительное воздействие НЭП на принятие рисков.

*Процессы принятия решений в значительной степени зависят от личных качеств и характера CEO.* Эмпирические исследования предоставляют обширное количество данных, свидетельствующих о том, что характеристики CEO оказывают статистически значимое воздействие на совокупный операционный уровень риска компаний [21; 22]. CEO принимают основные решения в компании, управляют деятельностью в целом и определяют стратегическое направление компании в рамках своих непосредственных обязанностей. Если они пользуются большим уважением, могут также влиять на мнение совета директоров. В настоящем исследовании возраст и власть CEO в случае выполнения CEO также роли председателя совета директоров (дуализм генерального директора), выбранны в качестве наиболее вероятных факторов, существенно влияющих на принятие корпоративных рисков.

У более молодых CEO наблюдается большая склонность к риску. Причиной тому может быть множество факторов, включая большую расположенность к риску, большее внимание к инновациям и росту, а также более низкий уровень неприятия риска. Более молодые CEO могут также заниматься более рискованными инвестициями, чтобы создать себе репутацию [23]. И наоборот, у CEO более старшего возраста выше вероятность, что они будут придерживаться традиционного стиля руководства, меньше инвестировать в НИОКР, совершать диверсифицирующие приобретения и сохранять более низкий уровень операционного рычага [24].

*Гипотеза 6a:* У компаний с CEO более старшего возраста степень принятия риска ниже, чем у компаний с более молодым CEO.

*Гипотеза 6b:* Возраст CEO может снизить положительное влияние НЭП на степень принятия корпоративного риска. Дуализм CEO – это ситуация, когда CEO также выступает в роли председателя совета директоров. Исследования показали, что дуализм CEO может влиять на

<sup>3</sup> URL: <https://www.moex.com/s575>

степень принятия корпоративных рисков. Если CEO занимает должность и CEO, и председателя совета директоров, степень принятия риска снижается. При возникновении дополнительной ответственности CEO становится более осмотрительным [25]. Исследования указывают на то, что даже склонные к риску CEO сдерживают свою склонность к риску, когда одновременно несут ответственность еще и в качестве председателя совета директоров, так как заботятся о своей репутации руководителя [26]. Уместно отметить, что согласно Кодексу корпоративного управления, с 2014 г. в России CEO не может одновременно занимать еще и пост председателя совета директоров. Таким образом, у нас имеется возможность проверить гипотезу лишь за ограниченный период.

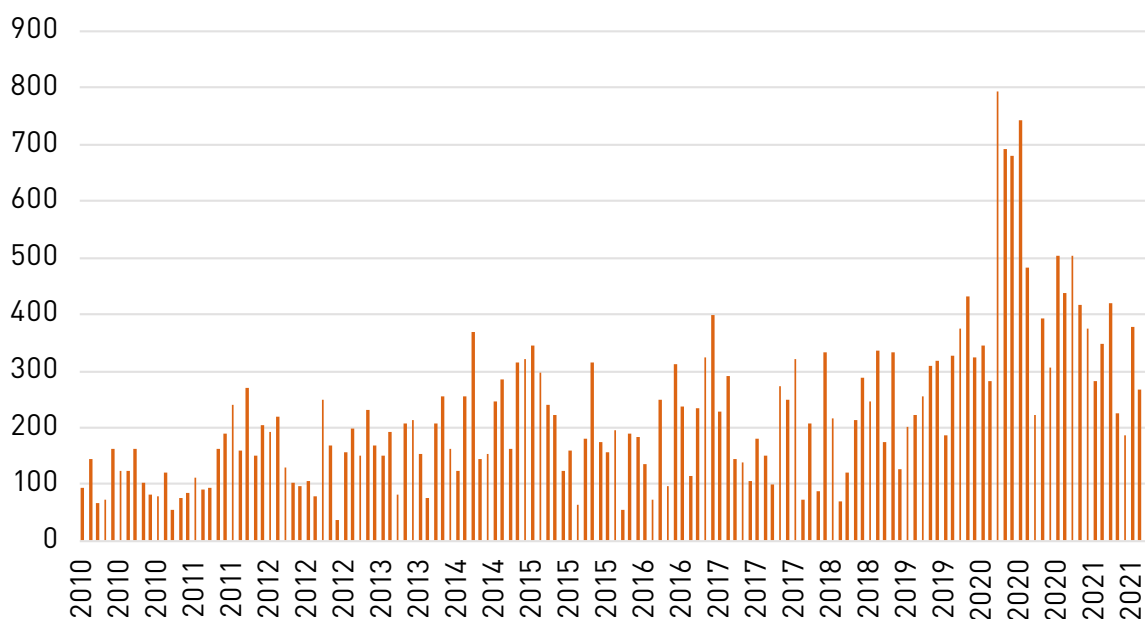
*Гипотеза 7:* У компаний с дуализмом CEO степень принятия корпоративных рисков ниже, чем у компаний, не имеющих данной характеристики.

## Данные и методология

Для проведения исследования в набор данных по российским компаниям включены фирмы из индекса

широкого рынка Московской биржи (МОЕХ ВМІ). Эти компании являются лидерами корпоративного сектора России. Предположительно, они предпринимали больше усилий, чтобы реализовать современные, эффективные практики корпоративного управления или, по меньшей мере, соответствовать минимальным требованиям, установленным органами власти. Также эти организации раскрывают больший объем информации, чем малые и средние компании. Компании финансового сектора исключены из выборки из-за особого характера их деятельности. Данные о характеристиках корпоративного управления взяты из имеющихся годовых отчетов с 2010 по 2021 г. Финансовая информация получена из официальной финансовой отчетности, составленной согласно МСФО. В окончательную выборку вошло 126 российских компаний. Большинство лидирующих компаний относится к сырьевой отрасли (23%), компаниям коммунального сектора (22%) или потребительскому сектору (18%). Немного ниже количество компаний из энергетического (18%) и промышленного (12%) сектора, при этом несколько компаний принадлежат к технологическому сектору (7%) или здравоохранению (5%).

**Рисунок 1.** Российский индекс неопределенности экономической политики



*Источник:* диаграмма, построенная автором, на основании данных Бейкера с соавт. [27].

## Неопределенность экономической политики

Согласно Бейкеру с соавт. [27], ежемесячный индекс НЭП измеряет неопределенность экономической политики в стране [13; 20]. Он основан на подсчете частотности газетных статей с такими ключевыми словами, как «неопределенный» или «неопределенность», «экономический» или «экономика» и с одним или более терминами, связанными с политикой: «политика», «налог», «расходы», «регулирование», «центральный банк», «закон»,

«бюджет», с терминами, относящимися к политическим институтам, и т.д. Основная газета – «Коммерсант», в первую очередь ее разделы, посвященные экономике и политике<sup>4</sup>. На Рисунке 1 показана динамика российского индекса неопределенности экономической политики за 2010–2021 г. График отображает колебания с самыми высокими пиками в 2014–2015 г., в конце 2016 г. – начале 2017 г. и существенным ростом в 2020 г., которые совпадают с периодами политической и экономической нестабильности внутри страны и неопределенности

<sup>4</sup> Измерение неопределенности экономической политики по методу Скотта Бейкера, Николаса Блума и Стивена Дж. Дейвиса см. на сайте [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com).

Таблица 1. Описание переменных

Переменные	Определение
<i>Меры принятия рисков</i>	
<b>Risk_1</b>	Стандартное отклонение доходности активов (ROA) компании, скорректированной на отрасль, за каждый год периода с 2010 по 2021 г.
<b>Risk_2</b>	Стандартное отклонение доходности акций компании за каждый год периода с 2010 по 2021 г.
<i>Меры неопределенности</i>	
<b>НЭП</b>	Натуральный логарифм ежемесячного среднего арифметического индекса НЭП [27]
<i>Контрольные переменные</i>	
<b>Размер капитала</b>	Натуральный логарифм совокупных активов на конец года
<b>Доходность</b>	EBITDA / Совокупные активы
<b>Rev_growth</b>	Годовые темпы роста выручки
<b>Рычаг</b>	Совокупная задолженность / Совокупные активы
<b>Fin_slack</b>	Запас ликвидности (Наличные средства и краткосрочные инвестиции / Совокупные активы)
<b>In_GDP</b>	Натуральный логарифм ВВП на душу населения
<i>Корпоративное управление</i>	
<b>Board_ind</b>	Доля независимых директоров в совете директоров
<b>Risk_com</b>	Наличие отдельного комитета по управлению рисками или по стратегии в совете директоров
<b>CEO_age</b>	Возраст CEO
<b>CEO_duality</b>	Дамми-переменная, указывающая, является ли CEO компании одновременно и председателем совета директоров (1 – если да, 0 – если нет)
<b>State_1</b>	Дамми-переменная, указывающая, владеет ли государство долей от 0 до 25% акций компании (1 – если да, 0 – если нет)
<b>State_2</b>	Дамми-переменная, указывающая, владеет ли государство долей от 25 до 50% акций компании (1 – если да, 0 – если нет)
<b>State_3</b>	Дамми переменная, указывающая, владеет ли государство долей более 50% акций компании (1 – если да, 0 – если нет)

по всему миру, вызванной пандемией коронавируса. В данном исследовании для получения годового показателя неопределенности рассчитывается ежемесячное арифметическое среднее, после чего применяется логарифмическое преобразование с целью аппроксимации остатков моделей нормальным распределением и повышения вероятности получения адекватной модели.

### Меры корпоративного принятия рисков

Основной мерой принятия корпоративных рисков является волатильность прибыли, которую определяют как стандартное отклонение, измеряемое по ROA (доходность активов) [11]. Стандартное отклонение ROA широко применяется в литературе в качестве прокси для отражения степени принятия корпоративного риска, поскольку в доходности активов компаний, принимающих на себя больше рисков, вероятны более существенные колебания.

Кроме того, считается, что непостоянство ROA является хорошим показателем, включающим в рассмотрение все риски, если они отражены в прибыли компании.

В данном исследовании ROA – это отношение прибыли до вычета процентов, налогов и амортизационных расходов (EBITDA) к совокупным активам компании на конец каждого года с 2010 по 2021 г. Для учета отраслевых эффектов ROA конкретной компании скорректирована на средний показатель по отрасли следующим образом:

$$AdjROA_{it} = \frac{EBITDA_{it}}{total\ assets_{it}} - \frac{1}{n} \sum_{j=1}^n \frac{EBITDA_{jt}}{total\ assets_{jt}}, \quad (1)$$

где  $i$  обозначает определенную компанию,  $j$  – все остальные компании конкретной отрасли,  $n$  – общее количество компаний в отрасли и  $t$  – год.

Затем стандартное отклонение скорректированной ROA рассчитывается по каждой компании в каждом году следующим образом:

$$Risk_{-1it} = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N \left( AdjROA_{it} - \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N AdjROA_{it} \right)^2}, \quad (2)$$

где  $N$  – учетный период три года,  $n$  – количество взятых лет. Для получения альтернативной меры принятия корпоративных рисков мы опираемся на работу Джираторна с соавт. [15] и рассчитываем волатильность цен на акции, полагая, что она отражает степень риска, которая, по мнению инвесторов, связана с компанией. В данной связи у компании, готовой принять на себя риски, более высока

вероятность, повышенной волатильности цен на акции. Стандартное отклонение ежедневной доходности акций рассчитывается на основе данных с сайта *investing.com* за каждый год выбранного периода ( $Risk_{-2}$ ).

В Таблице 1 приведено описание всех переменных. В качестве контрольных переменных мы используем размер капитала компании, доходность активов, рост выручки, запас ликвидности и ВВП на душу населения.

Для проверки предложенных гипотез добавлены такие характеристики корпоративного управления, как доля независимых директоров в совете директоров, наличие комитета по управлению рисками или стратегии, возраст CEO, дуализм CEO и несколько переменных для измерения государственной собственности и контроля.

Таблица 2. Результаты регрессии с фиксированными эффектами (Модель 1–2)

ПЕРЕМЕННЫЕ	Модель 1		Модель 2	
	Risk_1	Risk_2	Risk_1	Risk_2
НЭП	<b>0.00746***</b> (0.00249)	<b>0.000305***</b> (1.02e-05)	<b>0.01491**</b> (0.00249)	<b>0.000439***</b> (0.000145)
НЭП^2	-	-	<b>-0.01255**</b> (0.00641)	<b>-0.00923</b> (0.00316)
Доходность	-0.0500*** (0.0171)	-0.00330 (0.00203)	-0.0437* (0.0287)	-0.0211** (0.0041)
Размер	-0.00330* (0.00093)	-0.00147 (0.00313)	-0.00701*** (0.00028)	-0.00250 (0.00203)
Rev_growth	0.00021* (0.00009)	4.25e-07 (8.3e-05)	0.00036** (0.00016)	4.25e-07 (8.3e-05)
Fin_slack (Фин. спад)	0.0148 (0.0127)	0.0092 (0.0287)	0.0141 (0.0178)	0.0125 (0.0425)
Рычаг	0.0156** (0.00643)	0.0291*** (0.0059)	0.0173*** (0.00674)	0.0254*** (0.0077)
ln_GDP	0.123*** (0.0395)	0.156** (0.00674)	0.145** (0.0397)	0.188** (0.00754)
Константа	-1.099*** (0.358)	-1.165*** (0.372)	-0.4346** (0.209)	-2.100*** (0.655)
Наблюдения	1 029	1 029	1 029	1 029
Компания ФЭ	ДА	ДА	ДА	ДА
Год ФЭ	ДА	ДА	ДА	ДА
R-квадрат	0.143	0.159	0.149	0.139

Робастные стандартные ошибки указаны в скобках

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

## Спецификации модели

Основная спецификация для проверки первой гипотезы:

$$Risk_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Profitability_{it} + \beta_4 Rev\_growth_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + \beta_6 Fin\_slack_{it} + \beta_7 ln\_GDP_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (3)$$

Чтобы проверить вторую гипотезу, добавлен квадрат значения НЭП (Модель 2).

Чтобы проверить гипотезы, касающиеся эффекта характеристик корпоративного управления, в основную модель включены соответствующие переменные:

$$Risk_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Profitability_{it} + \beta_4 Rev\_growth_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + \beta_6 Fin\_slack_{it} + \beta_7 ln\_GDP_{it} + \beta_8 Corporate\_gov_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (4)$$

Наконец, для проверки гипотез, касающихся моделирующего воздействия, в предыдущую спецификацию введены эффекты взаимодействия с НЭП:

$$Risk_{it} = \alpha_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Profitability_{it} + \beta_4 Rev\_growth_{it} + \beta_5 Leverage_{it} + \beta_6 Fin\_slack_{it} + \beta_7 ln\_GDP_{it} + \beta_8 Corporate\_gov_{it} + \beta_9 EPU_{it} \cdot Corporate\_gov_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (5)$$

Поскольку мы работаем с панельными данными, за основной эконометрический метод принята модель с фиксированными эффектами, контролирующая все неизменяющиеся во времени различия между компаниями и устраняющая риск смещения результатов, возникающий из-за пропуска характеристик, неизменяющихся во времени. Добавление фиксированных эффектов года может помочь контролировать совокупные тенденции. Кроме того, ввиду гетероскедастичности модель оценивается при помощи робастных стандартных ошибок Хубера – Уайта.

## Результаты

Эмпирические результаты по гипотезам 1 и 2 приведены в Таблице 2, где робастные стандартные ошибки заключены в скобки.

В *Модели 1* коэффициенты НЭП положительны и высоко значимы (для обеих мер принятия рисков). Данные выводы подразумевают, что руководство компании реагирует на повышение неопределенности экономической политики путем более активного принятия корпоративных рисков, что согласуется с предыдущими исследованиями и согласуется с Гипотезой 1 [11].

Наш предварительный вывод: в российском корпоративном секторе мотивация к тому, чтобы воспользоваться возможностями получения более высокой прибыли, скрытыми в периоды неопределенности, в целом преобладает над опасениями понести более существенные потери и осторожностью руководства.

Такой результат был ожидаем для развивающихся рынков. Несколько исследований китайского и других развивающихся рынков подтверждают эти выводы [20].

Доходность активов имеет отрицательную связь с принятием рисков [13; 28]. Когда у компаний выше результаты деятельности, руководители более заинтересованы в удержании своих сильных позиций и менее склонны к рискам. Более того, финансовый рычаг также оказывает положительное влияние на принятие корпоративных рисков. Эту взаимосвязь можно объяснить агентской проблемой между руководством и кредиторами. Из-за информационной асимметрии между руководством компании и кредиторами у компаний наблюдается склонность использовать кредиторов в своих интересах, осуществляя инвестиции в высокорисковые инвестиционные проекты за их счет. Большой рычаг повышает мотивацию руководства компании принимать на себя риски [13].

*Модель 2* направлена на проверку наличия перевернутой U-образной зависимости между неопределенностью экономической политики и принятием риска компаниями. Построенная спецификация с Risk\_1 (стандартное отклонение ROA) в качестве зависимой переменной дает статистически значимые оценки на уровне 5%. Квадрат НЭП имеет отрицательную связь с принятием корпоративных рисков, в некоторой мере подтверждая предположение о перевернутой U-образной связи. Умеренная неопределенность может предоставлять компаниям возможности роста и инноваций, что может повысить степень принятия рисков. Однако если уровень неопределенности слишком высок и превосходит допустимый порог компании, вероятно, опасность значительных потерь от инвестиций и расширения перевесит потенциальную выгоду, в результате чего компании будут менее склонны к риску. Результат не подтверждается при спецификации с переменной Risk\_2, поскольку статистическая значимость ее коэффициента немного выходит за рамки уровня значимости в 10%. По причине вышесказанного все остальные модели оценивались без квадрата НЭП.

В Таблице 3 (*Модели 3–6*) оценивается влияние отдельных характеристик корпоративного управления на склонность компаний к риску, а также проверяется, изменяют ли эти механизмы взаимосвязь между НЭП и принятием риска за счет взаимодействия.

Согласно *Модели 3*, доля независимых директоров в совете директоров оказывает отрицательное воздействие на принятие рисков, что согласуется с гипотезой 3а. Это подтверждается результатами Онгсакулаи Джипрапорна [17]. Вероятность, что независимые директора будут принимать объективные решения, выше, поскольку у них отсутствует стимул к более рискованным действиям с целью получения прибыли, который возникает из связи с компанией. Следовательно, они могут быть более осторожны в оценке приемлемого риска. Результаты *Модели 4* показывают, смягчает ли данное воздействие взаимосвязь между НЭП и принятием на себя рисков при помощи введения эффекта взаимодействия. Результаты соответствуют гипотезе 3б и указывают на то, что влияние НЭП на принятие корпоративных рисков слабее, если доля независимых директоров больше. Объяснить это можно как сохранение влияния более осторожного отношения независимых директоров к риску. Иными словами, когда рост НЭП

Таблица 3. Результаты регрессии с фиксированными эффектами (Модель 3–6)

ПЕРЕМЕННЫЕ	Модель 3	Модель 4	Модель 5	Модель 6
	Risk_1	Risk_1	Risk_1	Risk_1
НЭП	0.00634** (0.00266)	0.00721*** (0.00257)	0.00739*** (0.00187)	0.00668*** (0.00252)
Доходность	-0.0670*** (0.00674)	-0.0663*** (0.0137)	-0.0356*** (0.00621)	-0.0504*** (0.0171)
Размер	-0.00144* (0.00186)	-0.00177* (0.00192)	-0.000335 (0.00106)	-0.00318 (0.00199)
Rev_growth	9.15e-05 (0.000190)	9.96e-05 (0.000103)	-2.85e-05 (0.000183)	4.97e-05 (9.46e-05)
Fin_slack	0.0259** (0.0116)	0.0251** (0.0116)	0.0208** (0.0102)	0.0143 (0.0128)
ln_GDP	0.133*** (0.0225)	0.146*** (0.0469)	0.102* (0.00343)	0.122*** (0.0400)
Рычаг	0.00702* (0.00132)	0.07672* (0.00113)	0.0628** (0.00519)	0.0162** (0.00652)
Risk_com	-0.0159*** (0.00531)	-0.0177** (0.00967)	-0.0198* (0.01267)	-0.0144* (0.00203)
Board_ind	-0.00138** (0.000644)	-0.00171** (0.00140)	-0.00168** (0.00154)	-0.00147** (0.00350)
CEO_age	-0.00049** (0.000121)	-0.00056* (0.000347)	-0.00045* (0.000297)	-0.00038* (0.00276)
CEO_duality				
EPU* Board_ind		-0.00123** (0.000934)		
EPU* Risk_com			-0.00098** (0.000057)	
EPU* CEO_age				-0.00002 (0.00854)
Константа	-1.236*** (0.209)	-1.351*** (0.427)	-1.090*** (0.361)	-1.521*** (0.498)
Наблюдения	875	866	843	875
Компания ФЭ	ДА	ДА	ДА	ДА
Год ФЭ	ДА	ДА	ДА	ДА
R-квадрат	0.192	0.199	0.177	0.173

Робастные стандартные ошибки указаны в скобках.

\*\*\* p &lt; 0.01, \*\* p &lt; 0.05, \* p &lt; 0.1.

Таблица 4. Результаты регрессии с фиксированными эффектами (Модель 6–10)

ПЕРЕМЕННЫЕ	Модель 6	Модель 7	Модель 8	Модель 9	Модель 10
	Risk_1	Risk_1	Risk_1	Risk_1	Risk_1
НЭП	0.00741*** (0.00250)	0.00735*** (0.00249)	0.00724*** (0.00249)	0.00777*** (0.00254)	0.00715*** (0.00253)
Доходность	-0.0500*** (0.0171)	-0.0500*** (0.0171)	-0.0500*** (0.0171)	-0.0502*** (0.0171)	-0.0499*** (0.0171)
Размер	-0.00338* (0.00200)	-0.00310 (0.00202)	-0.00332 (0.00203)	-0.00294 (0.00201)	-0.00330 (0.00202)
Rev_growth	3.37e-05 (9.56e-05)	4.21e-05 (9.51e-05)	3.42e-05 (9.55e-05)	3.75e-05 (9.43e-05)	3.42e-05 (9.60e-05)
Fin_slack	0.0149 (0.0127)	0.0150 (0.0128)	0.0143 (0.0128)	0.0156 (0.0128)	0.0144 (0.0128)
Рычаг	0.0156**	0.0156**	0.0158**	0.0159**	0.0158**
ln_GDP	0.122*** (0.0399)	0.123*** (0.0397)	0.123*** (0.0397)	0.122*** (0.0396)	0.123*** (0.0397)
State_1	<b>0.000939</b> (0.00218)				
State_2		<b>0.00449**</b> (0.00122)		<b>0.00488*</b> (0.00203)	
State_3			<b>0.00340**</b> (0.00154)		<b>0.00293**</b> (0.00113)
EPU*State_2				<b>0.000651**</b> (0.00021)	
EPU*State_3					<b>0.000485**</b> (0.00018)
Константа	-1.094*** (0.361)	-1.102*** (0.358)	-1.099*** (0.358)	-1.087*** (0.357)	-1.098*** (0.358)
Наблюдения	1 029	1 029	1 029	1 029	1 029
R-квадрат	0.143	0.146	0.140	0.141	0.139

Робастные стандартные ошибки указаны в скобках.

\*\*\* p < 0,01, \*\* p < 0,05, \* p < 0,1.

мотивирует компании более активно принимать на себя риски, независимые директора могут сгладить излишний энтузиазм, реализуя даже более консервативный подход с учетом НЭП.

Согласно результатам, полученным по Модели 3, наличие комитета по управлению рисками (стратегии) оказывает отрицательное воздействие на принятие риска компанией. Данный результат согласуется с работой Бхуна с соавт. [18]. Создавая специальный комитет, занимающийся оценкой рисков и разработкой стратегии, совет директоров может

обеспечить приведение целей компании в соответствие со степенью готовности компании к риску, а также надлежащую оценку рисков и работу с ними, предотвращая принятие на себя излишних рисков и снижая общий уровень принятия на себя рисков. Такой комитет может играть особенно важную роль во время растущей неопределенности, поскольку он смягчает влияние НЭП на принятие корпоративных рисков, ослабляя его (см. Модель 5).

Модель 3 указывает на то, что возраст CEO имеет отрицательную связь с принятием на себя корпоративных

рисков, а это согласуется с гипотезой 6а. CEO более старшего возраста пойдут на риск с меньшей долей вероятности. Не получено данных, подтверждающих гипотезу 6б, т.е. нет доказательств того, что возраст CEO может влиять на связь между НЭП и принятием корпоративных рисков. Не получено подтверждения того, что CEO заметно меняют свою позицию, реагируя на неопределенность экономической политики.

Чтобы изучить влияние CEO на принятие корпоративного риска, в *Модель 3* сначала добавлена переменная CEO\_duality, но коэффициент оказался незначимым. Данный результат нельзя назвать полностью неожиданным, начиная с реформы корпоративного управления 2014 г., после которой CEO запрещено совмещать свою должность с постом председателя совета директоров. Начиная с этого момента, большинство компаний из списка сообщают об отсутствии дуализма CEO. После 2015 г. имеются данные об 11 случаях фактического дуализма CEO, в то время как до этого года выявлен 31 случай. Однако разница в количестве наблюдений до 2014 г. все же весьма велика (504 против 31). Схожие результаты получены по 2010–2015 гг.

*Модели 6–10* построены, чтобы проанализировать воздействие государственной собственности на принятие риска, и установить, влияет ли на силу влияния НЭП на склонность к риску (Таблица 5). Переменные State\_2 и State\_3, обозначающие совокупную собственность государства на 25–50% и более 50% акций компании, имеют положительные коэффициенты на уровне значимости 5 и 1% соответственно. Модель свидетельствует о том, что государственная собственность оказывает влияние, противоположное воздействию, о котором сделано предположение в гипотезе 5а, и скорее способствует принятию рисков, чем препятствует ему (влияние значимо, когда в собственности более 25% акций). Этому может быть несколько объяснений. Например, что государственные компании могут подвергаться политическому давлению с целью получения большей прибыли и созданию конкуренции частным компаниям, что может заставить их принимать на себя больше рисков.

Кроме того, государственные компании могут иметь доступ к государственным субсидиям и другим видам поддержки. Поэтому делается предположение, что данную поддержку используют как более легкий способ получения необходимых ресурсов, а это может повлечь нежелание компаний слишком активно принимать на себя риски. Однако поддержка может оказывать иное влияние: постоянное предоставление средств из бюджета в больших объемах может снизить риск неудачи, позволяя компаниям брать за более рискованные проекты, опираясь на такую «подушку безопасности». Государственные компании могут выполнять социальные или политические функции, реализуя инициативы в общественных интересах, что нередко связано с более высоким уровнем риска по сравнению с частными компаниями, нацеленными исключительно на прибыль. Наши результаты согласуются с результатами исследований, которые выявили положительную взаимосвязь между государственной собственностью и принятием корпоративных рисков [29; 30].

*Модели 9–10* показывают невысокие положительные коэффициенты для эффектов взаимодействия. Это

означает, что согласно гипотезе 5б, государственная собственность действительно смягчает влияние НЭП на принятие на себя рисков. Если точнее, то большая доля акций компании в собственности государства способствует возникновению положительной связи между неопределенностью и склонностью к более рискованным проектам. Иногда руководители государственных компаний думают, что могут также снизить уровень внешней неопределенности при помощи политических связей [31]. В любом случае, частично причиной усиливающего эффекта государственной собственности может быть информационное преимущество, которым обладают компании со значительной долей государственного участия.

*Модели 3–6* из Таблицы 3 представляют результаты, полученные с применением переменной Risk\_1. Результаты устойчивы для переменной Risk\_2<sup>5</sup>.

## Проблема эндогенности

Чтобы решить неизменную проблему эндогенности, применен метод инструментальных переменных. Для определения НЭП в моделях используется месячный индекс НЭП США [27]. Поскольку экономика США – одна из крупнейших в мире, изменения в ее экономической политике и неопределенности часто передаются другим регионам. Поэтому предполагается, что индекс НЭП США является надлежащим приближением для неопределенности экономической политики России (ожидается высокая степень корреляции). В то же время нет основания полагать, что НЭП в России оказывает непосредственное влияние на экономическую политику США [32]. Следовательно, индекс НЭП США можно использовать в качестве инструментальной переменной для НЭП России.

Оценки инструментальных переменных в большинстве случаев соответствуют выводам по спецификациям основной модели и свидетельствуют о стабильности и надежности выводов, а также служат основой для обоснованного ожидания отсутствия очевидных значительных смещений (см. Приложение).

## Заключение

Настоящее исследование изучает влияния неопределенности экономической политики на принятие рисков в российском корпоративном секторе. Оно подчеркивает решающую роль корпоративного управления во взаимосвязи между НЭП и принятием корпоративных рисков.

В целом, неопределенность экономической политики увеличивает степень принятия корпоративных рисков в российских компаниях. Для обоснования этой повышенной готовности к риску можно использовать определенную теоретическую базу, например, теорию перспектив, теорию близорукого неприятия потерь и агентскую теорию. Положительную связь чаще выявляют в исследованиях компаний на развивающихся рынках. Интересно, что государственное участие, вопреки ожиданиям, демонстрирует положительное влияние на склонность компаний к риску, что может объясняться сильной государственной поддержкой, компенсирующей

<sup>5</sup> Результаты предоставляются по запросу.

риски неэффективного управления, а также другими факторами. Государственная собственность усиливает положительную взаимосвязь между НЭП и принятием корпоративных рисков, хотя данный эффект довольно умеренный. Один из способов снизить рост деятельности, подразумевающей принятие на себя рисков и возникающей в результате роста НЭП – это увеличение количества независимых директоров в совете директоров или создание самостоятельного комитета по управлению рисками для более эффективного внутреннего контроля и объективного восприятия приемлемого уровня риска в условиях неопределенности. Это же относится и к возрасту CEO, хотя он несколько снижает степень принятия на себя рисков, не оказывая статистически значимого смягчающего влияния на взаимосвязь между НЭП и принятием корпоративных рисков.

Результаты настоящего исследования могут быть полезны в различных видах деятельности. Понимая влияние неопределенности, руководство компаний может разработать стратегии управления рисками для снижения вероятности получения неоптимального результата из-за отсутствия корректировки с учетом влияния НЭП. Собственникам может быть полезно изучение общего воздействия механизмов корпоративного управления на принятие рисков и их способности скорректировать реакцию компании на неопределенность. Данные знания могут быть полезны в принятии решений, которые влияют на корпоративное управление в рамках компании, например назначение директоров в совет директоров, чтобы лучше согласовать интересы различных сторон и повысить эффективность внутренних практик, которые играют важнейшую роль в успешном дальнейшем развитии компании.

## Список литературы

- Roggi, O., Damodaran A., Garvey M. (2012, April 1). Risk Taking: A Corporate Governance Perspective. SSRN Electronic Journal. 2012. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2556159>
- Andries A.M., Balutel D., Ihnatov I., et al. The nexus between corporate governance, risk-taking, and growth. PLOS ONE. 2020;15(2):e0228371. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0228371>
- Wright P, Ferris S.P., Sarin A., et al. Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking. Academy of Management Journal. 1996;39(2):441-458. (accessed on 10.04.2025) URL: <https://www.jstor.org/stable/256787>
- Knight F.H. Risk, uncertainty and profit. Boston, New York: Houghton Mifflin Company; 1921. 388 p. (accessed on 10.04.2025) URL: <https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/books/risk/riskuncertaintyprofit.pdf>
- Kahn B.E., Sarin R.K. Modeling Ambiguity in Decisions Under Uncertainty. Journal of Consumer Research. 1988;15(2):265-272. <https://doi.org/10.1086/209163>
- Al-Thaqeb S.A., Algharabali B.G., Alabdulghafour K.T. The pandemic and economic policy uncertainty. International Journal of Finance & Economics. 2022;27(3):2784-2794. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2298>
- Tversky A., Kahneman D. Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. Journal of Risk and Uncertainty. 1992;5(4):297-323. <https://doi.org/10.1007/BF00122574>
- Tversky A., Kahneman D. The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. Science. 1981;211(4481):453-458. <https://doi.org/10.1126/science.7455683>
- March J.G., Shapira Z. Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking. Management Science. 1987;33(11):1367-1509. <https://doi.org/10.1287/mnsc.33.11.1404>
- Gneezy U., Potters J. An Experiment on Risk Taking and Evaluation Periods. The Quarterly Journal of Economics. 1997;112(2):631-645. <https://doi.org/10.1162/003355397555217>
- Zhang C., Yang C., Liu C. Economic policy uncertainty and corporate risk-taking: Loss aversion or opportunity expectations. Pacific-Basin Finance Journal. 2021;69:101640. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101640>
- Wen F, Li C., Sha H., et al. How does economic policy uncertainty affect corporate risk-taking? Evidence from China. Finance Research Letters. 2021;41:101840. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101840>
- Vural-Yavas 3. Corporate risk-taking in developed countries: The influence of economic policy uncertainty and macroeconomic conditions. Journal of Multinational Financial Management. 2020;54:100616. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2020.100616>
- Haans R.F.J., Pieters C., He Z.-L. Thinking about U: Theorizing and testing U- and inverted U-shaped relationships in strategy research. Strategic Management Journal. 2016;37(7):1177-1195. <https://doi.org/10.1002/smj.2399>
- Jiraporn P., Chatjuthamard P., Tong S., et al. Does corporate governance influence corporate risk-taking? Evidence from the Institutional Shareholders Services (ISS). Finance Research Letters. 2015;13:105-112. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.02.007>
- Koirala S., Marshall A., Neupane S., et al. Corporate governance reform and risk-taking: Evidence from a quasi-natural experiment in an emerging market. Journal of Corporate Finance. 2020;61:101396. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.08.007>
- Ongsakul V., Jiraporn P. How do independent directors view powerful executive risk-taking incentives? A quasi-natural experiment. Finance Research Letters. 2019;31. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.12.016>
- Bhuiyan M.B.U., Cheema M.A., Man Y. Risk Committee, Corporate Risk-Taking, and Firm Value. Managerial Finance. 2021;47(3):285-309. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2019-0322>
- Vo X.V. Do firms with state ownership in transitional economies take more risk? Evidence from Vietnam. Research in International Business and Finance. 2018;46:251-256. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.03.002>
- Zhang W., Zhang X., Tian X., et al. Economic policy uncertainty nexus with corporate risk-taking: The role of

- state ownership and corruption expenditure. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2021;65:101496. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101496>
21. Peltomäki J., Sihvonen J., Swidler S., et al. Age, gender, and risk-taking: Evidence from the S&P 1500 executives and market-based measures of firm risk. *Journal of Business Finance & Accounting*. 2021;48(9-10):1988–2014. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12528>
  22. Zhang J., Xue C., Zhang J. The Impact of CEO Educational Background on Corporate Risk-Taking in China. *Journal of Risk and Financial Management*. 2023;16(1):9. <https://doi.org/10.3390/jrfm16010009>
  23. Beber A., Fabbri D. Who times the foreign exchange market? Corporate speculation and CEO characteristics. *Journal of Corporate Finance*. 2012;18(5):1065–1087. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.07.004>
  24. 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>
  25. Kim K.-H., Buchanan R. CEO Duality Leadership And Firm Risk-Taking Propensity. *The Journal of Applied Business Research (JABR)*. 2011;24(1):27-42. (accessed on 10.04.2025) URL: <https://scispace.com/pdf/ceo-duality-leadership-and-firm-risk-taking-propensity-5atdatocb5.pdf>
  26. Lin K.J., Karim K., Hu R., et al. Fifty shades of CEO duality: CEO personal risk preference, duality and corporate risk-taking. *Journal of Applied Accounting Research*. 2023;24(3):425-441. <https://doi.org/10.1108/JAAR-02-2022-0034>
  27. Baker S.R., Bloom N., Davis S.J. Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*. 2016;131(4):1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
  28. Boubakri N., Mansi S.A., Saffar W. Political institutions, connectedness, and corporate risk-taking. *Journal of International Business Studies*. 2013;44(3):195–215. <https://doi.org/10.1057/jibs.2013.2>
  29. Boubakri N., Cosset J.-C., Saffar, W. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatisation. *Journal of Financial Economics*. 2013;108(3):641–658. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.007>
  30. Ho T., Phung D.N., Nguyen Y.N. State ownership and corporate risk-taking: Empirical evidence in Vietnam. *Australian Economic Papers*. 2021;60(3):466–481. <https://doi.org/10.1111/1467-8454.12214>
  31. Schweizer D., Walker T., Zhang A. Cross-border acquisitions by Chinese enterprises: The benefits and disadvantages of political connections. *Journal of Corporate Finance*. 2019;57:63–85. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.023>
  32. Guan J., Xu H., Huo D., et al. Economic policy uncertainty and corporate innovation: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2021;67:101542. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101542>

## Приложение

### Эндогенность

Сравнение результатов основной модели с ФЭ и модели с инструментальными переменными

ПЕРЕМЕННЫЕ	Инструментальные переменные	ФЭ
	Risk_1	Risk_1
НЭП	0.0124*** (0.00291)	0.00746*** (0.00242)
Доходность	-0.0499*** (0.00615)	-0.0500*** (0.00635)
Размер	-0.00952*** (0.00243)	-0.00330* (0.00175)
Rev_growth	-9.66e-06 (0.000239)	3.36e-05 (0.000182)
Fin_slack	0.0256* (0.0106)	0.0148 (0.0106)
ln_GDP	-	0.123*** (0.0207)
Рычаг	0.0175*** (0.00497)	0.0156*** (0.00542)
Константа	-0.0325	-1.099***
Наблюдения	1 029	1 029

Стандартные ошибки в скобках

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

ПЕРЕМЕННЫЕ	Инструментальные переменные Risk_1
НЭП	0.0112*** (0.00250)
Доходность	-0.0585*** (0.00685)
Размер	-0.00511* (0.00098)
Rev_growth	8.71e-05 (0.000187)
Fin_slack	0.0274** (0.0117)
Рычаг	0.00940 (0.00640)
Комитет по управлению рисками	0.0181*** (0.00546)
Board_indep	-0.00635** (0.00527)
CEO_age	4.33e-05* (0.000146)
state_1	0.00106 (0.00304)
state_2	0.0101** (0.00441)
state_3	0.00894* (0.00483)
Константа	-0.0923*** (0.0343)
Наблюдения	831
R-квадрат	0.231

Стандартные ошибки в скобках  
\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1.

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

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 19.04.2025; одобрена после рецензирования 08.05.2025; принята для публикации 01.06.2025.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.2.2025.53-66>

JEL classification: G12, G24, G32, G34

# Стратегическая устойчивость как фактор долгосрочной аномальной доходности акций на российском фондовом рынке

Денис Сараквашин

Выпускник магистерской программы «Финансовая аналитика» экономического факультета Московского государственного университета им. М. В. Ломоносова, аспирант кафедры политической экономики экономического факультета Московского государственного университета им. М. В. Ломоносова, общество с ограниченной ответственностью научно-проектная организация «Градостроительство», Москва, Россия,  
5deals5@mail.ru, [ORCID](#)

## Аннотация

В статье рассматривается влияние нефинансовых факторов стратегической устойчивости бизнеса на аномальную доходность акций. Целью статьи выступила разработка подхода к их учету при оценке стоимости российских компаний.

Методология исследования состоит в выделении критериев устойчивости как конкурентных преимуществ, обеспечивающих автономию бизнеса, и их количественном оценивании в рамках разработанного рейтинга стратегической устойчивости. Информационную базу для оценки факторов составили финансовые и управленческие отчетности, материалы консалтинговых и статистических агентств и ведущих деловых СМИ. Тестирование значимости рейтинга проведено с использованием метода наименьших квадратов для пространственной выборки, состоящей из обыкновенных акций российских компаний – компонентов индекса Мосбиржи с историей котировок не менее пяти лет, всего 34 компании, на временном интервале 2005–2022 гг. В качестве зависимой переменной принята среднегодовая аномальная доходность ( $\alpha$ ) как разница между исторической полной доходностью акции и доходностью, рассчитанной по модели CAPM.

Установлено, что стратегическая устойчивость выступила значимым фактором положительной аномальной доходности, объяснив 70% ее разброса, а риск устойчивых компаний сопоставим с риском суверенного долга. Результаты интерпретированы как неэффективность рынка в полусильной форме.

Предложено применять различную премию за рыночный риск для оценки устойчивых и неустойчивых компаний и модифицировать модель CAPM с учетом риск-премии за неустойчивость.

Работа вносит вклад в исследование взаимосвязи между нефинансовыми компонентами бизнес-модели и ценообразованием активов на российском фондовом рынке. Новизна заключается в разработке подхода к построению рейтинга жизнеспособности бизнеса и идентификации его влияния на возникновение аномальной доходности.

**Ключевые слова:** стратегическая устойчивость, жизнеспособность бизнес-модели, рейтинговая оценка, ценообразование активов, аномальная доходность, рыночная неэффективность, оценка бизнеса

**Для цитирования:** Sarakvashin D. (2025) Strategic Resilience as a Factor of Long-Term Abnormal Stock Returns on Russian Stock Market. *Journal of Corporate Finance Research*. 19 (2): 53-66. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.2.2025.53-66>

## Введение

Вопросам устойчивого развития и корпоративной устойчивости как бизнес-стратегии, основанной на внедрении экологических, социальных и управленческих приоритетов (далее – ESG-стратегия) с целью долгосрочного выживания и увеличения стоимости бизнеса [1] уделяется существенное внимание в научной дискуссии. Для оценки уровня корпоративной устойчивости за период 2012–2022 гг. разработано более 70 методик [2], что свидетельствует об отсутствии научного консенсуса в области измерения, а следовательно, и определения понятия, и приводит к не всегда согласующимся результатам эмпирических исследований влияния данной практики на стоимость бизнеса, чем объясняется теоретическая актуальность исследования. Возрастающая экономическая турбулентность придает практическую значимость поиску новых подходов к понятию и компонентам устойчивости, к определению способов ее квантификации с целью учета при оценке стоимости бизнеса.

Теоретико-методологическую основу исследования составили теория организации в части определения понятия «устойчивость», теория ресурсной зависимости Дж. Пфеффера и Г. Саланчика в части идентификации компонентов модель CAPM и подход М. Дженсена для расчета аномальной доходности, методологии Фамы – Френча и Мехры – Прескотта для учета фактора в модели ценообразования капитальных активов.

Информационной базой для оценки факторов устойчивости послужила ежегодная финансовая отчетность с примечаниями, управленческие отчеты (MD&A), презентации и годовые отчеты компаний, материалы статистических агентств и ведущих деловых СМИ. Составление и расчет рейтинга устойчивости выполнены вручную.

Статистическая значимость фактора устойчивости протестирована на выборке из списка компаний, составлявших индекс Мосбиржи на 31.12.2022 за исключением эмитентов с историей котировок менее пяти лет, всего 34 компании. В качестве временных рамок анализа принят период 2005–2022 гг.

## Обзор литературы

### Понятие стратегической устойчивости

Повестка Целей устойчивого развития, лежащая в основе определения понятия «корпоративная устойчивость» (corporate sustainability), отчасти носит временно-политический, декларативный характер, что подтверждается следующими наблюдениями:

1) Програма устанавливает взаимоисключающие цели социально-экономического развития и экологической устойчивости [3]. Будучи транслированной в практику ESG, данная несогласованность приводит к следующим эмпирическим результатам: положительному влиянию фактора на стоимость бизнеса [4], особенно в кризисные периоды [5]; фактор хотя и является значимым, но объясняет очень малую долю разброса доходностей [6]; доходности акций компаний с высоким и низким ESG-рейтингом не отличаются [7]; дифференцировано влияние ESG-рейтинга и по секторам

[8]. Ограниченная теоретическая обоснованность логично формирует понятие «зеленый камуфляж» [9] и разворачивает бизнес-дискуссию о подлинном содержании ESG повестки [10];

- 2) после нескольких лет агитации CEO BlackRock Л. Финк сворачивает поддержку ESG в пользу увеличения производства энергии, в том числе ядерной [11]. Изменение риторики совпадает по времени с президентством Д. Трампа и повторным выходом США из Парижского соглашения по климату;
- 3) в Докладе ООН об устойчивом развитии [12] отмечается стагнация в продвижении по большинству Целей устойчивого развития (ЦУР) при движении в негативном направлении по отдельным из них, лишь по двум наблюдается прогресс в периоде 2020–2023 гг. При этом на 2023 г. по большинству ЦУР мир все еще находится на умеренном расстоянии от их достижения, когда по девяти ЦУР – «далеко» или «очень далеко от цели», поэтому возможность реализации повестки к 2030 г. становится все более призрачной, а концепция ESG, следовательно, оказывается не вполне жизнеспособной.

Резюмируя, частично конъюнктурный характер ESG-стратегии не позволяет рассматривать ее как очевидно надежное решение именно для долгосрочного выживания бизнеса, поэтому в данной работе предлагается альтернативный подход к стратегической устойчивости<sup>1</sup> бизнеса. Как будет показано ниже, он имеет незначительные пересечения с компонентой G стратегии ESG и не принимает во внимание экологические и социальные политики организации.

Согласно [13] устойчивость связывается со способностями предвидеть (anticipate), поддерживать (maintain), справляться (manage, cope), нивелировать (absorb) в совокупности отражающих возможность выживать (survive). Описание согласуется с теорией стратегического управления, согласно которой устойчивость понимается как способность, выдерживая шоки, демонстрировать минимальный уровень успеха в долгосрочной перспективе [14]. Количественным ориентиром такого результата может выступать доходность государственных ценных бумаг как отправная точка для расчета требуемой нормы прибыли по любой инвестиции и единственный финансовый инструмент, рассматриваемый как условно гарантированный. Переводя трактовку стратегической устойчивости в русло финансовой науки, это *качество бизнес-модели компании, позволяющее ее акциям демонстрировать доходность на уровне не ниже безрисковой ставки на горизонте от пяти лет несмотря на кризисы фондового рынка и сопоставлять риск инвестиций в нее с риском суверенного долга.*

Указанная интерпретация приобретает особенную актуальность в современных экономических реалиях, характеризующихся отрицательной динамикой средней продолжительности жизни публичных компаний. Согласно отчету McKinsey [15] средний срок листинга компаний в индексе S&P 500 сократился с 61 года в 1958 г. до 18 лет в 2011 г.: компании были выкуплены, провели объединение или обанкротились. Схожая тенденция наблюдается и на фондовом рынке Великобритании: 76% компаний ведущего индекса FTSE 100 прекратили свое существование за пе-

<sup>1</sup> Понятие используется для исключения коллизии с термином «корпоративная устойчивость» как ESG-стратегии.

риод с 1988–2018 гг. [16]. Приведенный ракурс понимания устойчивости позволит внести вклад в аналитический аппарат оценки российских компаний, осуществляющих свою деятельность в условиях регулярных и глубоких экономических потрясений.

### **Компоненты стратегической устойчивости и выдвижение гипотез**

Рассмотрение стратегической устойчивости как качества организации обуславливает обращение к организационному подходу, в рамках которого предприятие рассматривается как живой организм со своими целями во взаимоотношениях с другими организациями. В связи с этим примечательна теория ресурсной зависимости, получившая изначальное оформление в труде «Внешний контроль организаций: взгляд с позиций зависимости от ресурсов» [17]. Авторы акцентируют внимание на необходимости максимизировать автономию, так как зависимость организации от внешних факторов порождает неопределенность и ставит под угрозу ее выживание. Данный тезис лежит в основе определения факторов жизнеспособности бизнес-модели:

*Наличие собственной ресурсной базы.* Сущность собственной ресурсной базы заключается в установлении контроля именно над источником ресурсов, что устраняет необходимость приобретать их на рынке и позволяет минимизировать негативный эффект шоков со стороны предложения. Бизнес-решение также препятствует доступу текущих и потенциальных конкурентов к источникам ресурсов. С точки зрения корпоративных финансов вертикальная интеграция снижает стоимость собственного капитала за счет смягчения информационной асимметрии и сокращения операционного риска [18]. Обладание собственными источниками ресурсов обеспечивает максимальную устойчивость, закупка ресурсов на внутреннем рынке связывается с ее умеренным уровнем, тогда как импорт означает наибольшую неопределенность из-за колебаний валютного курса и санкционного давления.

*Выпуск конечной диверсифицированной продукции.* Данная составляющая бизнес-модели призвана сократить риск, связанный с изменением спроса на отдельный продукт и защититься от возможных враждебных действий со стороны доминирующих организаций на рынке, поэтому диверсифицированный бизнес обладает большей устойчивостью, чем сфокусированный. Более широкая клиентская база также повышает финансовую устойчивость за счет эффекта совместного страхования (coinsurance effect) [19]. Но, диверсифицируя деятельность по несвязанным отраслям, компания лишает себя возможных синергетических эффектов, чем ограничивает потенциал роста, не снижая риски падения стоимости, что служит причиной явления, известного как «дисконт за конгломерат», возникающий в связи с его неспособностью эффективно управлять разрозненными бизнесами и возможностью самостоятельной диверсификации портфеля инвестором. В результате стоимость конгломерата ниже суммы стоимостей его частей [20].

*Рыночная власть.* Конкурентная борьба выступает источником неопределенности и угрозой выживанию бизнеса. Горизонтальная интеграция позволяет сократить текущее отраслевое соперничество [21], создать барьеры для входа на рынок потенциальных конкурентов и

управлять ценообразованием. Но эффект олигопольного положения прямо зависит от емкости рынка, потому предполагается отделить олигополии, действующие на мировом рынке как наиболее устойчивый бизнес и на национальном рынке как погранично устойчивый.

Указанные механизмы приращения устойчивости бизнеса выступают мотивацией сделок слияния и поглощения [22; 23], что в сочетании с их восходящей динамикой [24] указывает на единство теории и практики.

Но реализация сделок M&A требует существенного финансирования, поэтому следующий компонент стратегической устойчивости связан с доступом к финансовым ресурсам.

*Широта потенциальной базы акционеров.* Чем меньшая доля рынка капитала доступна данной фирме, тем больше финансовая власть ее возможных акционеров и выше требуемая ими доходность. Недостаток аналитического покрытия, порождаемый узостью базы акционеров, также вызывает увеличение стоимости капитала [25]. Зарубежная регистрация позволяет наиболее оптимальным образом получить доступ к международным рынкам капитала и выступает фактором дополнительных международно-правовых гарантий для иностранного инвестора. Касательно зарубежной регистрации необходимо заметить, что в 2022 г. произошла геополитическая атака на экономические устои, в связи с чем были введены капитальные ограничения на российском фондовом рынке [26], сокращающие возможности в выборе юрисдикции для компании и ее материнских структур, но эти процессы носят внеэкономический характер. С экономической точки зрения доступ к международным источникам финансирования посредством зарубежной регистрации сохраняет свое методологическое значение как фактор устойчивости. Создание альтернативного финансового центра на базе валюты БРИКС [27] в перспективе способно восстановить данный фактор устойчивости для российских компаний при их регистрации на территории соответствующих государств.

Государственная и квазигосударственная форма собственности, наоборот, сокращает размер потенциальной базы акционеров. Основным ориентиром госкомпаний является социальная направленность, а не максимизация стоимости [28]. Такие корпорации не заботятся о своей инвестиционной привлекательности и расширении аналитического покрытия, чем отталкивают потенциальных инвесторов. О квазигосударственном характере компании свидетельствует отказ от использования заемного финансирования, закольцованная структура владения, формирование избыточного запаса денежных средств, нерегулярная публикация отчетности – перечень не является исчерпывающим.

До сих пор были учтены характеристики экономической среды в статике, что допустимо при краткосрочном анализе. Динамика экономической действительности связана со сменой технологических укладов, являющиеся той данностью, от которой зависят все экономические агенты. И в долгосрочном периоде указанные ранее факторы теряют свою экономическую значимость без учета достижений научно-технического прогресса.

*Экосистемная трансформация бизнеса.* Технологическая трансформация наглядно демонстрирует ограниченность отраслевого подхода к ведению бизнеса

в пользу рассмотрения компании как части сообщества, организованного вокруг инновации, что известно как бизнес-экосистема [29]. Цифровые инструменты позволяют создавать межотраслевые платформенные решения, упрощать и масштабировать бизнес-процессы [30]. Но новые структурные решения сталкиваются с нехваткой финансирования, данный вопрос зачастую замалчивается, а банки со своей стороны испытывают угрозу поглощения при отказе от сотрудничества с ИТ [31]. Обработка количественной информации больше других свойственна финансовым институтам, потому сотрудничество с ИТ позволяет банкам органично расширить спектр предлагаемых продуктов за пределы традиционных финансовых услуг, цифровые компании, в свою очередь,

получают доступ к депозитной сети и данным о финансовых привычках клиентов банка для кастомизации и персонализации сервисов – так возникает особая синергия банков и ИТ. Поэтому цифровая экосистема, функционирующая на базе финансового учреждения, является ее наиболее совершенной, законченной формой, обладающей самодостаточностью – ключевым критерием эффективности экосистем [32] – и рассматривается как устойчивая бизнес-структура. Оказание отдельно финансовых или иных цифровых услуг идентифицируется как неполная экосистемная трансформация и связывается с пограничным уровнем устойчивости.

Обобщение компонентов бизнес-модели, отражающих степень ее жизнеспособности, представлено в Таблице 1.

**Таблица 1.** Факторы жизнеспособности бизнес-модели

Компонент бизнес-модели	Минимальная устойчивость	Умеренная устойчивость	Максимальная устойчивость
Собственная ресурсная база	Импорт ресурсов	Приобретение ресурсов на внутреннем рынке	Самостоятельное производство ресурсов
Диверсификация продукции	Конгломерат	Сфокусированное производство	Комбинированное производство
Рыночная власть	Игрок конкурентного рынка	Занимает олигопольное положение на рынке РФ	Занимает олигопольное положение на международном рынке
Ширина потенциальной базы акционеров	Государственная собственность	Частная собственность, зарегистрированная в РФ	Зарубежная регистрация бизнеса или контролирующего акционера
Экосистемная трансформация бизнеса	Бизнес не производит экосистемную трансформацию	Неполная экосистемная трансформация	Завершенная экосистемная трансформация

*Сравнивая предлагаемую методологию устойчивости с официальными рейтингами<sup>2</sup>, важно отметить отдельные внешние сходства с рейтинговой оценкой качества управления, которая среди прочих критериев учитывает рыночные позиции компании, обеспечение устойчивости цепочки поставок и структуру собственности. Отличием предлагаемого подхода является более конкретизированный анализ данных факторов, строго направленный на оценку уникальных долгосрочных конкурентных преимуществ бизнеса, тогда как рейтинг качества управления оценивает, в какой степени система менеджмента способствует защите прав стейкхолдеров и соблюдению ESG-требований.*

*Приведенный подход к понятию и компонентам стратегической устойчивости предопределяет постановку следующих гипотез:*

1. Стратегическая устойчивость выступила фактором положительной долгосрочной аномальной доходности.
2. Акции устойчивых компаний показывают долгосрочную доходность на уровне не ниже безрисковой ставки, тем самым нарушая принцип безарбитражного ценообразования.

## Методология исследования

### Расчет рейтинга стратегической устойчивости

Компоненты стратегической устойчивости имеют качественный характер. Для их количественной оценки по аналогии с методологией исследования [30] и рейтинговых агентств<sup>3</sup> предлагается выделить три возможных состояния: устойчивое, пограничное, неустойчивое, за каждое из которых соответственно назначать оценку (1), (0), (-1). Информационной базой для оценки факторов устойчивости служит ежегодная финансовая отчетность с примечаниями, управленческие отчеты (MD&A), презентации и годовые отчеты компании, материалы консалтинговых и статистических агентств и ведущих деловых СМИ.

#### Оценка фактора «наличие собственной ресурсной базы»

Критерий собственности ресурсной базы заключается в возможности заполучить ресурс, не приобретая его на рынке. С этой точки зрения добывающие компании априори располагают собственными ресурсами и имеют оценку 1. Перерабатывающие компании раскрывают информацию о наличии собственных источников сырья, при условии,

<sup>2</sup> В качестве примера для сопоставления принята методология присвоения рейтингов качества управления агентства Эксперт РА. URL: <https://raexpert.ru/docbank//c45/b06/d33/3ff74b5c2488a9de0ced544.pdf>

<sup>3</sup> URL: <https://raexpert.ru/ratings/methods/current/>

что указана обеспеченность >50%, им также назначается оценка (1). Здесь необходима дополнительная ремарка: согласно ст. 1.2 Федерального закона «О недрах» [33], недра находятся в собственности Российской Федерации – это характеристика статики. В экономической динамике права пользования недрами предоставляются иным лицам на основании лицензии, т.е. государственного решения, нерыночного фактора, компания получает фактический контроль над источником сырья, и добытые полезные ископаемые могут находиться в любой, в том числе частной форме собственности – ст. 11 и 1.2 указанного Федерального закона. Для сравнения, промышленные компании могут заниматься трейдингом, т.е. приобретать сырье на рынке для последующей переработки, но его доля ничтожно мала.

В отношении компаний, не удовлетворяющих вышеуказанным критериям, анализируется статья расходов с наибольшим весом в себестоимости с учетом амортизации, но без учета расходов на персонал. Оценка зависимости от человеческого фактора представляется перспективным направлением исследования, но недостаток фактологического материала ограничивает эмпирические возможности. Как правило, наиболее весомым расходом являются материалы, амортизация, товары для перепродажи. В ряде случаев компании раскрывают страновое происхождение фактора, в противном случае на основании открытых источников определяется, производится ли он на внутреннем рынке или импортируется, соответственно, назначается оценка (0) и (-1). Такая методика позволяет учесть интегрированные «назад» компании, не интегрированные, но закупающие фактор производства в РФ и импортеров.

Отдельного замечания требует оценка собственных ресурсов финансовых организаций. К источнику своего главного ресурса, денег, они обратиться не могут и приобретают их на условиях возвратности и платности. Поэтому собственными источниками ресурсов финансовые организации априори не располагают, и по аналогии с вышеуказанной методикой, если доля международных заимствований в структуре ресурсной базы финансовой организации составляет более 50%, назначается оценка (-1), иначе (0).

#### **Оценка фактора «производство конечной диверсифицированной продукции»**

Для расчета оценки применяется индекс Херфиндала – Хиршмана (ННН). Согласно методике McKinsey [34], если  $ННН > 0.56$ , или, что то же самое, доля одного продукта превышает 75%, бизнес признается операционно-сфокусированным, выставляется оценка (0). Если  $ННН < 0.56$ , что всегда соблюдается, если доля одного продукта меньше менее 66%, выставляется оценка (1). Если доли конечных, т.е. несырьевых продуктов, лежат внутри указанных пределов, анализируется вторая по весу статья выручки. Согласно методике McKinsey, конгломерат определяется как предприятие, управляющее тремя и более бизнес-единицами, не имеющими общих покупателей, производственных мощностей и технологий [35], и имеет оценку (-1) по фактору диверсификации. Применительно к финансовым организациям конгломерат возникает в связи с целенаправленным, т.е. не связанным с дефолтом заемщика данного банка, приобретением любых непрофильных активов. Методика позволяет выделить комбинированный, сфокусированный бизнес и «колоссы на глиняных ногах».

#### **Оценка фактора «горизонтальная интеграция»**

Для оценки концентрации существует различные индексы, наиболее общеупотребимым является индекс Херфиндала – Хиршмана. Но сложность заключается в определении порога, начиная с которого можно считать положение субъекта олигопольным. Согласно позиции резервного банка Сент-Луиса, если пять крупнейших фирм занимают долю, превышающую 60%, рынок признается очевидно олигополизованным [36], а по методике консалтинговой компании IBISWorld [37], если по четыре крупнейших производителя занимают долю от 40%, отрасль считается умеренно концентрированной. Автор отдает предпочтение критериям ФРС и консалтинговых компаний, а не Федеральной антимонопольной службы, в связи с их многолетним экспертным опытом и широтой аналитического покрытия. В текущем исследовании в качестве порогового значения принят уровень концентрации в 50% для пяти фирм.

Первоначально оценивается географическая структура доходов. Если доля экспорта превышает 50%, бизнес признается экспортно-ориентированным и оценивается доля РФ на рынке соответствующего товара в мире. Автор исходит из предпосылки о координации усилий локальных экспортеров на внешнем рынке, поэтому если доля пяти стран-экспортеров, включая РФ, составляет более 50%, компании-поставщики соответствующего товара признаются олигополистами на мировом рынке и имеют оценку 1, в противном случае назначается оценка (-1). Если доля экспорта составляет менее 50%, анализируется концентрация компаний на внутреннем рынке соответствующего продукта. Для промышленных компаний оценивается доля в производстве, для ритейла и услуг – доля продаж от общего объема продаж, для финансовых организаций – доля в совокупных активах. Если положение компании в РФ является олигопольным, выставляется оценка (0), иначе оценка (-1). Методика позволяет учесть концентрацию и масштаб соответствующего рынка сбыта.

#### **Оценка фактора «зарубежная регистрация и форма собственности»**

Оценка (-1) назначается компаниям с долей прямого или косвенного государственного участия более 50% и квазигосударственным компаниям.

Если бизнес либо его контролирующий акционер зарегистрирован за рубежом, назначается оценка (1). Остальные компании имеют оценку (0). Подход позволяет учесть место регистрации, что является формальным критерием, и структуру собственности на акционерный капитал.

#### **Оценка фактора «экосистемная трансформация бизнеса»**

Согласно разработанной Министерством экономического развития Концепции общего регулирования деятельности групп компаний, развивающих различные цифровые сервисы на базе одной «экосистемы» [38], таковой признается бизнес-модель, объединяющая две и более группы продуктов. Тогда экосистема во главе с финансовым учреждением – структура, оказывающая помимо финансовых две и более категории иных услуг (оценка 1). Существующие в чистом виде цифровые и финансовые компании рассматриваются как незавершенные экосистемы и имеют оценку 0. Бизнес-модель компаний, осуществляющих деятельность вне сферы оказания цифровых и финансовых услуг, рассматривается как неустойчивая (оценка -1).

Обобщенная методика оценки факторов стратегической устойчивости представлена в Таблице 2.

Далее рассчитываются ежегодные оценки компаний, после чего, предполагая веса факторов равными, сум-

мированием полученных оценок формируется рейтинг стратегической устойчивости (strategic resilience score), максимальная и минимальная оценки могут составлять (5) и (-5) соответственно.

**Таблица 2.** Методика расчета оценок по факторам устойчивости

	Оценка (-1)	Оценка (0)	Оценка (1)	Источник методики
Собственная ресурсная база	>50% импорта наиболее затратного фактора производства	Закупка основного фактора производства в РФ	Сырьевая компания или >50% собственной ресурсной базы	Разработка автора
Диверсификация продукции	>3 не связанных между собой бизнеса	ННН выручки >0.56	ННН выручки <0.56, отсутствие признаков конгломерата	McKinsey
Горизонтальная интеграция	Не выполняется критерий ННН	Доля пяти производителей включая объект оценки >50%	Доля пяти стран-экспортеров включая РФ >50%	РБ Сент-Луиса, IBISWorld
Широта базы акционеров	Доля государства >50% или квазигосударственная компания	Нет контролирующего акционера или национальная регистрация	Доля зарубежного акционера >50% или зарубежная регистрация	Формально-аналитический критерий
Экосистемная трансформация бизнеса	Ни финансовая, ни технологическая компания	Финансовая или технологическая компания	Финансы + две группы иных цифровых услуг	Минэкономразвития

### Данные и модель для оценки значимости рейтинга стратегической устойчивости

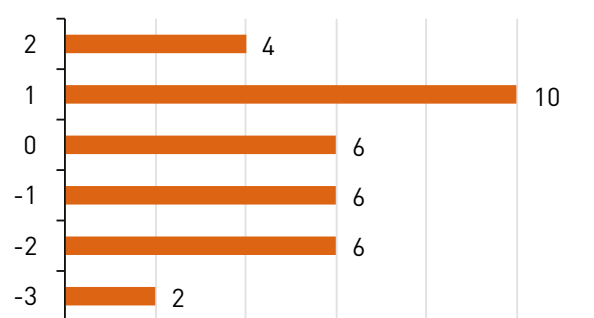
Выборку составили акции российских компаний, входивших в индекс Мосбиржи на момент его заключительной ребалансировки в рамках рассматриваемого периода 2005–2022 гг., состоявшейся 16.12.2022. за исключением Ozon Holdings и Fix Price, впервые разместивших акции на бирже в 2020 и 2021 гг. соответственно. Их период обращения является недостаточным для тестирования устойчивости. Исключены были также привилегированные акции компаний ПАО «Татнефть», «Сбербанк», «Транснефть» и «Сургутнефтегаз», что связано со спецификой их правовой природы. На долю компонентов индекса Мосбиржи приходится около 85% капитализации ценных бумаг по итогам торгов на конец 2022 г. [39]; 26 компаний выборки вошли в список Топ-50 по уплаченному налогу на прибыль в 2022 г. [40].

Принятый к анализу период удовлетворяет критерию долгосрочности и содержит ряд разнообразных и глубоких кризисных проявлений: финансово-экономический кризис 2008–2010 гг., валютный кризис 2014–2015 гг., рецессия 2020 г. в связи с пандемией COVID-19 и геополитический кризис, начавшийся в 2022 г., создавая необходимую почву для тестирования стратегических факторов.

Для абсолютного большинства компаний оценка фактора от периода к периоду не меняется, что свидетельствует о неизменном характере бизнес-модели и позволяет рассчитать единый рейтинг для всего периода. При оценке некоторых факторов по ряду компаний установлено изменение одной из компонент бизнес-модели, начиная с определенного периода. В таком случае итоговая оценка выставляется равной

той, которая была назначена в большинстве периодов. Распределение компаний в зависимости от полученного рейтинга представлено на Рисунке 1.

**Рисунок 1.** Распределение компаний по рейтингу устойчивости



В разрезе рассчитанных рейтингов отмечается равномерное распределение компаний на устойчивые (с рейтингом 1 и выше) и неустойчивые (-1 и ниже), что повышает надежность выводов о значении данного фактора для стоимости бизнеса.

Стратегическая устойчивость не является фактором, влияющим на разброс доходности акций от периода к периоду, и так как «средняя цена акции связывается со средней способностью к зарабатыванию прибыли» [35, р. 513], представляется рациональным тестирование фактора на средней величине, что также удовлетворяет трактовке устойчивости в контексте данного исследования. Подход согласуется с исследованием И. В. Ивашковской, где рассчитывается индекс устойчивости роста на основе среднего темпа роста продаж [42], Е. В. Рябовой и М. А. Самоделкиной, где оцен-

ка роста рассчитывается на основе среднегеометрического темпа прироста собственного капитала компании [43]. Классическим примером использования средней величины является разработка циклически-скорректированного соотношения P/E (cyclically adjusted price-to-earnings ratio) на основе труда Д. Кэмпбелла и Р. Шиллера [44].

Для тестирования гипотезы 1 рассчитывается аномальная доходность актива относительно ожидаемой доходности по модели CAPM с использованием подхода М. Дженсена [45]. Выбор данной модели ценообразования активов обусловлен ее прочным теоретическим фундаментом и соответствием поведению инвесторов [46]. Так как компоненты выборки имеют различные сроки обращения, аномальная доходность рассчитана за разные временные интервалы. Сопоставление представляется возможным по следующим соображениям: для всех компаний к анализу принят долгосрочный период от пяти лет, охватывающий два шока из четырех, имевших место в 2005–2022 гг.; уже к 2008 г. выборка представлена 23 компаниями, а к 2013 г. – 30 из 34 компаний<sup>4</sup>. Для проверки надежности оценки гипотеза 1 также протестирована на более сбалансированной выборке, состоящей из компаний с минимальным сроком обращения акций в 10 лет, всего 30 компаний.

Первоначально рассчитана фактическая доходность актива за анализируемый период как среднегеометрическая годовая доходность (CAGR) с реинвестированием дивидендов. Предпосылкой расчета является поступление всей массы дивидендов в конце года. Дивиденды и котировки акций, эмитированные в иностранной валюте, предварительно пересчитаны в рубли по курсу ЦБ на 31 декабря соответствующего периода. Формула для расчета имеет следующий вид:

$$CAGR_i = \left( \prod_{t=1}^n \frac{P_t + D_t}{P_{t-1}} \right)^{\frac{1}{n}} - 1. \quad (1)$$

Так как выборка сформирована акциями с различным сроком обращения, необходимые для расчета Alpha значения безрисковой ставки, доходности бенчмарка и фактора  $\beta$  рассчитаны отдельно для каждой компании за период с момента ее включения в выборку до 31.12.2022<sup>5</sup>. В качестве ставки безрисковой доходности принято значение кривой бескупонной доходности государственных облигаций согласно данным ЦБ РФ. Доходность бенчмарка рассчитана как среднегеометрическая доходность индекса Мосбиржи полной доходности брутто (тикер – MCFTR). Фактор  $\beta$  рассчитан на основе ежемесячных цен закрытия акции с учетом корпоративных действий (price-adjusted close prices) и индекса MCFTR. Котировки загружены с платформы TradingView. Уравнение для расчета зависимой переменной имеет следующий итоговый вид<sup>6</sup>:

$$Alpha_i = CAGR_i - R_f - \beta_i \times (CAGR_{MCFTR} - R_f). \quad (2)$$

Базовая спецификация модели для тестирования гипотезы 1 представлена в уравнении:

$$Alpha = const + \beta_i \times RS_i + \varepsilon_i, \quad (3)$$

где RS – resilience score.

Переменная «рейтинг» формируется как система факторов фундаментальной стратегической конкурентоспособности бизнеса любого размера безотносительно его отраслевой принадлежности, а компонент «экосистемная трансформация» принципиально опирается на внеотраслевой подход. Факторы, в свою очередь влияющие на устойчивость, носят уже внеэкономический характер. В связи с данными соображениями учет в модели иных переменных представляется избыточным.

Для анализа полученных пространственных данных используется метод наименьших квадратов с робастными стандартными ошибками для решения возможной проблемы гетероскедастичности.

Результаты регрессии переменной альфа на рейтинг устойчивости представлены в Таблице 3.

**Таблица 3.** Результаты регрессионного анализа переменной альфа

Зависимая переменная	Альфа	Альфа
<b>Переменные интереса:</b>		
Resilience score	0.048***	0.47***
Const	0.01	-0.01
<b>Характеристики модели:</b>		
R-squared adjusted	0.7	0.67
N	34	30

Переменная интереса оказалась значимой на 1%-м уровне, а скорректированный коэффициент детерминации составил более 70%. Положительный знак при переменной указывает на прямую зависимость между альфа и уровнем стратегической устойчивости, что подтверждает гипотезу 1. Исключение из выборки компаний со сроком обращения до 10 лет не существенно изменяет результаты регрессии.

Для проверки гипотезы 2 приведена описательная статистика доходности устойчивых компаний за вычетом безрисковой ставки и рассчитан доверительный интервал, результаты представлены в Таблице 4.

С вероятностью 99% средняя долгосрочная доходность акций устойчивых компаний за вычетом безрисковой ставки лежит не ниже границы  $7.1 - 4.4\% = 2.7\%$  годовых, что подтверждает гипотезу 2, в дополнение к этому альфа устойчивых компаний неотрицательна.

<sup>4</sup> Сроки принятых к анализу временных интервалов для каждой компании указаны в Приложении 1 в колонке N (количество лет).

<sup>5</sup> Например, для НЛМК принято значение КБД на 01.2006 сроком погашения 17 лет, среднегеометрическая доходность MCFTR за период 2006-2022 гг.,  $\beta$  по ежемесячным доходностям за аналогичный период. Данные для расчета Alpha всех компаний представлены в Приложении 1.

<sup>6</sup> Значения аномальной доходности компаний выборки содержится в Приложении 1.

**Таблица 4.** Описательная статистика доходности устойчивых компаний и доверительный интервал

Параметр	Значение для CAGR-Rf устойчивых компаний	Значения для альфа устойчивых компаний
Среднее	0.071	0.0499
Медиана	0.057	0.039
Стандартное отклонение	0.062	0.061
Минимум	-0.051	-0.058
Максимум	0.177	0.180
Доверительный интервал 99%	0.044	0.044

## Результаты и практическая значимость

По результатам тестирования гипотезы 1 установлено наличие премии за стратегическую устойчивость. Ее аннуализированный размер на различных долгосрочных горизонтах представлен в Таблице 5, в качестве точки отсчета принято 01.01.2023.

**Таблица 5.** Спред доходности портфелей устойчивых и неустойчивых компаний на различных периодах (%)

	5 лет	7 лет	10 лет	12 лет	15 лет
Resilient Minus Fragile	12.56	12.55	12.69	13.95	13.57

С позиций рыночной эффективности такая премия возможна только в связи с повышенным уровнем риска устойчивых компаний. Но стратегическая устойчивость направлена на его сокращение, поэтому трактовка результата как следствия рыночной неэффективности в полусильной форме представляется более обоснованной. Наличие и сохранение стабильного размера премии может быть связано с тем, что финансовый анализ преимущественно учитывает рассчитанные самим эмитентом и прямо раскрываемые в отчетности величины, тогда как методология устойчивости предполагает более глубокое исследование особенностей функционирования конкретного бизнеса вплоть до изучения узкоспециализированных факторов. Самая современная финансовая аналитика учитывает также информацию из отчетов об устойчивом развитии, но в них раскрывается только ESG-составляющая. Существенный объем значимой информации остается за рамками инвестиционного анализа, поэтому рынок не видит преимуществ устойчивых компаний. Другой причиной может быть так называемый short-termism финансовых рынков, состояние, под которым принято понимать краткосрочную ориентацию инвесторов [47].

**Таблица 6.** Сравнение доходностей портфеля устойчивых компаний с безрисковой ставкой (%)

	5 лет	7 лет	10 лет	12 лет	15 лет
Resilient portfolio	10.58	15.96	16.13	12.26	11.11
Risk free rate	7	10.26	6.80	7.84	6.64

Тестирование гипотезы 2 выявило наличие возможности асимптотического арбитража первого рода, при котором есть положительная вероятность сколь угодно разбогатеть, рискуя сколь угодно малыми потерями [48]. Безрисковая доходность фиксирована для любого исхода, а акция устойчивой компании имеет потенциал роста котировок в позитивном сценарии. Фактическое соотношение усредненных доходностей портфеля устойчивых компаний и безрисковой ставки на различных долгосрочных временных горизонтах представлено в Таблице 6.

Для уточнения оценки собственного капитала российских компаний как компоненты его средневзвешенной стоимости предлагается учесть фактор стратегической устойчивости в модели CAPM.

Свойство устойчивости обеспечивает компании доходность на уровне не ниже безрисковой ставки в долгосрочном периоде, что позволяет сопоставлять ее риск с риском суверенного долга. В связи с этим на переходном к эффективному рынку этапе к устойчивым компаниям представляется возможным применять, согласно методологии Мехры – Прескотта, соответствующую разумному уровню неприятия риска equity risk premium [49]. Для американской экономики таковая составляла менее 1% при наблюдаемой премии в 6%. Тогда приводимая А. Дамодараном премия 11.18% для российского рынка в 2024 г. [50] представляется чрезмерно высокой для устойчивых компаний. Хотя развивающиеся рынки в целом более рискованны, чем развитые [51], без дополнительного разграничения их участников не только по отраслям, но и по применяемой бизнес-модели, оценка ERP будет искажена.

Для эффективного состояния рынка предлагается модификация модели CAPM за счет добавления фактора неустойчивости, рассчитываемого как спред доходностей портфелей неустойчивых и устойчивых компаний (Fragile Minus Resilient, FmR), что согласуется с подходом Фамы – Френча [52]. Положительный коэффициент бета при факторе Fragile Minus Resilient свидетельствует о подверженности компании рискам, связанным с применением неустойчивой бизнес-модели и потому повышает требуемую доходность. Отрицательный коэффициент бета указывает на обратный эффект.

Имплементация предложенных корректировок к расчету стоимости собственного капитала возможна при использовании любой модели оценки стоимости бизнеса, основан-

Таблица 7. Текущие и перспективные модели оценки стоимости капитала компаний

	Оценка cost of equity устойчивых компаний	Оценка cost of equity неустойчивых компаний
Фактическое состояние	$R_{fact} = R_f + \beta_1 \times (R_m - R_f) + \beta_2 \times ResilientMinusFragile$ (4)	
Переходный этап	$R_e = R_f + \beta \times "fair" ERP$ (5)	$R_e = R_f + \beta \times consensusERP$ (6)
Эффективный рынок	$R_e = R_f + \beta_1 \times (R_m - R_f) + \beta_2 \times FragileMinusResilient$ (7)	

ной на методе дисконтирования: DCF, economic value added (EVA), adjusted present value (APV) и др.

Резюме фактической и предлагаемых моделей представлено в Таблице 7.

При оценке стоимости компании в настоящий момент выбор модели оценки собственного капитала зависит от суждения аналитика о степени эффективности рынка.

## Заключение

В статье проведено исследование влияния стратегической устойчивости на долгосрочные параметры доходности – риска наиболее ликвидных акций крупнейших российских компаний, осуществляющих свою деятельность в основных отраслях российской экономики.

Трактовка понятия устойчивости связывалась не с ESG-повесткой, а со степенью самодостаточности бизнеса, созданной за счет разработки собственной ресурсной базы, диверсификации операционной деятельности, захвата рыночной власти, выбора формы собственности и места регистрации, экосистемной трансформации на основе синергии финансовых и цифровых технологий, что позволило их акциям показывать доходность на уровне не ниже безрисковой ставки в долгосрочном периоде несмотря на рыночные шоки. По каждому компоненту разработана методика его оценки для формирования рейтинга стратегической устойчивости как универсального показателя, целостно отражающего специфику бизнес-модели.

Тестирование переменной стало возможным в связи с накоплением достаточного и подходящего эмпирического материала: в качестве горизонта анализа принят период 2005–2022 гг., а выборку составили все компании-компоненты индекса Мосбиржи с историей котировок более пяти лет.

Учет стратегической устойчивости позволил объяснить более 70% аномальной доходности акций компаний, хотя и относившихся к «голубым фишкам» российской экономики и рассматриваемых аналитиками в качестве аналогов в разрезе отдельных отраслей, но несопоставимых с точки зрения рискованности применяемой бизнес-модели. Прямое влияние стратегической устойчивости на альфа рассмотрено как неэффективность рыночного це-

нообразования в полусильной форме. Не компенсированная принятием дополнительного риска ежегодная премия за владение портфелем устойчивых компаний составила около 12% на различных горизонтах от пяти до 15 лет. Фактор устойчивости также обеспечивал доходность портфеля на уровне не ниже безрисковой ставки несмотря на многочисленные и разнообразные шоки фондового рынка, что рассмотрено как нарушение принципа безарбитражного ценообразования.

Для уточнения стоимости собственного капитала устойчивых компаний разработаны корректировки к модели CAPM. На переходном к эффективному рынку этапе предлагается оценивать их собственный капитал по ставке близкой к безрисковой с использованием, по терминологии Мехры – Прескотта, «истинной» equity risk premium. Для эффективного состояния рынка предложено усовершенствовать модель CAPM через ее дополнение риск-премией за неустойчивость, рассчитанной по аналогии с методологией Фамы – Френча как спред доходностей портфелей неустойчивых и устойчивых компаний.

Дальнейшая теоретическая разработка проблематики учета стратегической устойчивости при оценке стоимости может первоначально состоять в усовершенствовании методики оценки факторов и повышении ее операционности, что позволит расширить выборку и проводить регрессию отдельных компонентов устойчивости для эмпирического уточнения их самостоятельного влияния на разброс доходностей акций. Результаты данных исследований откроют возможность идентификации наиболее эффективных сочетаний компонентов устойчивости с точки зрения максимизации акционерной стоимости.

Иной вектор количественных исследований может заключаться в тестировании предложенной модели ценообразования с применением традиционной для того процедуры Фамы – Макбета [53] и иных практик.

## Благодарности

Данное исследование было бы невозможным без исключительной поддержки моего научного руководителя И. Н. Гурова. Его энтузиазм, знания, требовательное и терпеливое руководство лежат в основе окончательного варианта этой работы.

## Список литературы

1. de Oliveira U.R., Menezes R.P., Fernandes V.A. A systematic literature review on corporate sustainability: contributions, barriers, innovations and future possibilities. *Environment, Development and Sustainability*. 2024;26:3045–3079. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-02933-7>
2. Paziienza M., de Jong M., Schoenmaker D. Why Corporate Sustainability Is Not Yet Measured. *Sustainability*. 2023;15(7):6275. <https://doi.org/10.3390/su15076275>
3. Spaiser V., Ranganatha S., Swain, R.B. et al. The sustainable development oxymoron: quantifying and modelling the incompatibility of sustainable development goals. *International Journal of Sustainable Development and World Ecology*. 2017;24(6):457–470. <https://doi.org/10.1080/13504509.2016.1235624>
4. Belik I.S., Dutsinin A.S., Nikulina N.L. the Managerial aspect of accounting ESG Factors in Assessing the Value of a Company. *Finance: Theory and Practice = Finansy: teoriya i praktika*. 2023;27(6):161–172. (In Russ.) <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2023-27-6-161-172>
5. Efimova O.V., Volkov M., Koroleva D. The impact of ESG factors on asset returns: Empirical research. *Finance: Theory and Practice = Finansy: teoriya i praktika*. 2021;25(4):82–97. (In Russ.) <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2021-25-4-82-97>
6. Volkova O., Kuznetsova A. The Impact of Corporate Social Responsibility on Corporate Financial Performance: Evidence from Russian and Dutch Companies. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2022;16(2):15–31. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.16.2.2022.15-31>
7. Ovechkin D.V., Boldyrev N.B. Econometric assessment of risk premiums in the Russian stock market. *Tyumen State University Herald. Social, Economic, and Law Research = Vestnik Tyumenskogo gosudarstvennogo universiteta. Sotsial'no-ehkonomicheskie i pravovye issledovaniya*. 2022;8(1):331–347. (In Russ.) <https://doi.org/10.21684/2411-7897-2022-8-1-331-347>
8. Egorova A. Role of ESG Ratings in Shaping Investment Attractiveness: Insights from BRICS Countries. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2025;19(1):5–15. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.1.2025.5-15>
9. Denisov M.V. Objective limitations of the current vector of ESG-transition development. *Economics and Management = Ehkonomika i upravlenie*. 2023;29(9):1077–1085. (In Russ.). <https://doi.org/10.35854/1998-1627-2023-9-1077-1085>
10. ESG investing is in need of a rethink. *The Economist*. Jul, 20, 2022. (accessed on 25.04.2025) URL: <https://www.economist.com/esg-pod>
11. McGowan J. In Annual Letter, BlackRock's Larry Fink Omits Climate Change, DEI And ESG. *Forbes*. Mar 31, 2025. (accessed on 25.04.2025) URL: <https://www.forbes.com/sites/jonmcgowan/2025/03/31/in-annual-letter-blackrocks-larry-fink-omits-climate-change-dei-and-esg>
12. Independent Group of Scientists appointed by the Secretary-General. *Global Sustainable Development Report 2023: Times of crisis, times of change: Science for accelerating transformations to sustainable development*. New York: United Nations; 2023. (accessed on 25.04.2025) URL: [https://sdgs.un.org/sites/default/files/2023-09/FINAL%20GSDR%202023-Digital%20-110923\\_1.pdf](https://sdgs.un.org/sites/default/files/2023-09/FINAL%20GSDR%202023-Digital%20-110923_1.pdf)
13. Weber M. The Relationship between Resilience and Sustainability in the Organizational Context—A Systematic Review. *Sustainability*. 2023;15(22):15970. <https://doi.org/10.3390/su152215970>
14. Gleißner W. Uncertainty and resilience in strategic management: profile of a robust company. *International Journal of Risk Assessment and Management*. 2023;26(1):75–94. <https://doi.org/10.1504/IJRAM.2023.132331>
15. Desmet D., Duncan E., Scanlan L., et al. *Six building blocks for creating a high-performing digital enterprise*. McKinsey; 2015. (accessed on 25.04.2025) URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/people-and-organizational-performance/our-insights/six-building-blocks-for-creating-a-high-performing-digital-enterprise>
16. Hill A., Mellon L., Goddard J. How Winning Organizations Last 100 Years. *Harvard Business Review*. 2018. (accessed on 25.04.2025) URL: <https://hbr.org/2018/09/how-winning-organizations-last-100-years>
17. Pfeffer J., Salancik G.R. *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row; 1978. 336 p.
18. Yu H., Cheng X., Sun Q., et al. Does vertical integration reduce the cost of equity? *International Review of Financial Analysis*. 2025;97:103811. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103811>
19. Onali E., Mascia D. V. Corporate diversification and stock risk: Evidence from a global shock. *Journal of Corporate Finance*. 2022;72:102150. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102150>
20. Bressan S., Weissensteiner A. The financial conglomerate discount: Insights from stock return skewness. *International Review of Financial Analysis*. 2021;74:101662. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101662>
21. Fathollahi M., Harford J., Klasa S. Anticompetitive effects of horizontal acquisitions: The impact of within-industry product similarity. *Journal of Financial Economics*. 2022;144(2):645–669. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.06.017>
22. Nguyen H.T., Yung K., Sun Q. Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US. *Journal of Business and Finance Accounting*. 2012;39(9–10):1357–1375. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12000>
23. Halebian J., Devers C.E., McNamara G., et al. Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and

- research agenda. *Journal of Management*. 2009;35(3):469–502. <https://doi.org/10.1177/0149206308330554>
24. The Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances. *M&A Statistics*. (accessed on 25.04.2025) URL: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
  25. Bodnaruk A., Östberg P. The Shareholder Base and Payout Policy. *The Shareholder Base and Payout Policy*. 2013;48(3):729-760. (accessed on 25.04.2025) URL: <https://www.jstor.org/stable/43303820>
  26. Federal Law of 04.06.2018 N 127-FZ “On measures to influence (counteract) hostile actions of the United States of America and other foreign states”. (In Russ.) (accessed on 25.04.2025) URL: <https://base.garant.ru/71958400/>
  27. Nogueira Batista Jr.Paulo. A BRICS Currency? *Contemporary World Economy = Sovremennaya mirovaya ehkonomika*. 2024;1(3):129-135. (In Russ.) (accessed on 25.04.2025) URL: <https://cwejournal.hse.ru/article/view/19693>
  28. Cherkasova V.A. Impact of State Participation in Share Capital on Performance of Companies in Capital Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2014;8(4):112-129. (In Russ.) <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.8.4.2014.112-129>
  29. Moore J.M. Predators and prey: a new ecology of competition. *Harvard Business Review*. 1993;71(3):75–86. (accessed on 25.04.2025) URL: <https://hbr.org/1993/05/predators-and-prey-a-new-ecology-of-competition>
  30. Grishunin S., Ivashkovskaya I., Brendeleva N., et al. Resilience Index Development for Digital Ecosystems and Its Implementation: The Case of Russian Companies. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2025;19(1):25-40. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.1.2025.25-40>
  31. Stepnov I.M., Kovalchuk J.A. Business Ecosystem Finance: Modern Agenda and Challenges. *Finance: Theory and Practice = Finansy: teoriya i praktika*. 2023;27(6):89-100. (In Russ.) <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2023-27-6-89-100>
  32. Lukin I. Determinants of Financial Performance of Business Ecosystems in Russia. *Journal of Corporate Finance Research = Finansy: teoriya i praktika*. 2024;18(4):34-50. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.4.2024.34-50>
  33. Law of the Russian Federation “On Subsoil” dated 21.02.1992 N 2395-1. (In Russ.). (accessed: 18.05.2025). URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_343/?ysclid=matn5wn08i369203595](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_343/?ysclid=matn5wn08i369203595)
  34. Caudillo F., Houben S., Noor J.Z. *Mapping the value of diversification*. McKinsey. 2015. (accessed on 25.04.2025) URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/mapping-the-value-of-diversification>
  35. Cyriac J., Koller T., Thomsen J. *Testing the limits of diversification*. McKinsey.2012. (accessed on 25.04.2025) URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/testing-the-limits-of-diversification>
  36. Hennerich H. *What Makes a Market an Oligopoly?* (accessed on 25.04.2025) URL: <https://www.stlouisfed.org/open-vault/2023/may/what-makes-a-market-an-oligopoly>
  37. IBIS World. *Glossary*. (accessed on 25.04.2025) URL: <https://help.ibisworld.com/en/articles/8156094-glossary>
  38. *Concept of general regulation of the activities of groups of companies developing various digital services on the basis of one “ecosystem”*. Ministry of Economic Development. 2021. (In Russ.) (accessed on 25.04.2025) URL: [https://www.economy.gov.ru/material/file/cb29a7d08290120645a871be41599850/koncepciya\\_21052021.pdf](https://www.economy.gov.ru/material/file/cb29a7d08290120645a871be41599850/koncepciya_21052021.pdf)
  39. *Market capitalization of securities based on the results of trading on the stock market of PJSC Moscow Exchange at the end of Q4 2022*. Moscow Exchange. (In Russ.) (accessed on 25.04.2025) URL: <https://www.moex.com/a8313?print=1>
  40. *Russia’s 50 largest companies by income tax paid. Forbes Rating — 2022*. Forbes.ru. (In Russ.) (accessed on 25.04.2025) URL: <https://www.forbes.ru/biznes/480561-50-krupnejsih-kompanij-rossii-po-uplacennomu-nalogu-na-pribyl-2022-rejting-forbes>
  41. Graham B., Zweig J. *The Intelligent Investor Rev Ed*. Buffett: Harper Business, 2006. 640 p.
  42. Ivashkovskaya I.V., Volotovskaya O.A. Sustainable Growth of Companies from Emerging Capital Markets: Empirical Analysis. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2013;6(4):5-31. (In Russ.) <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.6.4.2012.5-31>
  43. Ryabova E.V., Samodelkina M.A. Factors of sustainable growth of Russian companies. *Finance: Theory and Practice = Finansy: teoriya i praktika*. 2018;22(1):104-117. (In Russ.) <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2018-22-1-104-117>
  44. Campbell J.Y., Shiller R.J. Stock prices, earnings and expected dividends. *The Journal of Finance*. 1987;43(3):661–676. <https://doi.org/10.2307/2328190>
  45. Jensen M.C. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*. 1968;23(2):389-416. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00815.x>
  46. Berk J.B., Van Binsbergen J.H. How do investors compute the discount rate? They use the CAPM. *Financial Analysts Journal*. 2017;73(2):25–32. <https://doi.org/10.2469/faj.v73.n2.6>
  47. Levina I. To the question about the ratio of real and financial capital. *Economic issues*. 2006;(9):83–102. (In Russ.). (accessed on 25.04.2025) URL: <https://libmonster.ru/m/articles/view/К-ВОПРОСУ-О-СООТНОШЕНИИ-РЕАЛЬНОГО-И-ФИНАНСОВОГО-СЕКТОРОВ>
  48. Klein I., Schachermayer W. Asymptotic arbitrage in noncomplete large financial markets. *Theory of Probability and its Applications*. 1996;41(4):927–934. (In Russ.) <https://doi.org/10.4213/typ3284>

49. Mehra R., Prescott E.C. The equity premium: A puzzle. *Journal of Monetary Economics*. 1985;15(2):145–161. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(85\)90061-3](https://doi.org/10.1016/0304-3932(85)90061-3)
50. Damodaran A. *Country Default Spreads and Risk Premiums*. (accessed on 25.04.2025) URL: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
51. Menshchikova S. Risk Premium for Emerging Market Equities Versus Developed Market Equities. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2024;18(1):75–92. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.18.1.2024.75-92>
52. Fama E.F., French K.R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*. 2010;33(1):3–56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
53. Fama E.F., MacBeth J.D. Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. *Journal of Political Economy*. 1973;81(3):607–636. (accessed on 25.04.2025) URL: <https://www.jstor.org/stable/1831028>

## Приложение 1. Расчет коэффициента альфа компаний выборки

Ticker	CAGR, %	Period	MCFTR t0-t1	Rf, %	Rm, %	N	Beta	ERP, %	Alpha, %
AFKS	-3.19	2007–2022	1617 4549	6.56	6.68	16	1.35	0.12	-9.91
AFLT	0.90	2005–2022	548 4549	8.48	12.48	18	0.82	4.00	-10.86
ALRS	4.83	2012–2022	1628 4549	8.62	9.79	11	0.94	1.17	-4.89
CBOM	8.80	07/2015–2022	2128 4549	11.12	10.66	7.5	0.52	-0.46	-2.08
CHMF	17.61	07/2006–2022	1380 4549	6.88	7.50	16.5	1.06	0.62	10.07
DSKY	1.81	2017–2022	3225 4549	8.03	5.90	6	0.82	-2.13	-4.47
ENPG	-14.35	2018–2022	3208 4549	7.04	7.23	5	1.23	0.19	-21.62
FIVE	10.44	2005–2022	548 4549	8.48	12.48	18	0.99	4.00	-2.00
GAZP	2.97	2006–2022	1079 4549	6.89	8.83	17	0.96	1.94	-5.78
GLTR	5.40	07/2008–2022	1760 4549	7.13	6.77	14.5	1.3	-0.36	-1.26
GMKN	21.52	2005–2022	548 4549	8.48	12.48	18	0.93	4.00	9.32
HYDR	-3.88	07/2008–2022	1760 4549	7.13	6.77	14.5	0.84	-0.36	-10.71
IRAO	6.24	07/2008–2022	1760 4549	7.13	6.77	14.5	1.1	-0.36	-0.49
LKOH	14.12	2005–2022	548 4549	8.48	12.48	18	0.93	4.00	1.92
MAGN	9.51	2006–2022	1079 4549	6.89	8.83	17	1.2	1.94	0.29
MGNT	13.97	07/2006–2022	1380 4549	6.88	7.50	16.5	1.02	0.62	6.46
MOEX	12.47	2013–2022	1766 4549	6.80	9.92	10	0.93	3.12	2.77
MTSS	10.32	2005–2022	548 4549	8.48	12.48	18	0.89	4.00	-1.72
NLMK	10.28	2006–2022	1079 4549	6.89	8.83	17	0.98	1.94	1.49
NVTK	16.21	07/2006–2022	1380 4549	6.88	7.50	16.5	1.07	0.62	8.67
PHOR	26.12	07/2011–2022	1879 4549	8.41	7.99	11.5	0.74	-0.42	18.02
PIKK	0.80	2007–2022	1617 4549	6.56	6.68	16	0.61	0.12	-5.83
PLZL	11.55	07/2006–2022	1380 4549	6.88	7.50	16.5	1.2	0.62	3.93
POLY	3.56	2012–2022	1628 4549	8.62	9.79	11	0.61	1.17	-5.77
ROSN	6.92	07/2006–2022	1380 4549	6.88	7.50	16.5	1.12	0.62	-0.65
RTKM	4.40	2005–2022	548 4549	8.48	12.48	18	0.4	4.00	-5.68
RUAL	0.77	2010–2022	1568 4549	8.60	8.54	13	0.95	-0.06	-7.77
SBER	16.57	2005–2022	548 4549	8.48	12.48	18	1.4	4.00	2.49
SNGS	2.46	2005–2022	548 4549	8.48	12.48	18	0.77	4.00	-9.10
TATN	18.86	2005–2022	548 4549	8.48	12.48	18	1.45	4.00	4.58
TCS	21.66	2014–2022	1781 4549	8.03	10.98	9	1.13	2.95	10.30
VKCO	-8.08	2011–2022	1895 4549	7.84	7.57	12	1.19	-0.27	-15.60
VTBR	-11.09	07/2007–2022	1734 4549	6.54	6.42	15.5	1.04	-0.12	-17.51
YNDX	5.68	07/2011–2022	1879 4549	8.41	7.99	11.5	1.13	-0.42	-2.26

## Приложение 2. Рейтинговая оценка компаний выборки

Num	Ticker	Resource	Diversification	Market power	Shareholder base	Ecosystem transformation	Rating
1	AFKS	0	-1	-1	0	0	-2
2	AFLT	0	0	0	-1	-1	-2
3	ALRS	1	0	1	-1	-1	0
4	CBOM	0	0	-1	0	0	-1
5	CHMF	1	1	0	0	-1	1
6	DSKY	-1	1	-1	0	-1	-2
7	ENPG	-1	0	-1	0	-1	-3
8	FIVE	0	1	-1	1	-1	0
9	GAZP	1	-1	1	-1	-1	-1
10	GLTR	0	0	-1	1	-1	-1
11	GMKN	1	1	1	0	-1	2
12	HYDR	1	-1	0	-1	-1	-2
13	IRAO	1	0	0	-1	-1	-1
14	LKOH	1	1	1	0	-1	2
15	MAGN	0	1	0	1	-1	1
16	MGNT	1	1	-1	0	-1	0
17	MOEX	0	1	0	0	0	1
18	MTSS	-1	0	0	0	1	0
19	NLMK	1	1	-1	1	-1	1
20	NVTK	1	0	1	0	-1	1
21	PHOR	1	1	1	0	-1	2
22	PIKK	1	0	-1	0	-1	-1
23	PLZL	1	0	0	1	-1	1
24	POLY	1	0	0	1	-1	1
25	ROSN	1	1	1	-1	-1	1
26	RTKM	-1	1	0	-1	0	-1
27	RUAL	-1	0	-1	1	-1	-2
28	SBER	0	0	0	0	0	0
29	SNGS	1	0	1	-1	-1	0
30	TATN	1	0	1	0	-1	1
31	TCS	0	1	-1	1	1	2
32	VKCO	0	-1	-1	-1	0	-3
33	VTBR	0	-1	0	-1	0	-2
34	YNDX	0	0	-1	1	0	0

Статья была представлена 23.04.2025; одобрена после рецензирования 12.05.2025; принята для публикации 04.06.2025.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.cjfr.2073-0438.19.2.2025.67-81>

JEL classification: G12, G17, G32

# Эволюция моделей факторного ценообразования и их применение на российском финансовом рынке

**Александр Абрамов**

Кандидат экономических наук, заведующий Лабораторией анализа институтов и финансовых рынков Института прикладных экономических исследований, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Россия, [abramov-ae@ranepa.ru](mailto:abramov-ae@ranepa.ru), [ORCID](#)

**Мария Чернова** ✉

Кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков Института прикладных экономических исследований, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, Москва, Россия, [chernova-mi@ranepa.ru](mailto:chernova-mi@ranepa.ru), [ORCID](#)

**Талгат Ахметзянов**

Аспирант Физтех-школы прикладной математики и информатики Московского физико-технического института, Москва, Россия, [ahmetzyanov.tv@phystech.edu](mailto:ahmetzyanov.tv@phystech.edu), [ORCID](#)

## Аннотация

В статье анализируются эволюция теории факторного ценообразования на рынке акций и аспекты ее практического применения на российском рынке. Несмотря на то что модель ценообразования капитальных активов и многофакторные модели не смогли в полной мере стать инструментами для прогнозирования доходности акций, их возникновение сыграло важную роль в объяснении природы премии за риск акций и выявлении устойчивых аномалий доходностей. Наиболее значимым направлением практического применения указанных моделей стали стратегии факторного инвестирования, преобладающие во взаимных фондах на крупнейших рынках и доступные для частных инвесторов. В статье рассматривается потенциал стратегий факторного инвестирования на российском рынке акций и приводится авторская методология построения факторных портфелей. Показано, что их преимущество заключается в увеличении диверсификации по сравнению с наиболее популярными индексами Московской биржи и возможности хеджирования факторными стратегиями на разных стадиях делового цикла. На примере обширной выборки из 891 выпуска акций на временном горизонте 2007–2024 гг. показано, что большинство из приводимых 15 длинных факторных портфелей по критерию полной доходности акционеров существенно превышают доходности индекса Московской биржи – полная доходность при умеренном уровне риска. Эффекты факторных стратегий в полной мере проявляются на выборке акций первого и второго уровней листинга, но они усиливаются при добавлении в нее акций третьего эшелона. В сфере корпоративных финансов анализ факторных стратегий позволяет более точно понять роль дивидендной политики для обеспечения роста общей доходности акционеров и увеличения стоимости компаний. Повышение дивидендной доходности акций, как правило, ведет к замедлению роста курсовой стоимости акций и капитализации эмитентов, что создает дилемму выбора приоритетов оценки эффективности их топ-менеджмента. В статье обосновываются преимущества показателя общей доходности акционеров, рост которого может достигаться за счет повышения как дивидендной доходности, так и курсовой стоимости в зависимости от специфики того или иного эмитента.

**Ключевые слова:** факторное инвестирование, финансовый рынок, частные инвесторы, фундаментальный анализ, раскрытие информации, дивидендная политика

**Для цитирования:** Abramov A., Chernova M., Akhmetzyanov T. (2025) Evolution of Factor Pricing Models and Their Application in the Russian Financial Market. *Journal of Corporate Finance Research*. 19 (2): 67-81. <https://doi.org/10.17323/j.cjfr.2073-0438.19.2.2025.67-81>

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

На фоне роста вовлеченности частных инвесторов в российский рынок акций становится важным обсуждение стратегий, позволяющих сделать этот процесс более привлекательным и менее рисковым. В точки зрения корпоративных эмитентов также встает вопрос о том, таргетирование каких фундаментальных индикаторов способствовало бы росту их капитализации.

Факторные стратегии имеют значительный потенциал на российском финансовом рынке, так как они обладают двумя преимуществами: они усиливают эффекты диверсификации портфелей и позволяют более эффективно управлять портфелями на разных стадиях деловых циклов. Их популяризация позволит привлечь инвестиции и увеличить капитализацию более широкого круга эмитентов, чем текущая ситуация со значительным смещением портфелей частных инвесторов и инвестиционных фондов в пользу крупнейших компаний. Указанные стратегии просты в применении и позволяют без принятия чрезмерно высоких рисков более последовательно опираться на фундаментальные характеристики компаний при принятии инвестиционных решений.

Особенностью факторных стратегий можно назвать то, что они строятся по широкой выборке акций на рынке, в отличие от типовых биржевых индексов. Это позволяет получать большую выгоду от диверсификации, снижая существенные риски, связанные с активным отбором ценных бумаг и частой перебалансировкой портфелей.

В статье изучаются факторные стратегии инвестирования на внутреннем российском рынке. Исследование проведено на основании данных о ежемесячной курсовой доходности и дивидендных выплатах по 891 выпуску акций, которые обращались на российских биржах в 2007–2024 гг.

Новизной нашей статьи является анализ того, насколько сужаются возможности факторных стратегий при ограничении выборки акций только первым и вторым уровнями листинга. Добавление акций третьего эшелона позволяет увеличить премию, не сильно увеличивая риски за счет значительного роста эффекта диверсификации.

Показано, что преимущества факторных стратегий сохраняются только при высокой диверсификации. В целом, внедрение факторных стратегий не только позволило бы увеличить доходность частных инвесторов, но и способствовало бы развитию финансового рынка в России, более равномерно распределяя ликвидность и приток денежных средств между акциями и уровнями листинга и снижая концентрацию «голубых фишек» в портфелях населения.

Структура статьи построена следующим образом. В начале приводится обзор научных работ, описывающий эволюцию моделей факторного ценообразования и современные аспекты проблемы. Далее приводится описание выборки и методологии исследования. В третьем разделе анализируются факторные стратегии и их премии за риск с точки зрения эмитента и инвестора. Затем обсуждаются риски факторных стратегий и их связь с деловыми циклами. Выводы сформулированы в последнем разделе.

## О теории факторного ценообразования и инвестирования

Модели факторного ценообразования, предполагающие объяснение премии за риск акций ее чувствительностью к изменению доходности рыночного портфеля и набором премий за риск различных групп эмитентов, объединенных фундаментальными характеристиками [1], являются одной из самых популярных теорий среди инвесторов и эмитентов ценных бумаг.

Модели факторного ценообразования прошли сложный путь эволюции, начиная от модели ценообразования финансовых активов (Capital Asset Pricing Model, или CAPM), обоснованной Уильямом Шарпом [2], Джоном Литнером [3] и Джеком Трейнором [4]. На следующем этапе появились многофакторные модели, авторы которых стремились найти более точные эмпирические объяснения предполагаемой премии за риск акций за счет построения регрессионных моделей с доходностью портфелей, формируемых на основе тех или иных характеристик деятельности эмитентов и акций, и др. Они были основаны не на теории равновесия, а, скорее, на принципах теории арбитражного ценообразования Стивена Росса [5]. Эти модели могли включать несколько факторов, каждый из которых описывал ту или иную компенсацию за дополнительный рыночный риск.

Постоянный рост многообразия факторов привел к феномену, известному как «зоопарк факторов», стимулируя поиск наиболее значимых из них с точки зрения прогнозной силы для доходности акций, а также анализа взаимосвязей между данными факторами. Современная волна исследований той же проблемы переходит от более простого перебора к методам углубленного машинного обучения и применению искусственного интеллекта.

Изначально предложенная Шарпом и другими экономистами CAPM базируется на строгих предположениях, предполагающих, что инвесторы принимают решения на основании единых ожидаемых доходностей и стандартных отклонений, все они не являются склонными к риску, инвестируют на один и тот же период времени, обладают одной и той же существенной информацией и одинаково оценивают перспективы акций, рынки ценных бумаг являются совершенными, т.е. на них отсутствуют факторы, препятствующие инвестициям, существует безрисковая ставка по которой инвесторы могут беспрепятственно давать средства займа (инвестировать) или брать в долг денежные средства [6]. Ключевой идеей CAPM было то, что в условиях равновесия ожидаемая доходность актива равна доходности безрискового актива «плюс» премии доходности рыночного портфеля, умноженной на показатель, характеризующий чувствительность изменения доходности указанного актива к доходности рыночного портфеля. Указанный показатель, известный как бета, характеризует систематический риск актива.

Однако в реальных условиях доходность актива часто отклоняется от теоретического значения, поэтому чаще всего в эмпирических оценках декомпозиция ожидаемой доходности актива включает еще и оценку альфы – недооценки акции или ее устойчивой премии по отношению к равновесному значению.

Значительное число строгих предположений, упрощение неопределенности до лишь одного систематического

риска и сложность в проведении эмпирических тестов модели стали катализатором для научного сообщества. С одной стороны, стали появляться модификации модели, позволяющие ослаблять те или иные теоретические предпосылки (учет ограничения на заимствования [7], неторгуемых активов [8], межвременных связей [9], потребления [10], ликвидности [11] и проч.).

С другой стороны, эмпирические тесты начали выявлять некоторые закономерности, не объясняемые теоретической моделью. Так, Е. Фама и К. Френч [12; 13] одними из первых выделили относительно устойчивую избыточную доходность малых компаний и компаний стоимости. Они связали это с тем, что малые компании, например, обладают повышенным риском из-за высокой неопределенности относительно их будущего: они могли как вырасти в крупную компанию, так и не справиться, уйдя с рынка. Они расширили исходную модель до трехфакторной, заложив вектор развития для научного сообщества, к которому не ослабевает интерес и до сих пор.

Среди других устойчивых аномалий самыми распространенными можно считать эффект моментума [14] и ликвидности [15]. Появилась четырехфакторная модель Кархарта [16], пятифакторная модель Фамы и Френча [17], начали разрабатываться модели со все большим числом факторов. В статье Корнелла Брэдфорда [18] было показано, что наличие более высокого ESG-рейтинга компаний отрицательно влияет на ожидаемую доходность их акций, снижая заинтересованность вложений в них со стороны инвесторов. Однако формирующаяся за счет этого более низкая ставка дисконтирования денежных потоков выгодна непосредственно компаниям, способствуя росту их рыночной стоимости.

При этом причины существования таких аномалий объясняются не всегда с точки зрения дополнительного источника систематического риска, как это делали Фама и Френч [12; 19]. М. Леттау и С. Лудвигсон [20] связывали премию акций стоимости с циклическими факторами, Дж. Лаконишук и др. [21] и С. Бетермайер и др. [22] – премию акций стоимости и акций компаний малой капитализации с аномалиями в поведении инвесторов.

Достаточно сложной проблемой остается научное обоснование причинности в факторном инвестировании [23]. Премия за риск по большинству факторов не объясняется теоретическими моделями, а, скорее, интерпретируется постфактум. Сформировать эмпирические тесты или независимые эксперименты для более основательного тестирования гипотез также сложно. Дополнительным препятствием является наличие взаимосвязей между факторами, например, между моментумом и фактором стоимости [24]. Существует даже исследование, иллюстрирующее несамостоятельность фактора моментума из-за высокой автокорреляции премии по другим факторам, что приводит к роли моментума как усилителя эффекта прочих факторов [25].

Несмотря на то что теория равновесных моделей ценообразования разрабатывалась в США, эмпирические тесты быстро распространились и на другие страны. Ключевые факторы риска выявлены как на развитых, так и на развивающихся фондовых рынках [23–34]. При этом особенно на развивающихся рынках не все из ставших уже классическими факторы оказались значимы. Стали выделяться более характерные для каждой страны закономерности, которые могли быть обусловлены ее экономическим или институциональным развитием.

Идентификация факторов осложняется выбором подхода количественного анализа. Так, изучение кросс-секционных премий или временных рядов позволит выявить разные наборы факторов [35]. Авторы также предлагают учитывать влияние рыночного фактора в других выявленных премиях и разработали методологию по установлению факторов на уровне отдельных акций, а не на основе более популярного портфельного подхода. Еще одним методом выявления факторов стал метод главных компонент или его вариации [36], а также LASSO [37; 38].

Увеличение вычислительных возможностей и накопление данных по котировкам акций привели к новому витку поисков еще неизученных источников риска или аномалий, ведущих к ускорению роста капитализации компаний. Однако увеличение числа объясняющих переменных не привело к появлению универсальной модели. Напротив, выявленных факторов или аномалий, увеличивающих доходность той или иной группы компаний, стало настолько много, что начали появляться специальные исследования, агрегирующие и верифицирующие все такие находки. Важной проблемой, которую пытаются решить их авторы, выступает попытка понять, можно ли считать отдельно взятый фактор истинным источником фундаментальной премии за риск и, соответственно, устойчивой аномалией с прогнозной силой или же это просто результат излишне детального дата-майнинга по историческим котировкам акций.

В научном обиходе появился термин «зоопарк факторов», отражающий многообразие переменных, используемых в факторных моделях. А. Субрахмануам [39] в обзоре разных модификаций модели CAPM, использованных исследователями, насчитал 50 переменных для объяснения ожидаемой доходности акций, а Д. МакЛин и Дж. Понтифф [40] предложили 97 факторов. Х. Кэмпбел и др. [41] изучив 434 публикации о моделях ценообразования акций, насчитали 316 использованных в них факторов, дополняющих данную модель. По мнению ряда исследователей, «зоопарк факторов» имеет позитивное значение для более эффективного поиска наиболее значимых моделей факторного ценообразования с помощью методов машинной обработки данных [42].

Некоторые выявленные аномалии вызывают сомнения, так как попытки повторить на исторических данных и реплицировать результаты исходных исследований могут не привести к положительному результату. Так, К. Ху и др. [43] попытались смоделировать 452 фактора из других статей, однако выявили значимость на 5%-м уровне лишь 82% из них. Тестирование 150 факторов с помощью современных методов эконометрического анализа путем не выбора фиксированного набора бенчмарков, а построения комбинированного индекса, что позволило выявить значимость лишь малого числа премий [38]. Дж. Найд и Ц. Жао [44], тестируя все возможные модели и выборку из 99 факторов, пришли к выводу о том, что наиболее удачные модели ценообразования состоят из рыночного фактора и факторов Фамы и Френча, а остальные факторы не добавляют новой информации. К схожим выводам приходят Л. Дик-Нильсен и др. [45] на рынках как акций, так и облигаций.

Р. Арнотт и др. [46] предположили, что большинство факторов не приводит к положительной премии после того, как были опубликованы исследования, в которых они были выявлены. Кроме того, при факторном инвестировании

нельзя опираться на принцип диверсификации и включать в портфель несколько стратегий для защиты от риска. Большинство факторов имеют высокие парные корреляции, которые увеличиваются в периоды стресса на финансовых рынках, когда защита портфеля требуется больше всего.

В то же время Н. Йенсен и др. [47] на основании данных о 153 факторах в 93 странах с помощью байесовской модели репликации факторов, наоборот, показали, что данные моделей с указанными факторами являются устойчивыми и воспроизводимы на различных тестах. Исследователями предложена таксономия факторов с их классификацией по 13 темам и сделан вывод о том, что вряд ли возможно выделить одну-единственную характеристику, которая бы точно определяла соотношение риска и доходности.

Новым этапом в развитии факторной модели по мере расширения круга факторов и появления новых методов количественного анализа стало активное использование методов машинного обучения (ММО) с применением искусственного интеллекта, позволяющих находить более сложные связи между премией за акции и разными переменными, включая нелинейные зависимости, более точно прогнозировать предполагаемую доходность и существенно улучшать параметры портфелей по критериям доходности и риска.

Б. Келли и др. [42] на основе ежемесячных данных по доходности акций США с 132 характеристиками по каждому выпуску акций применили модель ценообразования акций на основе искусственного интеллекта (AIPM) с использованием large language model (LLM). Исследователи пришли к выводам о том, что более широкий круг данных об акциях и учет взаимосвязи между указанными данными в модели машинного обучения позволяет составлять портфели с существенно более высокими коэффициентами Шарпа по сравнению с портфелями, формируемыми на основе обычных моделей с линейными связями между ограниченным набором переменных. В исследовании Н. Йенсена и др. [48] предложены ММО для формирования портфелей на основе разных факторов с учетом уровня торговых издержек по их созданию и нелинейной зависимости между факторами. В статье Л. Чена и др. [49] приводятся нелинейные модели ценообразования акций с использованием глубоких нейронных сетей на основе анализа данных всех доступных акций США из базы данных CRSP с ежемесячной доходностью с 1967 по 2016 г. в сочетании с 46 меняющимися во времени характеристиками эмитентов и 178 макроэкономическими временными рядами. Авторы обосновывают их преимущества по сравнению с другими эталонными подходами в виде линейных моделей и глубоких нейронных сетей, которые не используют в своем алгоритме условие отсутствия арбитража при ценообразовании активов.

Однако применение ММО вызвало новые вопросы в отношении способов формирования выборок, корректности, устойчивости и объяснимости получаемых результатов. В исследовании В. Аврамова и др. [50] авторы нашли подтверждение теории о том, что инвестиции на основе машинного обучения могут иметь значительные перспективы для управления активами. Однако эффективность портфелей на основе указанных методов существенно уменьшает-

ся при включении в расчеты разумных торговых издержек, исключении акций микрокомпаний, проблемных акций или эпизодов высокой волатильности рынка. В статье [51] был предложен протокол (свод обязательных правил) для исследований бэк-тестинга инвестиционных стратегий.

Вероятно, сегодня для факторных моделей актуальны слова историка финансовой науки Питера Бернштейна о CAPM, популярность которой «в среде практиков удивительна с учетом неработоспособности модели в многочисленных статистических тестах» [52]. Это связано с тем, что большинство факторных моделей имеют дело с будущими ожиданиями, которые трудно прогнозировать и опираются на ряд других допущений, не выполняемых на практике. Данные модели скорее дают ключ к пониманию процесса ценообразования акций, чем точные прогнозы будущего. Однако на практике факторные модели позволяют решать такие задачи, как оценка стоимости привлечения собственного капитала [53], измерения эффективности управления портфелями акций, выявление аномалий в доходности тех или иных групп акций для построения стратегий факторного инвестирования и некоторые иные задачи. И даже в сфере прогнозирования ожидаемой доходности акций применение многофакторных переменных и использование потенциала методов машинного обучения и искусственного интеллекта повышают вероятность получения более точных прогнозных значений на краткосрочной и среднесрочной перспективах.

Наиболее ярким примером практической значимости факторных моделей является сфера коллективных инвестиций, где оценка деятельности портфельных управляющих широко оценивается через альфу, а практически все портфели активного управления в большинстве стран в обязательном порядке классифицируются по критерию стоимости роста и размеру акций эмитентов<sup>1</sup>.

## Данные и методология

Для тестирования факторных стратегий и премий нами адаптирована методология, разработанная в работах Юджина Фамы, Кеннета Френча и Марка Кархарта для рынка США. Сложность ее использования на российском рынке заключается в существенных различиях в ликвидности как между уровнями листинга акций, так и внутри них, доминировании «голубых фишек» в торговом обороте и портфелях инвесторов, относительно малое количество обращаемых акций. Кроме того, объединение бирж РТС и ММВБ с 2012 г. привело к потере отдельных данных и сокращению количества эмитентов с доступной информацией по анализируемым факторам с 250–300 в 2007–2012 гг. до 160–200 в 2020–2024 гг. из-за выбытия эмитентов, отсутствия исторических данных для некоторых выбывших и ухудшения раскрытия информации из-за санкций.

Сбор данных по характеристикам и финансовой отчетности эмитентов по 2021 г. осуществлялся через терминал Bloomberg, в котором публикуется информация, зачастую отсутствующая в национальных базах данных. Например, котировки выбывших из листинга эмитентов публикуются Московской биржей не в полном объеме, хотя раскрытие этой информации значительно улучшилось в 2024 г. через API. С 2022 г. данные собирались из множественных источ-

<sup>1</sup> Согласно данным Investment Company Institute (США) в 2023 г. из всех фондов акций с активами в сумме 10,3 трлн долл. этой СРО классифицированы по указанным факторным стратегиям фонды со стоимостью активов 9,9 трлн долл. Примерно такой же подход применяется компанией Morningstar.

ников, среди которых доминирует API Московской биржи, Cbonds API и СПАРК-Интерфакс. Даже несмотря на обилие используемых информационных платформ по части эмитентов существуют проблемы с раскрытием консолидированной отчетности в машиночитаемом формате, что усложняет оценку таких индикаторов, как P/E или P/B, а также коэффициенты выплат дивидендов и ряд иных параметров.

Оценка производилась на данных о месячных ценах всех акций, входивших в листинг на любой бирже в России за период с 2007 г.<sup>2</sup> по 2024 г. Всего в выборке собраны исторические ряды по 891 выпуску акций российских компаний с учетом выбывших или объединенных тикеров, а также архивных данных, которые зачастую удаляются из международных баз. Из них 198 можно отнести к первому и второму уровням листинга. Так как классификация листинга на первый, второй и третий уровни возникла только после объединения бирж в Московскую биржу, то более ранний исторический период был сопоставлен и приведен в соответствие с современной группировкой акций. Так, к акциям третьего эшелона отнесены ранее внесписочные акции, к акциям первого эшелона – акции уровня A1 и A2, а ко второму эшелону – остальные.

Отсутствие ограничения по достаточному уровню ликвидности для включения акций в полные портфели позволяет описать риски и преимущества не только ликвидной части акций, на которой преимущественно концентрируются все имеющиеся исследования российского рынка или биржевые бенчмарки. На практике применение факторных стратегий производится через механизм коллективных инвестиций, в крупных портфелях которых риски неликвидности отдельных выпусков становятся менее значительными. Кроме того, расширение спроса фондов на потенциально более доходные (премия за риск неликвидности), но не ликвидные пока акции может повысить их ликвидность, снизить концентрацию спроса вокруг узкого круга акций и стать важным звеном развития российского рынка.

С точки зрения формирования факторных стратегий наиболее важными отличиями акций первого и второго уровней можно считать требование раскрытия отчетности по МСФО для более точной оценки финансовых параметров и иной информации, а также поддержание ликвидности торгов этими инструментами<sup>3</sup>. Кроме того, покупка таких акций доступна неквалифицированным инвесторам, в то время как покупка внесписочных акций или акций третьего уровня становится для них возможной только после прохождения тестирования, так как этот тип акций признается высокорисковым («сложным»)<sup>4</sup>. Таким образом, актуальной является проверка того, могут ли факторные стратегии сохранять преимущества на ограниченной выборке ликвидных акций.

В выборе факторов для российского рынка акций мы исходили из их востребованности в реальной практике инвестирования. В основе стратегий, популярных на

глобальном рынке взаимных и биржевых фондов, лежит, как правило, достаточно узкий круг характеристик, а доминируют такие критерии, как размер эмитента и фактор роста стоимости. На российском рынке коллективных инвестиций факторные стратегии применяются очень редко. Отсутствует исчерпывающий анализ преимуществ «зоопарка» факторных стратегий. Отчасти это объясняется сложностями, с которыми сталкиваются исследователи при доступе к данным на длинных временных горизонтах. Поэтому одна из ключевых идей работы – обоснование преимуществ самых простых стратегий факторного инвестирования с учетом фактора «ошибки выжившего». Это может дать импульс для других исследований, в которых будут предприниматься попытки расширить круг стратегий.

Моделирование факторных стратегий на российском рынке можно разделить на ряд этапов.

Первый этап включает сбор и подготовку данных, необходимых для классификации акций по факторным портфелям. Для каждого фактора подбирается единственный показатель, по которому затем все акции в выборке делятся на два портфеля. Относительно каждого портфеля (из двух) строится гипотеза о том, какое значение индикатора (высокое или низкое) может потенциально приводить к более высокой ожидаемой доходности.

Фактор малых компаний считается самым устойчивым на всех рынках от развитых до развивающихся. Спецификой российского рынка является присутствие, как правило, в третьем эшелоне целого ряда малых компаний, по которым практически не раскрывается информация. Аналитика и оценка их справедливой стоимости осуществляются преимущественно по косвенным параметрам и с большими сложностями. Другой проблемой является крайне низкая ликвидность таких акций: по ним могут проводиться сделки один раз в месяц или даже в год. В совокупности с малым количеством акций в обращении и низким интересом инвестора это делает такие акции уязвимыми к манипуляциям, например, с акциями третьего эшелона через социальные сети. Нередко в подобные манипуляции втягиваются начинающие инвесторы. Все перечисленные риски материализуются в повышенной премии.

Факторы стоимости и рыночной оценки схожи и строятся на коэффициентах, в числителе которых имеется цена акции: price-to-book-value (PB) и price-to-earnings (PE). В портфели с наибольшим риском и более высокой ожидаемой доходностью как премией за этот риск входят акции, чьи цены или низкие, или значительно снизились. Отчасти это схоже с фактором размера. Однако эти факторы отличаются тем, что они пытаются измерить величину относительной переоценки или недооценки акций.

Эффект инерции относительно краткосрочен и заключается в следующем: то, что быстрее всего выросло недавно, еще какое-то время будет тоже расти быстро. При этом на более длинном периоде он часто сменяется эффектом реверса, т.е. более сильного падения стоимости быстро

<sup>2</sup> В статье представлены ряды с 2007 г. для сопоставимости с учетом достаточности данных по первому и второму уровням листинга. Полные ряды представлены в базе данных «Факторы риска акций на российском рынке 2024» (Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И. Свидетельство о государственной регистрации № 2024624283).

<sup>3</sup> Сайт Московской биржи. Акции российских эмитентов. URL: <https://www.moex.com/a2584>

<sup>4</sup> Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», ст. 3.1. Особенности исполнения поручения клиента – физического лица. URL: <https://base.garant.ru/10106464/>

**Таблица 1.** Принципы формирования факторных стратегий на портфели с более и менее высокой ожидаемой доходностью по разным индикаторам классификации акций

	Показатель для группировки акций	Ожидаемая доходность портфель из акций	
		Выше	Ниже
Фактор широкого рынка	Вся выборка	Основной бенчмарк для факторных стратегий, представляет собой взвешенный по капитализации индекс всех акций в рассматриваемой выборке с учетом ограничений на концентрацию, отличается более высокой диверсификацией от индекса Московской биржи и имеет повышенные риски из-за включения малых и неликвидных акций, что приводит к более высокой доходности	
Фактор размера	Капитализация в конце предыдущего квартала	<b>Малые компании</b> – обладают большим риском, так как включают компании ранних стадий жизненного цикла или компании после значительного падения стоимости акций из-за негативных событий	<b>Большие компании</b> – наиболее устойчивые со значительной долей рынка в своей отрасли, менее рискованные с точки зрения будущих перспектив
Фактор стоимости	Коэффициент РВ в конце предыдущего квартала	<b>Акции стоимости</b> – имеют низкую стоимость на бирже относительно номинальной стоимости собственного капитала. Источник риска: компания или недооценена и имеет шансы на рост или ее капитализация резко снижалась из-за негативных событий	<b>Акции роста</b> – имеют высокую капитализацию относительно номинальной стоимости собственного капитала, чаще в несколько раз больше. Чаще проявляется на фоне переоцененности акций, что ограничивает их рост в будущем
Фактор рыночной оценки	Коэффициент РЕ в конце предыдущего квартала	<b>Акции с низким РЕ</b> – потенциально могут быть недооценены, иметь более высокие риски и большие будущие доходности	<b>Акции с высоким РЕ</b> – потенциально могут быть переоценены, ограничен будущий рост стоимости акций
Фактор импульса (инерции)	Рост стоимости акции в прошлом периоде (квартале), она же курсовая доходность	<b>Winners</b> – акции с наибольшим ростом стоимости в прошлом периоде. Считается, что по инерции тренд сохраняется и переносится на будущие периоды	<b>Losers</b> – акции с наименьшим ростом стоимости в прошлом периоде ожидаются, что продолжат падать или отставать от рынка в краткосрочном горизонте
Фактор дивидендной доходности*	Наличие выплаты дивидендов в прошлом году	<b>Акции без дивидендов</b> – при реинвестировании всей прибыли у компании потенциально имеются инвестиционные проекты и возможности развития, ожидается больший рост курсовой доходности при неопределенной общей	<b>Акции с выплатой дивидендов</b> – отток денежных средств из компании при высоком коэффициенте выплат может говорить об ограниченных возможностях роста, а также о привлечении инвесторов при низком спросе на акции
	Суммарная дивидендная доходность в прошлом году	<b>Акции с высокой дивидендной доходностью</b> – обладают потенциально большей общей доходностью за счет дивидендов	<b>Акции с низкой дивидендной доходностью</b> – не компенсируют инвесторам премии по сравнению с акциями без дивидендов по общей доходности
Фактор собственности*	Доля государства в акционерном капитале прямо и косвенно превышала 10% в прошлом году	<b>Частные компании</b> – имеют большие риски, меньшую поддержку государства, больший потенциал технологического развития и эффективности деятельности	<b>Компании с государственной собственностью (КГУ)</b> – имеют большую доступность привлечения капитала, меньшие риски и, как правило, менее эффективны в уровне и скорости технологического развития, что снижает конкурентоспособность

\* Более редкие в литературе факторы, распределение по ожидаемой доходности авторское и может отличаться для разных стран.

выросших в стоимости акций относительно остальных. Это объясняется возвратом к среднему темпу роста цены акции. Недостатками стратегий моментума является потребность в частой корректировке состава портфеля, что влечет высокие транзакционные издержки, которые не учитываются в предлагаемых факторных индексах.

Фактор дивидендной доходности имеет особое значение на российском рынке, поскольку он играет ключевую роль в поддержании доверия внутренних инвесторов к акциям и рассматривается государством в качестве источника пополнения бюджета. Новыми трендами в этой области являются рост дивидендов по акциям третьего эшелона и нерегулярность дивидендных выплат со стороны большинства компаний<sup>5</sup>.

Последним важным подходом к факторному инвестированию можно назвать достаточно специфичный для российского рынка фактор структуры собственности. Так, можно выделить компании, в структуре капитала которых присутствует государство. Причем, опираясь на международные определения state-owned enterprises (SOEs), мы относим к таким компаниям те, в капитале которых суммарно (прямо и косвенно через цепочки владения) государство владеет пакетом акций 10% и более. С учетом того, что среди крупнейших эмитентов достаточно много компаний с государственным участием (КГУ), то потенциально существует некоторая премия за риск, связанный с частными компаниями. Это обусловлено тем, что компании с государственным участием имеют более легкий и дешевый доступ к заемным средствам, могут рассчитывать на различные меры поддержки со стороны государства и, как правило, несколько отстают в скорости технологического развития от частных конкурентов [54].

Принципы группировки акций на портфели с более и менее высокой ожидаемой доходностью по разным индикаторам показаны в Таблице 1.

На втором этапе выполнялось ранжирование выбранного для каждого фактора показателя по всей выборке акций (а также отдельно только по выборке акций первого и второго уровней). Периодичность сортировки акций и, соответственно, предполагаемой перебалансировки портфеля отличается из-за специфики российского рынка.

Факторы размера и стоимости, а также фактор рыночной оценки подлежат пересчету ежеквартально. Причем по фактору размера используется размер капитализации на конец предыдущего квартала, а по факторам стоимости и рыночной оценки – на конец предыдущего полугодия, так как учитывается лаг формирования и раскрытия квартальной финансовой отчетности (например, на начало октября при формировании состава портфеля на весь предстоящий IV квартал 2024 г. имеется, как правило, отчетность только на конец I квартала 2024 г.). Для фактора стоимости и рыночной оценки в полной выборке отбрасывается 40% средних по значению показателя акций. Например, в портфель акций стоимости вошли

бумаги, коэффициент РВ которых находится ниже 30%-й квантили среди всех коэффициентов компаний, имеющих заполненные данные за этот квартал. Однако для первого и второго уровней листинга используется деление по медиане всех акций из-за сокращения выборки. Фактор моментума (инерции) имеет краткосрочную фазу действия и корректируется каждый месяц.

Факторы дивидендов, дивидендной доходности и структуры собственности в силу своей специфики пересматриваются только один раз в год. Для дивидендных факторов это связано с методологией оценки дивидендной доходности, для которой суммируются все дивидендные выплаты за календарный год. Для фактора структуры собственности частый пересмотр, как правило, не требуется в силу стабильности и редкой изменчивости доли государства в капитале компаний.

При расчете доходности факторных портфелей применялось взвешивание по капитализации, как и в классических индексах, а также ограничение на максимальный допустимый вес одного эмитента в портфеле<sup>6</sup>. Для всей выборки в силу сокращенного числа акций в ранние исторические периоды применяется максимальный вес 30%, однако расчет факторных портфелей по первому и второму уровням листинга выполнялся по сокращенному горизонту и с пределом 15% на одного эмитента.

Оценка доходности факторных стратегий проводилась двумя способами: по курсовой доходности и по общей доходности (с учетом дивидендов). Для этого в расчетах доходность в месяц, на который приходится эксдивидендная дата, увеличивалась на размер оцененной дивидендной доходности текущей выплаты, рассчитанной по цене на начало календарного года.

## Результативность факторных стратегий

Факторные портфели сопоставляются с основным бенчмарком – индексом Московской биржи. С точки зрения потенциала таких стратегий для инвесторов сравнения проводятся по общей доходности с 2007 по 2024 г.

В наиболее широком портфеле содержится примерно в два раза больше акций, чем в портфеле первого и второго эшелонов, а в том, в свою очередь, примерно в два раза больше акций, чем в индексе Московской биржи. Наиболее наглядно эффект диверсификации и его затухание видны при сопоставлении широких портфелей из всех акций исторической выборки и акций первого и второго уровней (Таблица 2). Оба портфеля значительно выигрывают у индекса Московской биржи. Доходность индекса Московской биржи составляет 8.16% в год, портфеля по акциям первого и второго уровней – 12.27%, а портфеля из всех акций – 13.29% на самом длинном горизонте 2007–2024 гг. Удвоение числа акций в широком портфеле привело к повышению курсовой доходности

<sup>5</sup> Абрамов А. Е., Чернова М. И. Ярмарка щедрости: главные тренды дивидендной политики российских компаний. Econs-online. 2024. URL: <https://econs.online/articles/opinions/yarmarka-shchedrosti-glavnye-trendy-dividendnoy-politiki-rossiyskikh-kompaniy/>

<sup>6</sup> При расчете весов используется рыночная капитализация компаний по состоянию на конец месяца, что создает статистическое смещение (look-ahead bias) и может искусственно завышать эффективность факторных стратегий. Как показывают проведенные тесты на устойчивость, переход на альтернативные схемы взвешивания (на начало месяца, по средней капитализации или равные веса) оказывает влияние лишь на абсолютные значения доходности, оставляя неизменным как относительное ранжирование стратегий, так и величины факторных премий.

Таблица 2. Статистика по факторным стратегиям, общая доходность, % годовых

Факторы	Вся выборка			Первый и второй уровни		
	2007–2024	2014–2024	2019–2024	2007–2024	2014–2024	2019–2024
<b>Длинные портфели</b>						
Индекс Мосбиржи	8.16	13.15	11.28	8.16	13.15	11.28
Широкий портфель	13.29	19.68	19.47	12.27	18.11	17.24
Большие	12.36	19.49	19.19	11.89	17.74	16.87
Малые	31.33	35.33	47.52	14.58	22.23	25.00
Роста	14.80	20.69	21.32	8.66	15.91	14.42
Стоимости	13.31	14.99	14.11	11.76	15.11	12.13
High_PE	14.10	18.86	17.70	8.48	16.15	15.55
Low_PE	13.62	21.04	21.66	13.84	17.55	16.23
Low_Return	7.78	9.17	7.75	7.50	9.88	5.85
High_Return	17.59	24.23	25.42	14.97	21.95	24.72
Дивидендные акции	11.50	19.11	18.24	11.79	17.14	15.17
Высокая дивидендная доходность	15.40	21.85	19.44	11.86	17.47	15.05
Низкая дивидендная доходность	10.28	16.08	14.62	10.75	16.99	13.25
Акции без дивидендов	12.03	15.62	16.25	7.59	9.68	7.92
КГУ	9.29	17.39	16.74	8.59	15.11	12.76
Частные	16.27	20.97	19.88	13.64	18.83	17.53
<b>Премии long-short по каждому фактору</b>						
Премия за размер	18.97	15.84	28.33	2.70	4.50	8.13
Премия за низкий PB	-1.49	-5.70	-7.22	3.10	-0.80	-2.29
Премия за низкий PE	-0.48	2.18	3.96	5.36	1.40	0.68
Премия за эффект инерции	9.82	15.06	17.68	7.47	12.07	18.87
Премия акций без дивидендов	0.54	-3.50	-1.99	-4.20	-7.45	-7.25
Премия акций с высокой дивидендной доходностью	5.11	5.77	4.82	1.11	0.48	1.80
Премия частных компаний	6.98	3.58	3.13	5.05	3.72	4.77

Источник: расчеты авторов.

на чуть более 1 п.п. Основной эффект диверсификации с точки зрения широкого портфеля приходится на расширение выборки до всего первого и второго эшелонов. Далее эффект увеличения числа ценных бумаг в портфеле угасает.

В большинстве случаев сужение портфелей до наиболее ликвидных и информационно прозрачных акций первого и второго уровней уменьшает доходность, однако позволяет чуть лучше контролировать риск.

Премия малых компаний преимущественно основана на высокорисковых акциях третьего эшелона и достигается за счет диверсификации. Общая доходность портфеля малых компаний составила 31.33% годовых, что примерно в 4 раза выше индекса Московской биржи. Стоит отметить, что портфель больших компаний тоже переигрывает индекс Московской биржи за счет более высокой диверсификации, однако ожидаемо уступает широкому портфелю. При сужении выборки до первого и второго уровней листинга

преимущество малых компаний снижается, так как снижаются риски эмитентов. Более выраженный рост этого портфеля приходится на 2022–2024 гг. и совпадает с активизацией социальных сетей и вовлечения неопытных инвесторов на фоне снижения общей ликвидности фондового рынка. Благодаря направленным действиям и акцентированию внимания инвесторов на ряде акций их стоимость была подвержена резкому и зачастую необоснованному повышению, что несет риски столь же стремительного снижения в будущем.

Акции роста оказались более доходными, чем акции стоимости, вопреки предсказанным фундаментальным характеристикам. Если сузить выборку акций до первого и второго уровней листинга, то премия акций стоимости проявляется только на самом длинном горизонте. Эта тенденция, скорее, подтверждает, что факторные стратегии – это чаще долгосрочные стратегии.

По коэффициенту PE на всей выборке премия акций с низкой рыночной оценкой за полный период отсутствует, лишь на более коротких горизонтах она положительна, что говорит о начале формирования корректной оценки этого вида риска. Другая ситуация характерна для акций первого и второго эшелонов, где премия наблюдается на каждом инвестиционном горизонте. Это позволяет говорить о том, что на ликвидной части финансового рынка оценка рисков происходит более корректно.

Результативность стратегии инвестирования в акции, которые выросли больше всех за последние 3 месяца, достаточно высокая и устойчивая. На самом долгосрочном периоде такие акции генерируют инвестору 9.82 и 7.47% годовых для полной выборки и акций первого и второго уровней, соответственно. На более коротких горизонтах эта премия также довольно высока.

Из-за исторически высоких дивидендов российских компаний более выгодными для инвестора оказываются акции с высокой дивидендной доходностью. Акции, по которым наблюдалась выплата дивидендов в прошлом году, превосходили акции без дивидендов. Это говорит о важности дивидендного фактора для внутренних инвесторов и высокой доли дивидендной доходности в TSR.

Премия частных компаний на российском рынке наблюдается как на полной выборке, так и в первом и втором уровнях листинга. Доходность портфеля из компаний с государственным участием совпадает с индексом Московской биржи после учета дивидендов, что отражает доминирование именно таких компаний в общей капитализации бенчмарка. Это имеет важное значение на текущем этапе развития российского финансового рынка, так как именно КГУ наиболее подвержены санкционному и геополитическому давлению, поэтому можно ожидать сохранения премии частных компаний и потенциально ее роста.

Эмитенты могут использовать факторные стратегии в качестве одного из методов оценки коэффициента бета и соответственно стоимости собственного капитала. Однако в условиях высокой волатильности внутреннего рынка акций и прекращения торгов российскими депозитарными расписками за рубежом получаемые при этом результаты требуют корректировок и перепроверки.

Более практичным направлением применения знаний о факторном ценообразовании в текущих условиях видится в их использовании для формулирования целей дивидендной политики и корпоративного управления в публичных компаниях, особенно с учетом стремления к достижению целевого ориентира, поставленного Указом Президента РФ от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» о повышении капитализации фондового рынка до 66% ВВП в 2030 г. Сам по себе указанный ориентир не распространяется непосредственно на компании, однако Минфин и Банк России стремятся стимулировать рост капитализации через систему целевых показателей для топ-менеджмента компаний с государственным участием и требования кодекса корпоративного управления для всех эмитентов. При этом по отношению к КГУ сохраняются требования распоряжения Правительства РФ от 11.06.2021 № 1589-р с 1 июля 2021 г. об обязательном направлении на выплату дивидендов не менее 50% чистой скорректированной прибыли за год, рассчитываемой по консолидированной финансовой отчетности в соответствии с МСФО.

Таблица 3. Премии long-short по факторным стратегиям, курсовая доходность, процентных пунктов

Факторы	Вся выборка			Первый и второй уровни		
	2007–2024	2014–2024	2019–2024	2007–2024	2014–2024	2019–2024
Премия за размер	21.28	19.70	31.37	3.75	5.20	7.53
Премия за низкий PB	1.08	-1.75	-3.08	3.85	0.75	0.08
Премия за низкий PE	0.66	1.70	1.58	4.42	-0.08	-1.50
Премия за эффект инерции	6.32	9.18	7.96	4.17	6.59	11.18
Премия акций без дивидендов	5.45	3.37	5.26	-0.23	-1.91	-0.83
Премия акций с высокой дивидендной доходностью	-0.07	-0.90	-1.75	-2.72	-4.35	-3.32
Премия частных компаний	5.91	2.71	3.10	4.12	3.02	4.24

Источник: расчеты авторов.

Цели повышения дивидендной доходности компаний могут противоречить росту ее стоимости. Как показано в Таблице 3, акции с высокой дивидендной доходностью обычно характеризуются слабыми показателями динамики их курсовой стоимости, а, значит, капитализации указанных эмитентов. На всех рассматриваемых горизонтах премия акций с высокой дивидендной доходностью относительно доходности акций с низкой дивидендной доходностью была отрицательной. Например, за период 2007–2024 гг. она составляла  $-0.07$  процентных пункта по акциям полной выборки и  $-2.72$  п.п. по акциям первого и второго уровней листинга. Дивидендные выплаты, как правило, влияют на уменьшение чистой прибыли эмитентов, направляемой на развитие, что нередко сопровождается замедлением долгосрочного роста стоимости компаний.

Из разных ориентиров, которым может следовать компания, более обоснованным представляется показатель общей доходности акционеров (Total shareholders return, TSR), на который влияет не только дивидендная доходность, но и динамика курсовой стоимости акций. Такой подход рекомендован в Информационном письме Банка России и Рекомендациях по разработке стратегии повышения акционерной стоимости от 13.01.2025 № ИН-02-28/68, предусматривающий применение именно показателя TSR в качестве ключевого целевого индикатора

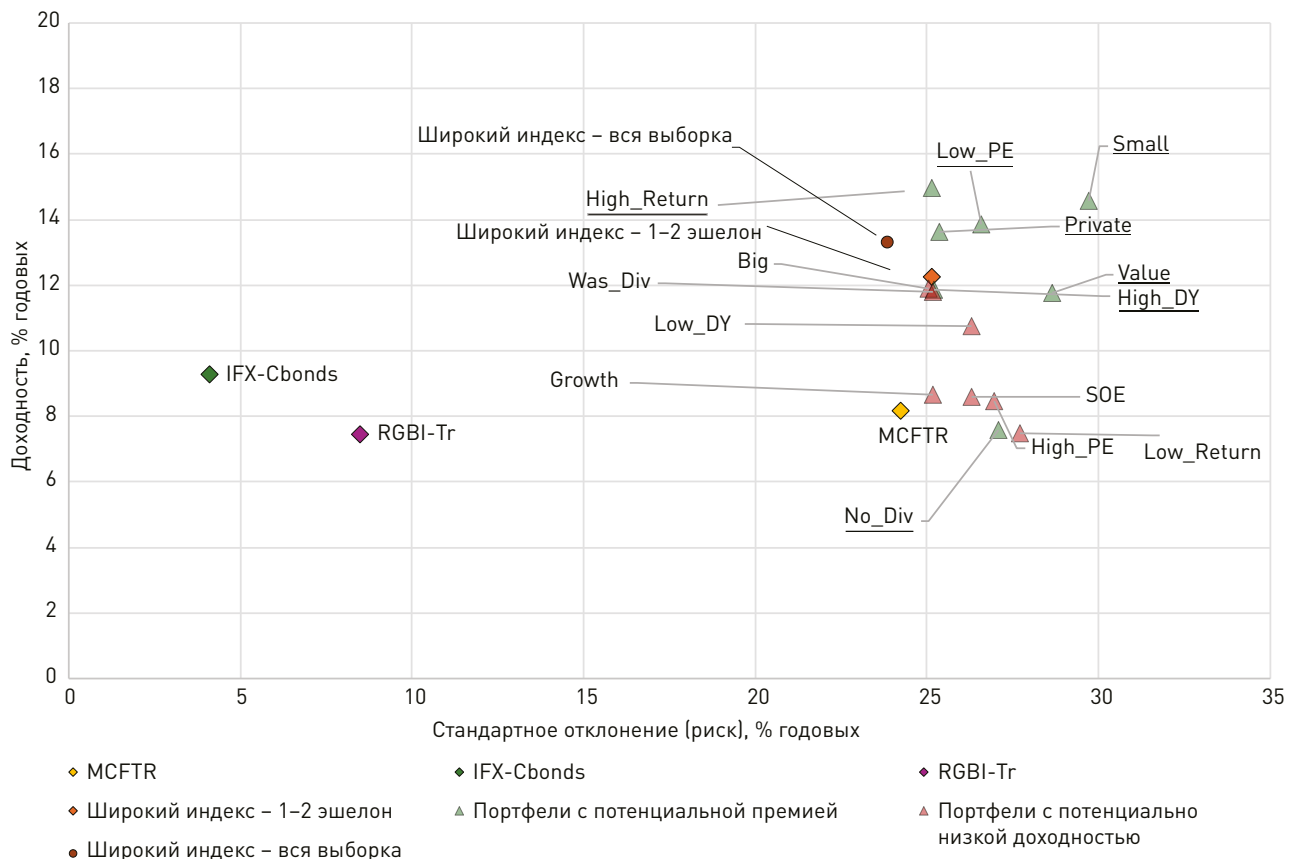
стратегии повышения акционерной стоимости общества.

Как было показано в Таблице 3, по критерию TSR компании с высокой дивидендной доходностью на разных временных горизонтах опережают компании, не платящие дивиденды и эмитентов с низкими дивидендами, что показывает их более высокую инвестиционную привлекательность для акционеров. В таких условиях более слабая динамика акций с высокими дивидендами по курсовой доходности может быть оправданной и объясняться спецификой жизненного цикла компаний.

## Риски и доходности факторных стратегий

На сводной карте рисков и доходностей применения факторных стратегий на длинном временном горизонте видно, что большинство факторных портфелей превосходят основные бенчмарки (Рисунок 1). Исключение составляют лишь отдельные стратегии и только по общей доходности (реверса, акций без дивидендов). Повышение рисков, которые влечет за собой применение факторных стратегий, присутствует, однако остается умеренным. Применение большинства факторных стратегий позволяет улучшить общее соотношение между риском и доходностью на рынке акций для внутреннего инвестора.

**Рисунок 1.** Карта риска и доходности факторных портфелей, оцененных по акциям первого и второго эшелонов, по общей доходности, 2007–2024 гг., % годовых



Источник: расчеты авторов.

Таблица 4. Метрики доходности и риска факторных портфелей, по общей доходности, 2007–2024 гг.

	Первый и второй уровни			Полная выборка		
	Коэф. Шарпа	Альфа	Макс. просадка	Коэф. Шарпа	Альфа	Макс. просадка
Акции без дивидендов	0.129	0.49	-70.03	0.281	3.98	-65.76
Low_Return	0.131	0.22	-63.11	0.157	1.38	-64.44
<b>Индекс Мосбиржи</b>	<b>0.137</b>	<b>0.00</b>	<b>-67.91</b>	<b>0.137</b>	<b>0.00</b>	<b>-67.91</b>
High_PE	0.160	0.97	-77.46	0.348	5.76**	-67.45
Роста	0.160	0.83	-75.00	0.386	6.15***	-66.05
КГУ	0.161	0.92	-67.60	0.185	1.47	-67.92
Низкая дивидендная доходность	0.235	2.81	-65.80	0.220	2.38	-65.55
Стоимости	0.270	4.14	-73.93	0.322	6.13*	-72.13
Дивидендные акции	0.273	3.51***	-68.70	0.262	3.1***	-64.62
Высокая дивидендная доходность	0.276	3.74*	-72.01	0.409	6.55***	-61.88
Большие	0.276	3.56***	-66.90	0.295	3.85***	-65.10
Широкий портфель	0.290	3.92***	-67.43	0.330	4.67***	-64.01
Частные	0.339	5.32***	-72.58	0.441	7.34***	-65.64
Low_PE	0.339	5.62**	-72.50	0.338	5.3***	-68.46
Малые	0.352	7.16*	-73.93	0.807	21.38***	-55.34
High_Return	0.383	6.41***	-69.05	0.477	8.91***	-64.18

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

Источник: расчеты авторов.

В Таблице 4 собраны классические метрики риска и доходности для факторных портфелей как по полной выборке, так и по выборке первого и второго эшелонов с учетом общей доходности. Показатели коэффициента Шарпа выше по сравнению с бенчмарком для всех портфелей (за исключением двух по сокращенной выборке), что объясняется большей диверсификацией по сравнению с концентрированным индексом Мосбиржи. Значения максимальной просадки сопоставимы с бенчмарком, показывая, что факторные стратегии не защищают от крупных потерь в кризисные периоды, но и не увеличивают их. Только 8 стратегий из 15 генерируют значимую и положительную альфу в более ликвидной выборке.

Еще одним важным преимуществом факторных стратегий является потенциал их применения на разных стадиях делового цикла. Тестирование факторов на российском рынке выявило контрцикличность некоторых премий (Та-

блица 5). Среди акций первого и второго эшелонов такие закономерности выражены менее, чем для полной выборки, что подчеркивает некоторую зависимость акций третьего эшелона от движения рынка.

Премия малых компаний наиболее значительна в периоды падения рынка, которые определялись как периоды, в которые месячная курсовая доходность индекса Московской биржи была менее  $-3\%$ . Аналогично ведет себя премия за отсутствие дивидендных выплат и за высокую дивидендную доходность среди акций с дивидендами, хотя и с высокой дисперсией (статистически значимые значения только для полной выборки). Премия частных компаний также контрциклична, что обусловлено высокой долей КГУ в основном бенчмарке, по которому были классифицированы периоды.

К проциклическим стратегиям среди ликвидных акций можно отнести премию акций стоимости и акций с низкой ры-

Таблица 5. Зависимость факторных премий от фазы рынка, п.п. в месяц, среднее, 2007–2024 гг.

Премия за		Рост рынка (более 3% в месяц)	Нейтральное движение рынка	Падение рынка (менее 3% в месяц)
<b>По курсовой доходности</b>				
SMB	Малый размер	0.197 [0.355]	0.157 [1.596***]	1.128* [3.704***]
HML	Малый PB	1.236** [1.296*]	0.070 [-0.403]	-0.407 [-0.246]
MOM	Большой прирост цены в прошлом	-0.006 [-0.346]	0.448 [0.062]	0.354 [2.001**]
DY	Высокую дивидендную доходность	-0.873* [-0.871*]	-0.018 [-0.171]	0.383 [1.445***]
DIV	Отсутствие дивидендов	-0.558 [-0.101]	-0.060 [-0.135]	1.145* [2.334***]
PRIV	Частных собственников	-0.132 [-0.277]	0.543* [0.518*]	0.563 [1.300**]
PE	Малый PE	0.780* [0.413]	0.083 [-0.412]	0.131 [-0.111]
<b>По общей доходности</b>				
SMB_TR	Малый размер	0.173 [0.165]	0.087 [1.358***]	0.901* [3.540***]
HML_TR	Малый PB	1.093* [1.080*]	0.073 [-0.580*]	-0.519 [-0.444]
MOM_TR	Большой прирост цены в прошлом	0.205 [-0.047]	0.654* [0.264]	0.683 [2.239**]
DY_TR	Высокую дивидендную доходность	-0.612 [-0.622]	0.221 [0.332]	0.858 [1.816***]
DIV_TR	Отсутствие дивидендов	-0.853 [-0.423]	-0.325 [-0.561*]	0.746 [1.945***]
PRIV_TR	Частных собственников	-0.092 [-0.260]	0.599* [0.606**]	0.646 [1.372**]
PE_TR	Малый PE	0.779* [0.411]	0.146 [-0.413]	0.238 [-0.033]

\* –  $p < 0.1$ ; \*\* –  $p < 0.05$ ; \*\*\* –  $p < 0,01$ .

Примечание: премии рассчитаны как ежемесячные разницы в доходности парных факторных портфелей (например, SMB = Доходность малых компаний – Доходность больших компаний), а затем нормированы к стандартному отклонению в 10%; в квадратных скобках даны значения для полной выборки, без них – для акций первого и второго уровней.

Источник: расчеты авторов.

ночной оценкой (факторы PB и PE). Факторы инерции и частных компаний наиболее сильны в нейтральные периоды и периоды падения рынка.

Таким образом, использование факторных стратегий способно генерировать защиту от негативных рыночных движений.

## Заключение

Таким образом, наше исследование показало, что большинство рассмотренных факторных стратегий превосходили бенчмарки. Повышение рисков, которое влечет за собой применение факторных стратегий, является умеренным. Применение большинства факторных стратегий позволяет улучшить общее соотношение между риском и доходностью на рынке акций.

Мы видим большое будущее в применении факторных стратегий инвестирования на российском фондовом рынке. Их главные преимущества заключаются в простоте и эффективности применения для широкого круга инвесторов. Факторные стратегии позволяют преодолеть чрезмерное сосредоточение инвестиций граждан и институциональных инвесторов на ограниченном круге эмитентов, и открыть возможности для привлечения инвестиций в акции новых, растущих компаний без переложения на инвесторов высоких рисков.

Благодаря этому факторные инвестиции являются не только простым и эффективным способом улучшения благосостояния широкого круга внутренних инвесторов, но и финансирования реального процесса трансформации российской экономики. Для финансовых организаций факторные стратегии позволяют расширить линейку финансовых инструментов с конкурентными показателями доходности-риска, способствуя гармоничному росту внутреннего финансового рынка.

Знание факторных стратегий для эмитентов позволяет более точно сформулировать цели дивидендной политики и системы корпоративного управления.

Для расширения сферы применения факторных стратегий необходим ряд мер. Это, прежде всего популяризации новых индикаторов портфелей факторных стратегий, а также понимание премий за риск и рост капитализации корпоративными эмитентами и желание управляющих коллективными инвестициями сделать простые портфельные стратегии доступнее для инвесторов.

## Благодарности

Данная статья подготовлена в рамках государственного задания Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации.

## Список литературы

1. Bodie Z., Kane A., Marcus A. *Investments, 13th Edition*. New York: McGraw Hill; 2024:1072.
2. Sharpe W. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*. 1964;19(3):425–442. <https://doi.org/10.2307/2977928>
3. Lintner J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*. 1965;47(1):13–37. <https://doi.org/10.2307/1924119>
4. Treynor J. Toward a theory of market value of risky assets. Unpublished manuscript. SSRN. 1962. (accessed on 10.05.2025) URL: <https://ssrn.com/abstract=628187>
5. Ross S.A. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. *Journal of Economic Theory*. 1976;13(3):341–360. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(76\)90046-6](https://doi.org/10.1016/0022-0531(76)90046-6)
6. Sharpe W.F. Alexander G.J., Bailey J.V. Charter 10. In: *Investments. Fifth edition*. New Jersey: Prentice Hall; 1995:1058.
7. Black F. Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing. *Journal of Business*. 1972;45(3):444–455. (accessed on 10.05.2025) URL: <https://www.jstor.org/stable/2351499>
8. Mayers D. Nonmarketable Assets and Capital Market Equilibrium under Uncertainty. *Studies in the Theory of Capital Markets: papers of the Conference on Modern Capital Theory, held at the University of Rochester in August, 1969, augmented by several closely related papers*. New York: Praeger; 1972:223–248.
9. Merton R. An intertemporal capital asset pricing model. *Econometrica*. 1973;41(5):867–887. <https://doi.org/10.2307/1913811>
10. Lucas R. Asset Prices in an Exchange Economy. *Econometrica*. 1978;46(6):1429–1445. <https://doi.org/10.2307/1913837>
11. Amihud Y., Mendelson H. Asset Pricing and the Bid–Ask Spread. *Journal of Financial Economics*. 1986;17(2):223–249. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(86\)90065-6](https://doi.org/10.1016/0304-405x(86)90065-6)
12. Fama E.F., French K.R. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*. 1992;47(2):427–465. <https://doi.org/10.2307/2329112>
13. Fama E.F., French K.R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*. 1993;33(1):3–56. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405x(93)90023-5)
14. Jegadeesh N., Titman S. Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*. 1993;48(1):65–91. <https://doi.org/10.2307/2328882>
15. Amihud Y. Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*. 2002;5(1):31–56. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
16. Carhart M. On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*. 1997;52(1):57–82. <https://doi.org/10.2307/2329556>
17. Fama E.F., French K.R. A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*. 2015;116(1):1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
18. Bradford C. ESG Preferences, Risk and Return. *European Financial Management*. 2020;27(1):12–19. <https://doi.org/10.1111/eufm.12295>
19. Fama E.F., French K.R. Value versus growth: The international evidence. *The Journal of Finance*. 1998;53(6):1975–1999. (accessed on 10.05.2025) URL: <https://www.jstor.org/stable/117458>

20. Lettau M., Ludvigson S. Resurrecting the (C)CAPM: A cross-sectional test when risk premia are time-varying. *Journal of Political Economy*. 2001;109(6):1238–1287. <https://doi.org/10.1086/323282>
21. Lakonishok J., Shleifer A., Vishny R.W. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The Journal of Finance*. 1994;49(5):1541–1578. <https://doi.org/10.2307/2329262>
22. Betermier S., Calvet L., Sodini P. Who Are the Value and Growth Investors? *The Journal of Finance*. 2017;72(1):5-46. <https://doi.org/10.1111/jofi.12473>
23. López De Prado M.M. Causal Factor Investing: Can Factor Investing Become Scientific? 1st ed. Cambridge: Cambridge University Press; 2023. <https://doi.org/10.1017/9781009397315>
24. Barroso P., Santa-Clara P. Momentum Has Its Moments. *Journal of Financial Economics*. 2015;116(1):111–120. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.11.010>
25. Ehsani S., Linnainmaa J.T. Factor Momentum and the Momentum Factor. SSRN. 2020. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3014521>
26. Dash S., Mahakud J. Do asset pricing models explain size, value, momentum Effects? The case of an emerging stock market. *Journal of Emerging Market Finance*. 2014;13(3):217–251. <https://doi.org/10.1177/0972652714550927>
27. Narayan K.P., Zheng X. Market liquidity risk factor and financial market anomalies: Evidence from the Chinese stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2010;18(5):509–520. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2010.07.002>
28. Griffin J.M. Are the Fama and French factors global or country specific? *The Review of Financial Studies*. 2002;15(3):783–803. (accessed on 10.05.2025) URL: <https://www.jstor.org/stable/2696721>
29. Lischewski J., Voronkova S. Size, value and liquidity. Do they really matter on an emerging stock market? *Emerging Markets Review*. 2012;13(1):8–25. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2011.09.002>
30. Sehgal S., Jain S. Short-term momentum patterns in stock and sectoral returns: Evidence from India. *Journal of Advances in Management Research*. 2011;8(1):99–122. <https://doi.org/10.1108/09727981111129327>
31. Mikova E.S. The momentum effect in the dynamics of stock prices on the Russian market [dissertation]. Moscow; 2014. (In Russ.). (accessed on 10.05.2025) URL: <https://www.hse.ru/data/xf/2014/06/05/1323453942/dis%20mikova.pdf>
32. Ivashkovskaya I.V et. al. *Corporate financial solutions for emerging capital markets: an empirical analysis of Russian companies*. Moscow: INFRA-M; 2020. 281 p. (In Russ.)
33. Abramov A.E., Radygin A.D., Chernova M.I. Pricing models of shares of Russian companies and their practical application. *Voprosy Ekonomiki*. 2019;(3):48-76. (In Russ.) <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-48-76>
34. Tomtosov A. Overlapping portfolio holdings and unique sources of emerging market risk. *Borsa Istanbul Review*. 2024;24(1):201-217. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.12.003>
35. Harvey C.R., Liu Y. Lucky factors. *Journal of Financial Economics*. 2021;141(2):413-435. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.04.014>
36. Lettau M., Pelger M. Factors That Fit the Time Series and Cross-Section of Stock Returns. *The Review of Financial Studies*. 2020;33(5):2274-2325. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa020>
37. Freyberger J., Neuhierl A., Weber M. Dissecting Characteristics Nonparametrically. *The Review of Financial Studies*. 2020;33(5):2326-2377. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz123>
38. Feng G., Giglio S., Xiu D. Taming the Factor Zoo: A Test of New Factors. *The Journal of Finance*. 2020;75(3):1327-1370. <https://doi.org/10.1111/jofi.12883>
39. Subrahmanyam A. The cross-section of expected stock returns: What have we learnt from the past twenty-five years of research? *European Financial Management*. 2010;16(1):27–42. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00520.x>
40. McLean D., Pontiff J. Does academic research destroy stock return predictability? *The Journal of Finance*. 2016;71(1):5–32. <https://doi.org/10.1111/jofi.12365>
41. Harvey C.R., Liu Y., Zhu H. ...and the cross-section of expected returns. *The Review of Financial Studies*. 2016;29(1):5–68. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv059>
42. Kelly B.T., Kuznetsov B., Malamud S., et al. Artificial intelligence asset pricing models. *NBER Working Paper № 33351*. 2025. <https://doi.org/10.3386/w33351>
43. Hou K., Chen X., Zhang L. Replicating Anomalies. *The Review of Financial Studies*. 2018;33(5):2019–2133. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy131>
44. Nard G.D., Zhao Z. Using, taming or avoiding the factor zoo? A double-shrinkage estimator for covariance matrices. *Journal of Empirical Finance*. 2023;72:23-35. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2023.02.003>
45. Dick-Nielsen J., Feldhütter P., Pedersen L., Stolborg C. Corporate Bond Factors: Replication Failures and a New Framework SSRN. 2023. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4586652>
46. Arnott R., Harvey C.R., Kalesnik V., et al. Alice's Adventures in Factorland: Three Blunders That Plague Factor Investing. *The Journal of Portfolio Management*. 2019;45(4):18–36. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.4.018>
47. Jensen N.I., Kelly B.T., Pedersen L.H. Is There a Replication Crisis in Finance? *The Journal of Finance*. 2023;78(5):2465-2518. <https://doi.org/10.1111/jofi.13249>
48. Jensen N.I., Kelly B.T., Semyon M., et al. Machine Learning and the Implementable Efficient Frontier. *Swiss Finance Institute Research Paper № 22-63*. 2024. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4187217>
49. Chen L., Pelger M., Zhu J. Deep Learning in Asset Pricing. SSRN. 2019. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3350138>
50. Avramov D., Cheng S., Metzker L. Machine learning vs. economic restrictions: Evidence from stock return predictability. *Management Science, INFORMS*. 2023;69(5):2587-2619. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2022.4449>
51. Arnott R.D., Harvey C. R., Markowitz H. A Backtesting Protocol in the Era of Machine Learning. *The Journal of Financial Data Science*. 2019;1(1):64–74. <https://doi.org/10.3905/jfds.2019.1.064>

52. Damodaran A. Chapter 8. In: *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Second Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons; 2009. 312 p.
53. Abramov A.E., Dzhaokhadze E.D., Radygin A.D., et al. Total factor productivity of Russian companies: Assessments, trends, and dynamic factors. *Voprosy Ekonomiki*. 2023;(11):5-27. (In Russ.) <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2023-11-5-27>

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

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 19.04.2025; одобрена после рецензирования 08.05.2025; принята для публикации 01.06.2025.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.2.2025.82-95>

JEL classification: G69

# Обеспечивает ли диверсификация финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков в Эфиопии? Метод одновременных уравнений

Йичлаль Симен Филати ✉

Научный сотрудник, Факультет торговли, Университет Пенджаба, г. Патиала, Индия; доцент, Факультет бухгалтерского учета и финансов, Университет Дебрэ-Маркос, Эфиопия,

[ysimegn87@gmail.com](mailto:ysimegn87@gmail.com); [ORCID](#)

Дирадж Шарма

Доктор, доцент, Факультет менеджмента, Университет Пенджаба, г. Патиала, Индия,

[dhiraj.pbiuniv@gmail.com](mailto:dhiraj.pbiuniv@gmail.com); [ORCID](#)

## Аннотация

Целью настоящего исследования является изучение влияния диверсификации на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков Эфиопии. Мы использовали данные из выборки, включающей 17 банков государственного и частного секторов, ведущих деятельность на территории Эфиопии более десяти лет. В сбалансированной панели представлены параметры операционной и финансовой устойчивости и эффективности за десять лет, начиная с 2013 г. Для оценки воздействия диверсификации на устойчивость и эффективность банков путем контроля эндогенности в диверсификации, устойчивости и эффективности применялась регрессия с использованием внешне не связанных уравнений. В ходе исследования выявлено, что диверсификация по географическому признаку, активам и отраслевая диверсификация кредитов наряду с эффективностью интеллектуального капитала существенно укрепляют устойчивость банков. При этом диверсификация инвестиций оказывает смешанное влияние, а диверсификация доходов и вкладов имеет незначительное положительное воздействие. Исследование также показало, что диверсификация по географическому признаку, активам и отраслевая диверсификация кредитов оказывают существенное отрицательное влияние на эффективность коммерческих банков. На основе результатов данной работы сделаны ценные выводы. Они могут помочь руководству банков лучше понять влияние диверсификации на финансовую устойчивость и эффективность банков. Для поддержания финансовой устойчивости и эффективности банков настоящее исследование рекомендует лицам, определяющим их политику, и высшему руководству осуществлять стратегическую диверсификацию портфелей по географическому признаку, активам и отраслевую диверсификацию кредитов. Насколько нам известно, это одно из немногочисленных исследований, изучающих влияние диверсификации на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков в Эфиопии.

**Ключевые слова:** диверсификация, финансовая устойчивость, эффективность, индекс Херфиндаля – Хиршмана, коммерческие банки, Эфиопия

**Для цитирования:** Filatie Y.S., Sharma D. (2025) Does Diversification Lead to the Financial Stability and Efficiency of Commercial Banks in Ethiopia? A Simultaneous Equation Approach. *Journal of Corporate Finance Research*. 19 (2): 82-95. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.2.2025.82-95>

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

Национальную экономику составляют организации и рынки, привлекающие капитал для инвестиционных и финансовых проектов, а финансовые учреждения выступают в роли посредников, которые управляют рисками [1]. Экономический рост страны невозможен без развития финансовой системы, для чего необходимо ее усовершенствование путем финансовых инноваций, регулирования, улучшения юридической системы, эффективной мобилизации финансовых средств и повышения качества оказываемых услуг [2; 3]. Банки – это основополагающие финансовые учреждения, которые предлагают займы, обеспечивающие безопасность, и выпускают облигации. Они осуществляют гарантированное размещение долговых ценных бумаг, эффективно используют балансовые отчеты и проводят сделки с производными финансовыми инструментами, что влияет на капитальные затраты посредством своп-операций и депозитных сертификатов [4]. Обычно банки обладают значительным контролем над финансовыми системами развивающихся стран. Банковские вклады – это основной вид осуществления сбережений населением, а банковские займы – основной способ получения внешнего финансирования компаниями [5]. Банковское дело, исключительно важное для обеспечения потока капитала, выступает посредником в финансовой системе и способствует экономической стабильности и развитию, перемещая финансовые средства между областями излишка и дефицита [6]. Банки получают вклады и займы с рынков денежных средств и используют излишки средств, чтобы формировать займы или приобретать акции. Процентная ставка служит показателем стоимости для физических лиц, организаций и государства [7]. Финансовые результаты деятельности банков имеют важнейшее значение для экономического роста поскольку вносят существенный вклад в ВВП и стимулируют экономическое развитие [8].

В XXI в. диверсификация стала предметом споров среди исследователей банковской отрасли. Имеются доводы как за, так и против ее влияния на финансовую устойчивость и эффективность банков. Ученые расходятся во мнении касательно воздействия диверсификации на финансовую устойчивость банков. Одни утверждают, что диверсификация оказывает отрицательное воздействие, другие – что положительное. Для улучшения финансовых результатов деятельности и сохранения устойчивости на конкурентном рынке банкам приходится диверсифицировать бизнес и заниматься инновационным созданием добавленной ценности, например, интеллектуальный капитал с добавленной ценностью. Интеллектуальный капитал является нематериальным активом первостепенного значения, который может содействовать организациям в достижении их целей, особенно в банковском секторе. Однако зачастую его упускают из виду. Кроме того, имеется лишь небольшое количество работ, изучающих взаимосвязь между диверсификацией, финансовой устойчивостью и эффективностью в банковской отрасли, особенно в развивающихся странах, где интеллектуальный капитал используется в качестве переменной. В немногочисленных научных трудах, которые рассматривают такие развивающиеся страны, как Малайзия, Индонезия, Кения, Гана, Бангладеш и Эфиопия [9–14], применяются другие переменные и методологии. При изучении влияния разнообразия на финансовую устойчивость в разных странах также получены противоречивые результаты. Например, в работе [11] выявлено, что ди-

версификация по географическому признаку и доходам оказывает существенное положительное воздействие на конкурентоспособность коммерческих банков в Кении, в то время как влияние диверсификации активов положительное, но несущественное. С другой стороны, авторы работы [12] исследовали диверсификацию банковских портфелей, существенно и положительно влияющую на финансовые результаты и конкурентоспособность, и выяснили, что размер банка оказывает существенное положительное смягчающее воздействие на взаимосвязь между диверсификацией и финансовыми результатами. В работе [10] также показано, что диверсификация активов и доходов оказывает отрицательное воздействие на эффективность затрат, финансовую устойчивость и прибыльность, в то время как эффективность человеческого капитала имеет существенное положительное влияние и в значительной мере сглаживает связь между диверсификацией и финансовыми результатами банка. Кроме того, в данных, далеко не подробных и всесторонних исследованиях в качестве объясняющих переменных рассматриваются весьма немногочисленные способы диверсификации. Немногие исследования, посвященные влиянию интеллектуального капитала на финансовую устойчивость и эффективность в банковской отрасли, особенно в контексте развивающихся стран, также показали противоречивые результаты для различных стран.

В связи с этим изучение воздействия диверсификации на финансовую устойчивость и эффективность банков исключительно важно для такой развивающейся экономики, как Эфиопия, в которой государство играет доминирующую роль в финансовом секторе. Несмотря на значительное давление США правительство Эфиопии продолжает принимать законы, не допускающие иностранные банки на рынок страны. Порог вхождения в банковскую отрасль обеспечивает защиту неэффективным государственным компаниям, давая им преимущество. Государство опасается, что, позволив иностранным банкам вести деятельность в Эфиопии, оно может утратить экономический контроль. Данная позиция основана на отношении к отрасли как к зарождающейся: запрет на вхождение иностранных банков на рынок, введенный в настоящее время, защищает отечественную банковскую отрасль от потенциального ослабления в результате недобросовестной конкуренции со стороны иностранных банков [13]. Правительство Эфиопии предприняло небольшие шаги в направлении либерализации финансового сектора, находящегося под жестким контролем, предоставив лицензии таким иностранным банкам, как Банк капитала (Equity Bank) Кении и Центральный банк Кении, позволив им открыть филиалы в стране с населением более 115 млн человек. Банковская отрасль Эфиопии представлена Национальным банком Эфиопии, государственным банком финансирования развития, государственным коммерческим банком и 29 частными коммерческими банками [14]. Поэтому целью настоящего исследования является изучение влияния диверсификации и интеллектуального капитала на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков Эфиопии. Данная работа в основном опирается на портфельную теорию, теорию заинтересованных лиц, ресурсную теорию и агентскую теорию, которые не рассматривались в предыдущих исследованиях. Поэтому результаты настоящего исследования будут полезны в банковской отрасли, поскольку они определяют роль диверсификации в укреплении финансовой устойчивости и эффективности, тем самым снижая

риски. Соответственно, государство и лица, определяющие политику, получают стимул вести такую политику и применять такие регулятивные меры, которые способствуют развитию финансовой системы для обеспечения плавного развития и устойчивости экономики страны. Авторы предыдущих исследований, посвященных Эфиопии, отдельно изучали влияние каждого способа диверсификации, например, диверсификация доходов, диверсификация инвестиций или диверсификация по кредитам, на финансовые результаты деятельности коммерческих банков [15]. Следовательно, крайне необходимы подробные всесторонние исследования, рассматривающие большее количество способов диверсификации (диверсификация доходов, активов, отраслей, инвестиций, вкладов и диверсификация по географическому признаку), в особенности по таким развивающимся странам, как Эфиопия. В настоящем исследовании также применяется усовершенствованная эконометрическая модель, использующая метод одновременных уравнений и, в частности, регрессию с применением внешне не связанных уравнений, чтобы решить проблему эндогенности переменных. Соответственно, данная работа изучает влияние диверсификации при помощи различных способов диверсификации на финансовую устойчивость и эффективность банков.

## Обзор литературы и выдвижение гипотез

Диверсификации очень трудно дать определение в практическом смысле. Неоднозначный характер индексов диверсификации или связанности влечет за собой противоречивые результаты, которые, как казалось ранее, подтверждали одну и ту же точку зрения. Часто применяемые метрики связанной диверсификации не отличаются надежностью в качестве средства измерения связанности в рамках корпоративных портфелей, что является серьезной проблемой для ученых. В результате трудности возникают и у руководства компаний. В силу своей сложности определение диверсификации носит весьма субъективный характер [16]. Диверсификация подразумевает перенос рисков с одной организации на другую, а недавние преобразования финансовой системы, такие как ослабление регулирования, позволили учреждениям расширять свою деятельность и осуществлять диверсификацию в нетрадиционных отраслях [17]. По-видимому, диверсификация в бизнесе распространена в больших масштабах, чем признают ее противники [16].

Ослабление регулирования способствовало расширению организаций, в результате которого образовались конгломераты, сочетающие в рамках одной организации деятельность в области банковского дела, ценных бумаг и страхования [17]. Диверсификация в финансовых институтах часто рассматривается как средство повышения устойчивости финансовой системы. Однако диверсификация не так безобидна, как может показаться. С одной стороны, она снижает вероятность краха каждой отдельной организации, а с другой – повышает возможность системных кризисов [18]. Устойчивость банков имеет положительную корреляцию с конкуренцией и диверсификацией доходов. Конкуренция усиливает устойчивость, когда банки расширяют спектр своей деятельности, приносящей как процентный, так и не связанный с процентами доход, внутри организации и вне ее [19]. Банки, диверсифицирующие свои доходы, вы-

деляются на фоне остальных банков, специализирующихся на узком спектре услуг. Это приводит к особому режиму, исходя из случайного распределения [20].

По мере усиления конкуренции и роста чистой процентной маржи (NIM), наряду с расширением банковской отрасли, также усиливаются стимулы к принятию рисков, например, создание фондов под проблемные кредиты. Кроме того, обострение конкуренции, финансовая прибыль, проблемные кредиты и масштабы банковской отрасли ослабляют потенциал получения доходов из многочисленных источников [21]. По сравнению с банками, предлагающими большее количество услуг, банки с узкой специализацией имеют более высокую прибыль, сниженные расходы, повышенную рентабельность и возросшую эффективность затрат. Агрессивные меры по диверсификации могут привести к повышению принятия на себя рисков [22]. В современной конкурентной среде диверсификация исключительно важна для роста прибыльности, рыночной стоимости и акционерной стоимости, однако нестабильность доходности инвестиций, собственного капитала или ликвидности может привести к снижению показателей результатов деятельности [23]. В условиях ограниченности ресурсов коммерческие банки могут улучшить свои финансовые результаты при помощи инноваций. Результатами финансовых инноваций стали создание возможностей для участников отрасли и появление новых рыночных игроков благодаря уникальным финансовым продуктам [24; 25]. Финансовые технологии позволили многим коммерческим банкам предлагать электронные банковские услуги, экономящие время и трудовые затраты, стимулирующие инновации и снижающие расходы. Данные услуги доступны круглосуточно, а это позволяет банкам расширить клиентскую базу [26]. Вопрос о том, обеспечивают ли технологии повышенные финансовые результаты и увеличивают ли продуктивность, является предметом непрекращающихся дискуссий. В последние годы финансовые технологии показали выдающийся прогресс. Новые требования бизнеса к информационным технологиям меняют банковскую сферу. Благодаря интернету, беспроводной связи и сквозной обработке информации по транзакциям по всему миру банковские услуги стали виртуальными [27; 28].

Работа [29] посвящена изучению структуры диверсификации. Она выявила, что в последние десятилетия масштабы банковской отрасли расширились по всему миру, в то время как нефинансовые компании сосредоточились на основных направлениях деятельности. Способы диверсификации и контрольные переменные оказывают влияние на результаты. У банков с более узкой специализацией прибыль выше благодаря сниженным расходам, повышенной рентабельности и возросшей эффективности затрат. У банков с большей долей иностранной собственности также могут наблюдаться пониженная «компенсация на диверсификацию», меньшее снижение прибыли или рост расходов [30]. Работа [12] исследует положительное влияние диверсификации банковского портфеля на результаты деятельности и конкурентоспособности. Основополагающий на знаниях капитал приобретает большее значение, особенно в странах с информационной экономикой. На креативное банковское дело серьезное воздействие оказывают нематериальные активы. Финансовая либерализация и ослабление регулирования изменили традиционное банковское дело, усилив конкуренцию и снизив процентные доходы. Поэтому банки вынуждены вести нетрадиционную дея-

тельность, чтобы компенсировать потерю доходов [12]. Проверяемые гипотезы настоящего исследования сформулированы ниже в виде альтернативных гипотез. Гипотезы не описаны как положительные или отрицательные, поскольку авторы предыдущих исследований получили неоднозначные результаты касательно влияния диверсификации на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков. Соответственно, проверяемые гипотезы подтверждены источниками литературы, приведенными в следующем разделе.

М. Гётс с соавт. (2012) [31] изучали воздействие расширения географического разнообразия активов банков США на их рыночную оценку. Они использовали уникальные изменяющиеся во времени тенденции ослабления регулирования банковской деятельности между штатами, чтобы отделить внешние факторы, влияющие на географическое разнообразие банковских активов. В работе [32] изучалось воздействие разнообразия на финансовые результаты коммерческих банков. Географическая диверсификация положительно коррелирует с рентабельностью активов и собственного капитала, подтверждая ресурсную теорию и теорию рыночной власти. Авторы статьи [33] провели эмпирическое исследование влияния диверсификации на финансовые результаты коммерческих банков, работающих в Кении. В работе [34] применена квантильная регрессия для изучения взаимосвязи между географической диверсификацией, размером компании и прибылью на примере Малайзии. Неоднозначные результаты получены по различным промышленно развитым странам при исследовании взаимосвязи между географической диверсификацией и прибылью. В работе [35] показано, что при банковских кризисах у банков, осуществляющих диверсификацию, наблюдается рост объемов выданных кредитов в странах-заемщиках. Повышенная доступность кредитов ведет к увеличению объемов инвестиций компаний и количества рабочих мест. Банки, осуществляющие диверсификацию, более устойчивы, поскольку могут обеспечить дополнительное финансирование в беспокойные времена. В статье [11] выявлено, что диверсификация по географическому признаку и диверсификация доходов оказывают положительное воздействие на конкурентоспособность коммерческих банков в Кении, в то время как диверсификация активов имеет несущественное отрицательное влияние.

*H1: Диверсификация по географическому признаку оказывает существенное влияние на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков.*

В работе [36] анализируется воздействие диверсификации доходов на результаты деятельности банка с учетом риска в банковской отрасли Турции при помощи оценок обобщенного метода моментов (ОММ). Полученные выводы свидетельствуют о том, что диверсификация доходов значительно улучшает скорректированные на риск финансовые результаты депозитных банков Турции. В работах [35; 37] обнаружена сильная и статистически значимая корреляция между конкуренцией и устойчивостью, особенно при использовании скорректированной на риск прибыли в качестве результативной переменной. Они также пришли к выводу, что диверсификация доходов способствует одновременно и росту скорректированной на риск прибыльности, и снижению вероятности наступления несостоятельности банков. Диверсификация доходов при помощи обеспечения различных источников доходов (кроме процентных доходов) оказывает существенное положительное

влияние на результаты деятельности банков, а коэффициент ликвидности наряду с финансовой устойчивостью упрощает взаимосвязь между этими двумя переменными [38]. Диверсификация доходов и активов существенно повышает прибыльность коммерческих банков в Бангладеш. Размер банка, кредитные риски, управление расходами и инфляция оказывают значительное отрицательное влияние на прибыльность банков [39].

*H2: Диверсификация доходов оказывает существенное влияние на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков.*

В работе [35] исследуется воздействие разнообразия портфелей займов и активов на результаты деятельности банков в условиях экономики переходного периода. Разнообразие активов имеет положительную связь с результатами деятельности банков, а диверсификация займов – отрицательную. В работе [40] проведен анализ влияния диверсификации активов на результаты деятельности банков в трех исламских странах Азии с двухуровневой банковской системой. Анализ банков в Индонезии, Малайзии и Пакистане за 2006–2012 гг. свидетельствует о том, что диверсификация активов оказывает влияние на результаты деятельности банков. Исследование полной выборки показывает, что диверсификация отрицательно влияет на прибыльность и качество активов обычных банков. Однако это не касается эффективности затрат. В статье [41] выявлено, что с точки зрения диверсификации активов государственные займы и не приносящие процентную прибыль активы существенно снижают риск банков, в то время как ипотечные и неклассифицированные кредиты имеют обратный эффект. Авторы работы [42] изучали воздействие диверсификации активов на кредитный и рыночный риски. В статье [43] отмечено, что влияние диверсификации активов статистически незначимо.

*H3: Диверсификация активов оказывает существенное влияние на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков.*

В работе [44] исследовалось влияние диверсификации портфеля на финансовые результаты по выборке из 40 корпоративных банков Кении. Согласно исследованию, несколько факторов, таких как инвестиции в страхование, недвижимость и государственные ценные бумаги оказывают влияние на финансовые результаты коммерческих банков Кении. В работе [15] изучалось влияние диверсификации инвестиций на финансовые результаты коммерческих банков Эфиопии. Выводы свидетельствуют о том, что инвестиции в финансовые активы, кредитный портфель, государственные ценные бумаги и страхование, а также масштабы инвестирования, оказывают статистически значимое и положительное воздействие на финансовые результаты коммерческих банков, оцениваемые посредством рентабельности активов.

*H4: Диверсификация инвестиций оказывает существенное влияние на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков.*

В статье [45] проведено эмпирическое исследование влияния специализации в сопоставлении с диверсификацией на доходность и риски банков. Основные выводы исследования указывают на то, что диверсификация промышленных кредитов приводит к снижению доходности банков и одновременно способствует формированию более рискованных кредитов у всех банков выборки. При этом самое сильное

воздействие испытывают банки с высоким уровнем риска. С другой стороны, отраслевая диверсификация кредитов лишь создает неэффективное соотношение между доходностью и уровнем риска у банков с высоким уровнем риска. В работе [37] исследуются связи между диверсификацией кредитов, результатами деятельности и устойчивостью. Выводы говорят о том, что диверсификация кредитных портфелей повышает устойчивость банков, измеряемую индексом Z-оценки, и способствует увеличению прибыльности. Авторы статьи [46] изучали влияние диверсификации банковского портфеля на финансовые показатели коммерческих банков Кении. Исследование выявило, что некредитные операции могут улучшать показатели результатов деятельности банков благодаря эффективности внутреннего рынка капитала, экономии за счет масштабов, одновременному предложению ряда разных услуг, перекрестному субсидированию.

*H5: Отраслевая диверсификация кредитов оказывает существенное влияние на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков.*

В работе [22] изучалось воздействие специализации в сопоставлении с диверсификацией на результаты деятельности китайских банков. Выявлено, что диверсификация вкладов влечет за собой снижение прибыли и повышение расходов. Данные результаты справедливы независимо от средств измерения диверсификации и результатов деятельности. Сделан также вывод, что у банков с иностранным участием и конгломератными связями отрицательные последствия диверсификации наблюдаются в меньшей степени, а это говорит о том, что они смягчают отрицательные последствия диверсификации. В статье [46] исследуется влияние диверсификации вкладов на рентабельность собственного капитала (ROE) и рентабельность активов (ROA) банков Кении. Исследование показало, что диверсификация вкладов существенно улучшила финансовые результаты банков. Оно выявило значительную положительную корреляцию между сберегательными, бессрочными вкладами, вкладами до востребования и вкладами с фиксированным сроком.

*H6: Диверсификация вкладов оказывает существенное влияние на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков.*

Авторы работы [47] изучали влияние интеллектуального капитала на финансовые результаты и устойчивость 32 банков Ганы. Исследование нашло подтверждение утверждению о том, что интеллектуальный коэффициент добавленной стоимости (VAIC) оказывает благоприятное и существенное влияние как на финансовые результаты, так и на финансовую устойчивость. В статье [47] проанализировано влияние интеллектуального капитала и его подкомпонентов на показатели эффективности 38 банков Индии, котирующихся на фондовой бирже. Результаты исследования подтверждают необходимость увеличения инвестиций в интеллектуальные активы для повышения эффективности и создания добавленной стоимости в банковской сфере Индии. Человеческий капитал оказывает существенное положительное влияние на результаты деятельности банков, подчеркивая важность активов, основанных на знаниях, для финансовых учреждений, ориентированных на оказание услуг [48]. Диверсификация негативно влияет на эффективность затрат, финансовую устойчивость и прибыльность. Однако рост эффективности человеческого капитала сглаживает отрицательное воздействие диверсификации [10].

*H7: Интеллектуальный капитал оказывает существенное влияние на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков.*

## Данные и методология

В настоящем исследовании применена описательная объяснительная схема с количественным подходом для анализа взаимосвязей между независимыми переменными диверсификации банков, которые влияют на финансовую устойчивость и эффективность банковской отрасли Эфиопии. На конец 2022 г. в Эфиопии всего насчитывалось 32 банка: один центральный банк, один банк финансирования развития, один государственный коммерческий банк и 29 частных коммерческих банков [49]. Несмотря на то что в Эфиопии в общей сложности 32 действующих банка, лишь 17 из них удовлетворяют критериям нашей выборки на протяжении периода исследования. Вторичные данные для данного исследования получены из аудированной финансовой отчетности 17 коммерческих банков Эфиопии. Один из этих 17 банков – государственный, а остальные 16 – частные коммерческие банки. В стране присутствует лишь один государственный коммерческий банк, в то время как остальные являются частными. Все остальные 12 банков вели свою деятельность менее 10 лет (большинство из них – с 2022 г.). Они исключены из выборки, поскольку их финансовые результаты могут повлечь за собой выбросы, вызывающие смещение результатов регрессии. Мы отобрали коммерческие банки с объемом доступных данных, достаточным для регрессионного анализа, и ведущие деятельность не менее десяти лет.

## Описание и измерение переменных

### Независимые переменные

В зависимости от ситуации и контекста диверсификации давали различные определения. В настоящем исследовании диверсификация – это стратегия распределения инвестиций по различным видам активов, географическим регионам источникам доходов, а также отраслевым направлениям и системам вкладов, ориентированная на снижение риска и повышение финансовой устойчивости и эффективности банков [10; 12; 50]. Диверсификация различных бизнес-схем в банковской отрасли измеряется при помощи индекса Херфиндала – Хиршмана (HHI). Индекс рассчитывают как сумму квадратов отдельных рисков, разделенную на показатель общего риска в рамках специальной классификации [9].

### Зависимые переменные

В настоящем исследовании в роли зависимых переменных выступают финансовая устойчивость и эффективность банков. Эффективность – это способность банков максимально увеличить доходность при минимальных операционных затратах. Под устойчивостью банков понимается скорректированный на риск доход после вычета налогов на конец каждого финансового года [10; 51].

## Спецификация модели

С целью изучения влияния диверсификации банков на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков Эфиопии с учетом эффективности интеллектуального капитала и других контрольных переменных для ре-

Таблица 1. Описание переменных и средств измерения

Классификация	Обозначение	Средство измерения
Устойчивость банка	RAROA	$\frac{ROA}{Standard\ Deviation\ of\ ROA}$
	RAROE	$\frac{ROE}{Standard\ Deviation\ of\ ROE}$
	Z-оценка	$\frac{EQTA + ROA}{Standard\ deviation\ of\ ROA}$
Эффективность затрат	CTIR	$\frac{Operating\ Expense}{Operating\ Income}$
Диверсификация по географическому признаку	GD	Logarithm of the number of branch networks
Диверсификация доходов	ID	$1 - \left( \frac{Interest\ income}{Total\ Income} + \left( \frac{Non - Interest\ Income}{Total\ income} \right)^2 \right)$
Диверсификация активов	AD	$1 - \left( \frac{Loans}{Total\ Assets} \right)^2 + \left( \frac{Non - Loan\ assets}{Total\ Assets} \right)^2$
Диверсификация инвестиций	INVD	$1 - \left( \frac{Financial\ assets}{Total\ Investments} \right)^2 + \left( \frac{Other\ investments}{Total\ investments} \right)^2$
Отраслевая диверсификация кредитов	SD	$1 - \left( \frac{Mfg.}{Total\ Credit} \right) + \left( \frac{Export}{Total\ Credit} \right)^2 + \left( \frac{Dom. Trade}{Total\ Credit} \right)^2 + \left( \frac{Build\ \&\ const.}{Total\ Credit} \right)^2 + \left( \frac{Others}{Total\ Credit} \right)^2$
Диверсификация вкладов	DD	$1 - \left( \frac{Saving\ deposit}{Total\ Deposit} \right)^2 + \left( \frac{Demand\ Deposit}{Total\ Deposit} \right)^2 + \left( \frac{Fixed\ Deposit}{Total\ Deposit} \right)^2$
Эффективность интеллектуального капитала	VAIC	HCE + SCE + CEE
Коэффициент достаточности капитала	CAR	Отношение собственного капитала к общим активам
Отношение суммы ссуд к вкладам	LDR	Отношение общих ссуд к общим вкладам
Проблемный кредит	NPL	Отношение проблемных кредитов к общим непогашенным кредитам
Размер банка	BS	Логарифм общих активов
Вид собственности	OW	Дамми: 1 = государственная, 0 = частная

Источник: расчеты авторов, 2024.

шения проблемы эндогенности в настоящем исследовании применялся метод оценки, который называется регрессия с использованием внешне не связанных уравнений (SURE). Для анализа данных применяли STATA Version 15. Трехшаговый метод наименьших квадратов позволяет эффективно оценить и решить проблемы эндогенности, гетероскедастичности и автокорреляции переменных. Кроме того, в случае смещения при эндогенности и корректной спецификации модели структурных уравнений трехшаговый метод наименьших квадратов обеспечивает более надежную

и точную оценку коэффициентов, чем двухшаговый метод наименьших квадратов [52]. Применение данного метода оценки обосновано тем, что необходимо принять во внимание эндогенность между диверсификацией, финансовой устойчивостью и эффективностью банков. Согласно литературным источникам, в случае финансовой устойчивости, измеряемой при помощи скорректированной на риск рентабельности активов (RAROA), скорректированной на риск рентабельности собственного капитала (RAROE) и Z-оценки, проблема эндогенности возникает у показателя

эффективности [19]. Относящиеся к банку переменные также могут не быть полностью экзогенными по отношению к показателям финансовой устойчивости и эффективности банка [53]. Дамми-переменные года не вошли в эконометрическую модель, поскольку не наблюдалось существенных структурных изменений, в частности, в период пандемии COVID-19. Для повышения ликвидности банков и списания задолженности Национальный банк Эфиопии предоставил коммерческим банкам 15 млрд эфиопских быров. Данное вливание обеспечило достаточную ликвидность, позволившую списать задолженность и предоставить оборотный капитал предприятиям и домашним хозяйствам. На этом основании для зависимых и независимых переменных составлено следующее одновременное уравнение:

$$RAROA = \alpha_0 + \alpha_1 CTIR_{it} + \alpha_2 RAROA_{it-1} + \alpha_3 ID_{it} + \alpha_4 GD_{it} + \alpha_5 AD_{it} + \alpha_6 INVD_{it} + \alpha_7 SD_{it} + \alpha_8 DD_{it} + \alpha_9 VAIC_{it} + \alpha_{10} CAR_{it} + \alpha_{11} LDR_{it} + \alpha_{12} NPL_{it} + \alpha_{13} BS_{it} + \alpha_{14} OW_{it} + \mu_i; (1)$$

$$CTIR = \beta_0 + \beta_1 RAROE_{it} + \beta_2 ID_{it} + \beta_3 GD_{it} + \beta_4 AD_{it} + \beta_5 INVD_{it} + \beta_6 SD_{it} + \beta_7 DD_{it} + \beta_8 VAIC_{it} + \beta_9 CAR_{it} + \beta_{10} LDR_{it} + \beta_{11} NPL_{it} + \beta_{12} BS_{it} + \beta_{13} OW_{it} + \varepsilon_i; (2)$$

$$RAROE = \lambda_0 + \lambda_1 RAROE_{it-1} + \lambda_2 ID_{it} + \lambda_3 GD_{it} + \lambda_4 AD_{it} + \lambda_5 INVD_{it} + \lambda_6 SD_{it} + \lambda_7 DD_{it} + \lambda_8 VAIC_{it} + \lambda_9 CAR_{it} + \lambda_{10} LDR_{it} + \lambda_{11} NPL_{it} + \lambda_{12} BS_{it} + \lambda_{13} OW_{it} + \acute{\varepsilon}_i; (3)$$

$$Z\text{-score} = \delta_0 + \delta_1 Z\text{Score}_{it-1} + \delta_2 CTIR_{it} + \delta_3 ID_{it} + \delta_4 GD_{it} + \delta_5 AD_{it} + \delta_6 INVD_{it} + \delta_7 SD_{it} + \delta_8 DD_{it} + \delta_9 VAIC_{it} + \delta_{10} CAR_{it} + \delta_{11} LDR_{it} + \delta_{12} NPL_{it} + \delta_{13} BS_{it} + \delta_{14} OW_{it} + \grave{\varepsilon}_i; (4)$$

где скорректированная на риск рентабельность активов (*RAROA*), скорректированная на риск рентабельность собственного капитала (*RAROE*) и Z-оценка являются альтернативным показателем финансовой устойчивости. Коэффициент эффективности затрат (*CTIR*) – показатель эффективности банка;  $\alpha_0, \beta_0, \lambda_0$  и  $\delta_0$  – свободные члены, а  $\alpha_1, \beta_1, \lambda_1, \delta_1, \alpha_2, \beta_2, \lambda_2, \delta_2, \alpha_3, \beta_3, \lambda_3, \delta_3, \alpha_4, \beta_4, \lambda_4, \delta_4, \alpha_5, \beta_5, \lambda_5, \delta_5, \alpha_6, \beta_6, \lambda_6, \delta_6, \alpha_7, \beta_7, \lambda_7, \delta_7, \alpha_8, \beta_8, \lambda_8, \delta_8, \alpha_9, \beta_9, \lambda_9, \delta_9, \alpha_{10}, \beta_{10}, \lambda_{10}, \delta_{10}, \alpha_{11}, \beta_{11}, \lambda_{11}, \delta_{11}, \alpha_{12}, \beta_{12}, \lambda_{12}, \delta_{12}, \alpha_{13}, \beta_{13}, \lambda_{13}, \delta_{13}, \alpha_{14}, \beta_{14}, \lambda_{14}, \delta_{14}$  – коэффициенты независимых и контрольных переменных. Диверсификация доходов (*ID*), диверсификация по географическому признаку (*GD*), диверсификация активов (*AD*), диверсификация инвестиций (*INVD*), отраслевая диверсификация кредитов (*SD*), диверсификация вкладов (*DD*) и интеллектуальный капитал с добавленной ценностью (*VAIC*) являются регрессорами финансовой устойчивости и эффективности. *CAR, LDR, NPL, BS* и *OW* – характеризующие банк контрольные переменные, а именно: коэффициент достаточности капитала, отношение суммы ссуд к вкладам, проблемные кредиты, размер банка и структура собственности. *RAROA<sub>it-1</sub>, RAROE<sub>it-1</sub>* и *ZScore<sub>it-1</sub>* – это лаг альтернативных прокси-переменных финансовой устойчивости. *i* означает конкретный банк, *t* – время.  $\mu_i, \varepsilon_i, \acute{\varepsilon}_i, \grave{\varepsilon}_i$  – остаточные члены.

Таблица 2. Описательная статистика переменных

Переменная	Набл.	Среднее значение	Ст. отклонен.	Мин.	Макс.
RAROA	170	5.046	1.895	2.125	9.759
RAROE	170	4.77	1.754	.821	10.393
CTIR	170	.541	.094	.282	.861
Z-оценка	170	5.059	2.776	-1.851	12.834
GD	170	4.986	1.095	2.061	7.539
ID	170	.439	.065	.141	.5
AD	170	.472	.032	.365	.5
INVD	170	.322	.093	.056	.479
SD	170	.684	.142	.239	.795
DD	170	.544	.057	.399	.665
VAIC	170	4.14	.68	3.224	6.434
BS	170	7.24	.612	5.58	9.079
CAR	170	.137	.047	.037	.297
LDR	170	.672	.127	.319	1.045
NPL	170	.022	.015	0	.088
OW	170	.059	.236	0	1
RAROA <sub>it1</sub>	170	5.953	3.471	.271	17.23
RAROE <sub>it1</sub>	170	4.837	2.773	-1.73	13.377
Zscore <sub>it1</sub>	170	5.121	2.752	-1.851	12.834

Источник: расчеты авторов, 2024.

## Результаты и обсуждение

### Описательная статистика

В Таблице 2 представлена сводная статистика по основным переменным, включая прокси финансовой устойчивости RAROA, RAROE и Z-оценку банков Эфиопии, среднее значение которых в период исследования составляет 5.046, 4.770 и 5.059, а стандартное отклонение – 1.895, 1.754 и 2.776 соответственно. Данный результат указывает на различия в прокси-переменных финансовой устойчивости коммерческих банков. Коэффициент эффективности затрат (CTIR), который является прокси-переменной эффективности банка, показал среднее значение 0.541 и стандартное отклонение 0.094. Диверсификация по географическому признаку, диверсификация доходов, диверсификация активов, диверсификация инвестиций, отраслевая диверсификация кредитов и диверсификация вкладов имеют средние значения 4.986, 0.439, 0.472, 0.322, 0.684 и 0.544 соответственно, стандартное отклонение – 1.095, 0.065, 0.032, 0.093, 0.142 и 0.057 соответственно.

Данные прокси-переменные диверсификации измеряются при помощи индекса Херфиндала – Хиршмана (HHI), за исключением диверсификации по географическому признаку, которая определяется логарифмом количества филиалов. Показатель индекса HHI находится в диапазоне от 0.00 (полная концентрация), до 0.38 (низкая диверсификация) и 0.75 (полная диверсификация или соразмерное распределение по категориям портфеля). Более низкий показатель HHI говорит о меньшей концентрации и наоборот [10].

Следовательно, согласно индексу HH, уровень диверсификации банков по доходам, активам, отраслевым кредитам и системам вкладов низкий. Диверсификация их инвестиционных портфелей не наблюдается. Из данных переменных самое высокое значение показала отраслевая диверсификация кредитов, на втором месте диверсификация вкладов. Это означает, что банки диверсифицируют свои кредитные средства по разным отраслям и предоставляют различные услуги по размещению депозитных вкладов. Кроме того, эффективность интеллектуального капитала показала среднее значение 4.152 и стандартное отклонение 0.759, что свидетельствует о различии между банками. Что касается характеризующих банки контрольных переменных, среднее значение размера банка – 7.234, а стандартное отклонение – 0.62. Это говорит о различиях банков по размеру.

### Тестирование на мультиколлинеарность

Согласно работе [54], коэффициент корреляции между двумя регрессорами, превышающий 0.8, свидетельствует о серьезной проблеме мультиколлинеарности. И напротив, если коэффициент инфляции дисперсии (VIF) переменной выше 10, коэффициент детерминации (R<sup>2</sup>) – более 0.90, это говорит о высоком уровне коллинеарности данной переменной. Тем не менее самая высокая корреляция между объясняющими факторами ниже общепринятой нормы. Кроме того, тест на коэффициент инфляции дисперсии (VIF) подтверждает данный результат. Поэтому мультиколлинеарность не представляет серьезной проблемы для настоящего исследования.

В настоящем исследовании применяется метод оценки, который называется регрессия с использованием внешне не связанных уравнений (SURE), для изучения влияния диверсификации банков на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков Эфиопии. Зависимыми

переменными модели являются RAROA, RAROE и Z-оценка, а также коэффициент эффективности затрат (CTIR) – показатель эффективности банка. В модель также входят объясняющие переменные для измерения переменных диверсификации: диверсификация по географическому признаку (GD), диверсификация доходов (ID), диверсификация активов (AD), диверсификация инвестиций (INVD), отраслевая диверсификация кредитов (SD), диверсификация вкладов (DD) и эффективность интеллектуального капитала. Также приняты во внимание характеризующие банк контрольные переменные, такие как размер банка, общие активы, коэффициент достаточности капитала и отношение ссуды к вкладу. Переменные финансовой устойчивости и эффективности признаны эндогенными. Параметры оцениваются при помощи коэффициентов, указанных в скобках.

### Связь между диверсификацией и финансовой устойчивостью

Согласно Таблице 2, результаты регрессии показали, что диверсификация по географическому признаку (GD), диверсификация активов (AD), отраслевая диверсификация кредитов (SD) и эффективность интеллектуального капитала (VAIC) оказывают существенное положительное влияние на финансовую устойчивость банков при измерении посредством скорректированной на риск рентабельности активов (RAROA). Это свидетельствует о том, что по мере роста диверсификации банков по вышеупомянутым видам и эффективности интеллектуального капитала укрепляется финансовая устойчивость банков, согласно оценке посредством взвешенной по риску рентабельности активов. Результаты настоящего исследования совпадают с выводами работ [19; 39; 55]. При этом они противоречат данным статьи [10], авторы которой пришли к выводу, что диверсификация оказывает отрицательное воздействие на финансовую устойчивость и эффективность банков. В то же время диверсификация инвестиций (INVD) в финансовые активы и другие виды инвестиций оказывает статистически существенное отрицательное влияние на данную переменную. Диверсификация доходов и вкладов положительно влияет на данный показатель финансовой устойчивости, однако оно статистически незначительно. Эндогенная переменная эффективности затрат оказывает значительное отрицательное влияние на финансовую устойчивость. Данные результаты указывают на то, что у банков с высокой эффективностью затрат наблюдается более высокая финансовая устойчивость, согласно оценке посредством взвешенной на риск рентабельности активов.

Согласно оценке посредством скорректированной на риск рентабельности активов, несмотря на свою разнородность все характеризующие банк контрольные факторы оказывают существенное влияние на финансовую устойчивость. Коэффициент достаточности капитала оказывает значительное отрицательное влияние, в то время как размер банка, отношение суммы ссуд к вкладам и структура собственности демонстрируют статистически значимое отрицательное влияние. Данное исследование приводит к неожиданному выводу, что проблемные кредиты оказывают благоприятное воздействие на финансовую устойчивость, тем не менее данное влияние статистически незначимо.

Однако большинство объясняющих и контрольных факторов признаны статистически незначимыми при рассмотрении других показателей финансовой устойчивости,

Таблица 3. Результаты регрессии с использованием внешне не связанных уравнений (SURE) для полной выборки

	(1)	(2)	(3)	(4)
Переменные	RAROA	CTIR	RAROE	Z-оценка
CTIR	-7.922*** (0)			-5.428*** (1.14e-06)
RAROA <sub>it-1</sub>	0.308*** (0)			
GD	1.305*** (4.58e-07)	0.0242* (0.0864)	0.508* (0.0563)	0.491** (0.0367)
ID	1.544 (0.306)	-0.105 (0.206)	-0.976 (0.538)	0.825 (0.546)
AD	13.24*** (2.31e-05)	0.478*** (0.00403)	-5.337* (0.0931)	-1.266 (0.655)
INVD	-2.774* (0.0974)	-0.0354 (0.687)	1.789 (0.283)	3.646** (0.0138)
SD	3.127*** (0.000170)	0.276*** (8.21e-11)	0.810 (0.315)	0.989 (0.188)
DD	2.219 (0.241)	0.179* (0.0870)	2.548 (0.198)	-0.559 (0.744)
VAIC	0.529** (0.0167)	-0.0363*** (0.00195)	0.636*** (0.00361)	0.338* (0.0884)
BS	-1.379*** (0.00213)	-0.0494** (0.0352)	-0.911** (0.0449)	-0.249 (0.523)
CAR	9.414*** (0.00118)	0.289* (0.0742)	4.500 (0.147)	1.547 (0.566)
LDR	-2.021** (0.0335)	0.0359 (0.489)	1.091 (0.268)	-0.367 (0.666)
NPL	8.030 (0.226)	1.532*** (1.01e-05)	3.983 (0.546)	-4.130 (0.485)
OW	-3.028*** (0.000178)	-0.00936 (0.832)	-0.514 (0.543)	-0.703 (0.333)
RAROE		-0.0272*** (0)		
RAROE <sub>it-1</sub>			0.328*** (0)	
Zscore <sub>it-1</sub>				0.747*** (0)
Константа	-0.524 (0.884)	0.507*** (0.00660)	3.644 (0.322)	0.984 (0.754)
Наблюдения	170	170	170	170
R-квадрат				
Chi-квадрат	0.647			
347.40***	0.559			
266.83***	0.547			
196.15***	0.861			
1111.23***				

p-значение в скобках: \*\*\* p < 0.01. \*\* p < 0.05. \* p < 0.1.

Источник: расчеты авторов. 2024.

скорректированной на риск рентабельности собственного капитала (RAROE) и Z-оценки банков, несмотря на выявленные положительные и отрицательные тенденции. Точнее говоря, диверсификация по географическому признаку, диверсификация инвестиций, отраслевая диверсификация кредитов и эффективность интеллектуального капитала оказывают положительное влияние на показатели финансовой устойчивости. Тем не менее влияние диверсификации активов на оба показателя финансовой устойчивости отрицательно. Диверсификация доходов оказывает отрицательное воздействие на скорректированную на риск рентабельность собственного капитала, при этом ее влияние на Z-оценку банков положительно. Диверсификация по географическому признаку имеет существенное влияние на скорректированную на риск рентабельность собственного капитала (RAROE) и Z-оценку банков. С другой стороны, влияние диверсификации активов на рентабельность собственного капитала существенно и отрицательно, в то время как воздействие диверсификации инвестиций на Z-оценку существенно и положительно.

Кроме того, эффективность интеллектуального капитала оказывает значительное положительное влияние на Z-оценку и скорректированную на риск рентабельность собственного капитала. Подобным образом, несмотря на противоречивые результаты по характеризующим банк контрольным переменным они не оказывают статистически значимого влияния. Исключение составляет размер банка, который оказывает существенное и отрицательное влияние на скорректированную на риск рентабельность собственного капитала. Наконец, значения показателей финансовой устойчивости с лагом, включая скорректированную на риск рентабельность активов (RAROA), скорректированную на риск рентабельность собственного капитала (RAROE) и Z-оценку, свидетельствуют о существенном положительном влиянии.

### Диверсификация и эффективность банков

В качестве показателя эффективности в данном исследовании применен коэффициент эффективности затрат, отражающий взаимосвязь между операционными расходами и операционными доходами. По мере роста данного коэффициента эффективность затрат банков снижается. Регрессионный анализ, приведенный в Таблице 4, изучает взаимосвязь между зависимой переменной – эффективностью банка – и независимыми переменными, в число которых входят прокси-показатели диверсификации, эффективность интеллектуального капитала и характеризующие банк контрольные переменные.

В ходе нашего исследования выявлено, что диверсификация по географическому признаку, активам и отраслевая диверсификация кредитов оказывают положительное и существенное влияние на зависимую переменную – коэффициент эффективности затрат. Усиление данных стратегий диверсификации ведет к повышению коэффициента эффективности затрат. Это означает, что эффективность затрат банков снижается при росте их диверсификации при использовании этих видов диверсификации. Данные выводы согласуются с результатами исследований [10] и [56], которые установили, что диверсификация снижает эффективность банков. При этом авторы работы [20] утверждают, что диверсификация активов и дохода оказывает смешанное воздействие на эффективность банков США.

Диверсификация вкладов влечет за собой рост коэффи-

циента эффективности затрат, при этом ее влияние положительно и незначительно. Напротив, диверсификация доходов и диверсификация инвестиций оказывают отрицательное воздействие на зависимую переменную. Это означает, что несмотря на потенциальную возможность данных переменных повысить эффективность затрат их влияние статистически несущественно. Данный результат противоречит выводам работы [57] о том, что диверсификация доходов и источников финансирования имеет отрицательную связь с эффективностью банков.

С другой стороны, эффективность интеллектуального капитала оказывает существенное положительное влияние на зависимую переменную. Увеличение эффективности интеллектуального капитала повышает эффективность затрат коммерческих банков. В данной модели эндогенная переменная – скорректированная на риск рентабельность собственного капитала (RAROE) – оказывает существенное и положительное влияние на коэффициент эффективности затрат. Эффективность затрат банка повышается при росте их прибыльности, оцениваемой на основании взвешенной по риску рентабельности собственного капитала. Характеризующая банк контрольная переменная – размер банка – оказывает значительное положительное влияние на эффективность банков. Обратный коэффициент достаточности капитала и проблемные кредиты значительно снижают эффективность. Однако отношение ссуды к вкладу и структура собственности не имеют существенного воздействия на эффективность коммерческих банков Эфиопии. В результате принимаются гипотезы H1, H3, H4, H5 и H7 о том, что диверсификация по географическому признаку, диверсификация активов, отраслевая диверсификация и интеллектуальный капитал существенно повышают финансовую устойчивость, оцениваемую по скорректированной на риск рентабельности активов, а гипотезы H2 и H6 отвергаются. Диверсификация инвестиций оказывает существенное отрицательное влияние на скорректированную на риск рентабельность активов и при этом значительно и положительно влияет на Z-оценку. Однако диверсификация по географическому признаку, диверсификация активов, вкладов и отраслевая диверсификация имеют отрицательное воздействие на эффективность. Следовательно, гипотезы H1, H3, H5 и H6 принимаются, а гипотезы H2 и H4 отвергаются. Напротив, интеллектуальный капитал оказывает существенное положительное влияние на эффективность банков, соответственно гипотеза H7 принимается.

### Проверка устойчивости результатов

В данном разделе проведен анализ чувствительности для оценки устойчивости результатов базовой выборки.

Сначала мы распределили данные по двум основным категориям на основании формы собственности. Банки разделены на частные и государственные. Как указано в Таблице 4, для частных банков регрессионный анализ проводится отдельно при помощи трехшагового метода регрессии с использованием внешне не связанных уравнений, который также применяли для базовой выборки. Небольшое количество наблюдений не позволяет нам провести регрессионный анализ для банка из государственного сектора. В нашу выборку входит лишь один государственный банк с единственным наблюдением за десятилетний период. Поэтому, как показано в Таблице 3, непротиворечивого результата можно достичь при включении частных банков в подвыборку.

**Таблица 4.** Результаты регрессии с использованием внешне не связанных уравнений (SURE) для выборки в разбивке по форме собственности

Переменные	(1) RAROA	(2) CTIR	(3) RAROE	(4) Z-оценка
CTIR	-8.767*** (0)			-5.627*** (8.62e-07)
RAROA <sub>ит1</sub>	0.316*** (0)			
GD	1.470*** (1.55e-08)	0.0296** (0.0395)	0.495* (0.0723)	0.562** (0.0207)
ID	1.576 (0.295)	-0.0708 (0.404)	-0.882 (0.590)	0.731 (0.604)
AD	11.80*** (0.000343)	0.574*** (0.00131)	-2.597 (0.454)	-3.194 (0.303)
INVD	-2.766* (0.0985)	-0.00773 (0.931)	1.885 (0.271)	3.568** (0.0190)
SD	2.975*** (0.000399)	0.250*** (2.01e-08)	0.839 (0.327)	1.023 (0.192)
DD	2.041 (0.277)	0.142 (0.181)	2.675 (0.189)	-0.299 (0.865)
VAIC	0.567*** (0.00996)	-0.0311*** (0.00959)	0.665*** (0.00333)	0.372* (0.0685)
BS	-1.820*** (0.000136)	-0.0715*** (0.00458)	-0.797 (0.111)	-0.328 (0.445)
CAR	8.100*** (0.00908)	0.112 (0.523)	4.456 (0.197)	1.973 (0.509)
LDR	-1.822 (0.101)	0.100 (0.101)	1.203 (0.310)	-0.769 (0.454)
NPL	5.576 (0.402)	1.308*** (0.000290)	4.867 (0.484)	-4.950 (0.420)
RAROE		-0.0266*** (0)		
RAROE <sub>ит1</sub>			0.305*** (0)	
Z-оценка				
Zscore <sub>ит1</sub>				0.742*** (0)
Константа	3.050 (0.405)	0.569*** (0.00324)	1.337 (0.730)	2.251 (0.496)
Наблюдения	160	160	160	160
R-квадрат	0.661	0.529	0.497	0.858

p-значение в скобках: \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0,1.

Источник: расчеты авторов, 2024.

## Заключение

В литературе рассматривается противоречивое воздействие диверсификации на финансовую устойчивость и эффективность банков. Наше исследование изучает влияние диверсификации банков на финансовую устойчивость, эффективность и эффективность интеллектуального капитала, рассматривая другие факторы контроля, характеризующие банки. Для решения проблемы смещения, вызванной эндогенностью, в модели, где переменные финансовой устойчивости и эффективности рассматриваются как эндогенные, применяется регрессия с использованием внешне не связанных уравнений. В ходе исследования выявлено, что диверсификация по географическому признаку, диверсификация активов, отраслевая диверсификация кредитов и эффективность интеллектуального капитала оказывают значимое влияние на финансовую устойчивость банков, оцениваемую по скорректированной на риск рентабельности активов (RAROA). Диверсификация доходов и вкладов оказывают незначительное положительное воздействие. Напротив, диверсификация инвестиций имеет существенное отрицательное влияние на скорректированную на риск рентабельность активов и при этом значимое положительное влияние на Z-оценку банков. У банков с более высокой эффективностью затрат наблюдается большая финансовая устойчивость. Такие контрольные переменные, как размер банка, отношение ссуды к вкладу и структура собственности существенно усиливают финансовую устойчивость.

Диверсификация по географическим признакам, диверсификация активов, отраслевая диверсификация кредитов и диверсификация вкладов оказывают отрицательное влияние на эффективность банков. Напротив, эффективность интеллектуального капитала имеет существенное положительное воздействие на зависимую переменную. В то время как диверсификация доходов и инвестиций оказывает небольшое положительное влияние, размер банка оказывает существенное положительное влияние на его эффективность. Однако коэффициент достаточности капитала и проблемные кредиты имеют значимое воздействие, снижая эффективность. По результатам данного исследования получены ценные аналитические выводы. Руководство банков может получить более глубокое представление о влиянии диверсификации на финансовую устойчивость и эффективность банков. Таким образом, для сохранения финансовой устойчивости и эффективности лица, определяющие политику, и топ-менеджеры соответствующих банков получают стимулы проводить стратегическую диверсификацию портфеля по географическому признаку, диверсификацию активов и отраслевую диверсификацию кредитов. Насколько нам известно, данное исследование – одно из немногих, изучающих влияние диверсификации на финансовую устойчивость и эффективность коммерческих банков Эфиопии. В нем используются короткий временной период в 10 лет и контрольные факторы, характерные для банков. Это можно рассматривать как существенное ограничение исследования. В будущих работах можно использовать наблюдения за год на более длительном отрезке времени и контрольные факторы, связанные с макроэкономическими условиями и структурой рынка.

## Список литературы

1. Cole H.L. Overview of the Financial System. *Finance and Financial Intermediation: A Modern Treatment of Money, Credit, and Banking*. New York; 2019:3-13. <https://doi.org/10.1093/oso/9780190941697.003.0001>
2. Ndako U.B. Financial Development and Economic Growth: Evidence from Nigeria. *The IUP Journal of Financial Economics*. 2010;8(4):37–58.
3. A. Song, C. Basu, and D. Hale, “The Evolution of the COSO Internal Control – Integrated Framework”.
4. OECD. *The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development. Report for G20 Leaders*. 2013. 44 p. (accessed on 13.04.2025) URL: <https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/global/en/files/archive/2013/The-Role-of-Banks-Equity-Markets-and-Institutional-Investors-in-Long-Term-Financing-for-Growth-and-Development.pdf>
5. Weisbrod S.R., Rojas-Suárez L. Role of Banks in Developing Countries. In: Weisbrod S.R., Rojas-Suárez L. *Financial Fragilities in Latin America*. International Monetary Fund; 1995. 78 p. <https://doi.org/10.5089/9781557755025.084>
6. Eken M.H., Selimler H., Kale S. et al. The effects of global financial crisis on the behaviour of European banks: A risk and profitability analysis approach. *ACRN Oxford Journal of Finance and Risk Perspectives*. 2018;7(1–2):48–73. (accessed on 13.04.2025) URL: <https://www.acrn-journals.eu/resources/jofrp0701d.pdf>
7. Wyss L. *Essays on bank income diversification. (Thesis)*. Bern: Universität Bern; 2018. (accessed on 13.04.2025) URL: <https://boristheses.unibe.ch/id/eprint/820>
8. Hazzi O.A., Al Kilani M.I. The Financial Performance Analysis of Islamic and Traditional Banks: Evidence from Malaysia. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 2013;(57):133–144.
9. Turkmen S.Y., Yigit I. Diversification in Banking and its Effect on Banks' Performance: Evidence from Turkey. *American International Journal of Contemporary Research*. 2012;2(12):111–119. (accessed on 13.04.2025) URL: <https://openaccess.marmara.edu.tr/server/api/core/bitstreams/000588e4-2577-4085-9f64-c9aa1a0962c0/content>
10. Adesina K.S. How diversification affects bank performance: The role of human capital. *Economic Modelling*. 2021;94:303–319. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.10.016>
11. Ndungu J., Muturi W. Effect of Diversification on Financial Performance of Commercial Banks in Kenya. *International Journal of Current Aspects*. 2019;3(V):267-285. <https://doi.org/10.35942/ijcab.v3i1V.67>
12. Ngware S.G., Olweny T., Muturi W. Do Bank Size Moderate Relationship between Banks' Portfolio Diversification and Financial Performance of Commercial Banks in Kenya? *SEISENSE Journal of Management*. 2020;3(2):14–30. <https://doi.org/10.33215/sjom.v3i2.261>

13. Bezabeh A., Desta A. Banking Sector Reform in Ethiopia. *International Journal of Business and Commerce*. 2014;3(8). (accessed on 13.04.2025) URL: <https://scholar.dominican.edu/all-faculty/96>
14. *History of Banking in Ethiopia*. (accessed on 13.04.2025) URL: <https://nbe.gov.et/about-us/our-history/>
15. Hailu A.A., Tassew A.W. The impact of investment diversification on financial performance of commercial banks in Ethiopia. *Studii Financiare (Financial Studies)*. 2018;22(3):41-55. (accessed on 13.04.2025) URL: <https://www.econstor.eu/handle/10419/231666>
16. Kenny G. *Diversification Strategy: How to Grow a Business by Diversifying Successfully*. Kogan Page; 2009. 224 p.
17. Wagner W. *Diversification at financial institutions and systemic crises*. 2006: 2006–71. (accessed on 13.04.2025) URL: <https://repository.tilburguniversity.edu/server/api/core/bitstreams/4f8268ef-eb22-4636-902c-764fd4a20749/content>
18. Wagner W. Diversification at financial institutions and systemic crises. *Journal of Financial Intermediation*. 2010;19(3):373-386. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2009.07.002>
19. Amidu M., Wolfe S. Does bank competition and diversification lead to greater stability? Evidence from emerging markets. *Review of Development Finance*. 2013;3(3):152–166. <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2013.08.002>
20. Khan A., Hassan M.K., Maroney N., et al. Efficiency, diversification, and performance of US banks. *International Review of Economics & Finance*. 2020;67:101–117. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.12.010>
21. Boamah N.A., Boakye-Dankwa A., Opoku E. Risk-taking behavior, competition, diversification and performance of frontier and emerging economy banks. *Asian Journal of Economics and Banking*. 2022;6(1):50–68. <https://doi.org/10.1108/ajeb-04-2021-0047>
22. Berger A.N., Hasan I., Zhou M. The effects of focus versus diversification on bank performance: Evidence from Chinese banks. *Journal of Banking & Finance*. 2010;34(7):1417–1435. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.01.010>
23. Oladimeji M.S., Udosen I. The Effect of Diversification Strategy on Organizational Performance. *Journal of Competitiveness*. 2019;11(4):120–131. <https://doi.org/10.7441/joc.2019.04.08>
24. Ooko J.O., Karugu W. Effect of Competitive Strategies on Financial Performance of Commercial Banks in Kenya. *Journal of International Business, Innovation and Strategic Management*. 2020;4(3):31-54. (accessed on 13.04.2025) URL: [https://www.jibism.org/core\\_files/index.php/JIBISM/article/view/136](https://www.jibism.org/core_files/index.php/JIBISM/article/view/136)
25. Ciocchetta F. Asset diversification and banks' market value. *Notes on Financial Stability and Supervision*. 2020;20:17p. (accessed on 13.04.2025) URL: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-stabilita/2020-0020/eng\\_Notes\\_on\\_Financial\\_Stability\\_and\\_Supervision\\_No\\_20.pdf?language\\_id=1](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-stabilita/2020-0020/eng_Notes_on_Financial_Stability_and_Supervision_No_20.pdf?language_id=1)
26. Mohsin H.J., Hani L.Y.B., Atta A.A.B., et al. The Impact of Digital Financial Technologies on the Development of Entrepreneurship: Evidence From Commercial Banks in the Emerging Markets. *Corporate & Business Strategy Review*. 2023;4(2):304–312. <https://doi.org/10.22495/cbsrv4i2siart10>
27. Sharma D. India's Leapfrogging Steps from Bricks-and-Mortar to Virtual Banking. Prospects and Perils. *The IUP Journal of Management Research*. 2009;8(3):45–61.
28. Sharma D. Does Technology Lead to Better Financial Performance? A Study of Indian Commercial Banks. *Managing Global Transitions*. 2012;10(1):3–28. (accessed on 13.04.2025) URL: [https://www.fm-kp.si/zalozba/ISSN/1581-6311/10\\_003-028.pdf](https://www.fm-kp.si/zalozba/ISSN/1581-6311/10_003-028.pdf)
29. Elsas R., Hackethal A., Holzhäuser M. The anatomy of bank diversification. *Journal of Banking & Finance*. 2010;34(6):1274–1287. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.11.024>
30. The same as 22
31. Goetz M.R., Laeven L., Levine R. Identifying the Valuation Effects and Agency Costs of Corporate Diversification: Evidence from the Geographic Diversification of U.S. Banks. *The Review of Financial Studies*. 2013;26(7):1787–1823. <https://doi.org/10.1093/rfs/hht021>
32. Mulwa J.M., Kosgei D. Commercial Bank Diversification and Financial Performance: The Moderating Role of Risk. *Journal of Finance and Investment Analysis*. 2016;5(2):31-52.
33. The same as 11
34. Subramaniam V., Wasiuzzaman S. Geographical diversification, firm size and profitability in Malaysia: A quantile regression approach. *Heliyon*. 2019;5(10):e02664. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2019.e02664>
35. Doerr P., Schaz S. Geographic diversification and bank lending during crises. *Journal of Financial Economics*. 2021;140(3):768-788. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.02.004>
36. Gurbuz A.O., Yanik S., Ayturk Y. Income Diversification and Bank Performance: Evidence From Turkish Banking Sector. *Journal of BRSA Banking and Financial Markets*. 2013;7(1):9–29. (accessed on 13.04.2025) URL: [http://www.bddk.org.tr/Content/docs/bddkDergiTr/dergi\\_0013\\_03.pdf](http://www.bddk.org.tr/Content/docs/bddkDergiTr/dergi_0013_03.pdf)
37. Foster S., Bailey S. *Does Revenue and Loan Portfolio Diversification Improve Bank Performance & Stability? Evidence from Jamaican Commercial Banks*. 2015. 37 p. (accessed on 13.04.2025) URL: [https://e2gobqetsqs.exactdn.com/wp-content/uploads/2019/10/Does\\_Revenue\\_and\\_Loan\\_Portfolio\\_Diversification\\_Improve\\_2015.pdf](https://e2gobqetsqs.exactdn.com/wp-content/uploads/2019/10/Does_Revenue_and_Loan_Portfolio_Diversification_Improve_2015.pdf)
38. Chu S.-H., Li S., Xia X., et al. Bank Diversification and Performance. The Role of Financial Stability. *Advances in Economics, Business and Management Research*. 2021;178:38–43. <https://doi.org/10.2991/aebmr.k.210601.007>
39. Uddin M.J., Majumder M.T.H., Akter A., et al. Do the diversification of income and assets spur bank profitability in Bangladesh? A dynamic panel data analysis. *Vilakshan - XIMB Journal of Management*. 2022;19(2):177–194. <https://doi.org/10.1108/xjm-01-2021-0023>

40. Chen N., Liang H.Y., Yu M.T. Asset diversification and bank performance: Evidence from three Asian countries with a dual banking system. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2018;52:40–53. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.02.007>
41. Edirisuriya P., Gunasekarage A., Perera S. Product diversification and bank risk: evidence from South Asian banking institutions. *Applied Economics*. 2019;51(5):444–464. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1489516>
42. *The Impact of Natural Hazards and Disasters on Agriculture and Food and Nutritional Security: A Call for Action to Build Resilience*. 2015. (accessed on 13.04.2025) URL: <https://openknowledge.fao.org/server/api/core/bitstreams/a9b93dc0-9b13-4644-96d0-fd8879e66007/content>
43. Duho K.C.T., Onumah J.M., Owodo R.A. Bank diversification and performance in an emerging market. *International Journal of Managerial Finance*. 2020;16(1):120–138. <https://doi.org/10.1108/IJMF-04-2019-0137>
44. Rop M.K., Bokongo J., Yusufkibe D. Effect of investment Diversification on the Financial Performance of Commercial Banks in Kenya. *IOSR Journal of Business and Management*. 2016;18(11):102–115. (accessed on 13.04.2025) URL: <https://www.iosrjournals.org/iosr-jbm/papers/Vol18-issue11/Version-1/O181101102115.pdf>
45. Acharya V.V., Hasan I., Saunders A. Should banks be diversified? Evidence from individual bank loan portfolios. *The Journal of Business*. 2006;79(3):1355-1412. <https://doi.org/10.1086/500679>
46. Ngware S.G. *Banks' Portfolio Diversification on Financial Performance of Commercial Banks in Kenya*: doctor of philosophy (Finance). Jomo kenyatta university of agriculture and technology. 2021. (accessed on 13.04.2025) URL: <http://ir.jkuat.ac.ke/bitstream/handle/123456789/5640/Ngwareyyu%20Stephen%20Githaiga%20PHD%20Finance%2C%202021.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
47. Duho K.C.T., Onumah J.M. Bank diversification strategy and intellectual capital in Ghana: an empirical analysis. *Asian Journal of Accounting Research*. 2019;4(2):246-259. <https://doi.org/10.1108/AJAR-04-2019-0026>
48. Githaiga P.N. Human capital, income diversification and bank performance—an empirical study of East African banks. *Asian Journal of Accounting Research*. 2021;6(1):95-108. <https://doi.org/10.1108/AJAR-06-2020-0041>
49. Ayele A.B., Malhotra K., Sharma M. Financial Inclusion and Bank Performance: Evidence from the Banking Sector in Ethiopia. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye finansy*. 2025;19(1):54-69. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.1.2025.54-69>
50. Cheung J. *How we Invest' white paper: Diversification*. 2014. (accessed on 13.04.2025) URL: <https://www.nzsuperfund.co.nz>
51. Tariq W., Usman M., Tariq A., et al. Bank maturity, income diversification, and bank stability. *Journal of Business Economics and Management*. 2021;22(6):1492-1511. <https://doi.org/10.3846/jbem.2021.15583>
52. Zellner A., Theil H. Three-Stage Least Squares: Simultaneous Estimation of Simultaneous Equations. *Econometrica*. 1962;30(1):54–78. <https://doi.org/10.2307/1911287>
53. Chandramohan K., Lunawat C.D., Lunawat C.A. The impact of diversification on bank stability in India. *Cogent Business & Management*. 2022;9(1):2094590. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2094590>
54. Gujarati D.N., Porter D.C. *Basic Econometrics*, 5th ed. The McGraw-Hill; 2009. 946 p.
55. Adem M. Impact of income diversification on bank stability: a cross-country analysis. *Asian Journal of Accounting Research*. 2023;8(2):133-144. <https://doi.org/10.1108/AJAR-03-2022-0093>
56. Hu W. *The impact of regulation, governance, market power and diversification on bank performance and risk*. University of Sussex; 2018. (accessed on 13.04.2025) URL: <https://hdl.handle.net/10779/uos.23461253.v1>
57. Jeon B.N., Wu J., Chen L., et al. Diversification, efficiency and risk of banks: New consolidating evidence from emerging economies. *Hong kong institute for monetary and financial research*. 2020:Working Paper No.14/2020. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3711150>

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

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 19.04.2025; одобрена после рецензирования 08.05.2025; принята для публикации 01.06.2025.

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.2.2025.96-109>

JEL classification: F30, G39

# Влияние внедрения МСФО на качество учета и отчетности: опыт России

Татьяна Малофеева ✉

Старший преподаватель, Факультет экономических наук, Школа финансов, НИУ ВШЭ, Москва, Россия, [tmalofeeva@hse.ru](mailto:tmalofeeva@hse.ru), [ORCID](#)

Наталья Ульянова

Доктор экономических наук, доцент, кафедра учета, анализа и аудита, экономический факультет МГУ имени М.В. Ломоносова, Москва, Россия, [n.ul@inbox.ru](mailto:n.ul@inbox.ru), [ORCID](#)

Алина Джиоева

Главный специалист, ПАО Банк ВТБ, Москва, Россия, [VetaV17@yandex.ru](mailto:VetaV17@yandex.ru), [ORCID](#)

## Аннотация

В настоящее время вопрос о целесообразности применении международных стандартов финансовой отчетности (далее – МСФО) для российских компаний стоит достаточно остро. Если в предыдущие годы наблюдалась тенденция к расширению их использования, то сейчас вектор изменился. Текущая ситуация сводится к вопросу, следует ли России стремиться к использованию западных стандартов или же стоит развивать свои собственные. Важно отметить, что при имеющихся преимуществах в обеспечении большей прозрачности и сопоставимости, повышающих доверие инвесторов, внедрение международных стандартов требует от российских компаний значительных затрат при переходе на новый вид отчетности. Данная работа представляет собой исследование эффективности внедрения международных стандартов в России в период с 2010 по 2020 г. Основными методами оценки эффективности введения МСФО выступают анализ степени манипулирования прибылью с использованием трех моделей регрессии: модели дискреционных начислений, модели аномальных начислений оборотного капитала и метода сглаживания доходов, а также анализ своевременности признания убытков. Исходя из информации, доступной в существующей литературе, и, согласно выбранной методологии, были сформулированы гипотезы, касающиеся влияния внедрения МСФО на уровень манипулирования прибылью и на своевременное признание убытков. В работе рассмотрены данные за 2010 и 2011 гг., а также период с 2012 по 2020 г. соответственно. В финальную выборку вошли 40 публичных нефинансовых компаний из 8 секторов, или 440 наблюдений. В ходе исследования были получены следующие результаты: с переходом на новую систему учета степень манипулирования прибылью уменьшается, но при этом после введения международных стандартов не наблюдается положительного влияния на своевременность признания убытков. Таким образом, весь проведенный анализ в совокупности свидетельствует о том, что формально МСФО оказывает положительный эффект на качество бухгалтерского учета. Однако неполноценное внедрение международных стандартов не позволяет сделать однозначные выводы об эффективности подобного перехода. Данное исследование потенциально позволит внести вклад в понимание МСФО, расширит теоретическую базу знаний о влиянии этих стандартов в России и даст возможность менеджерам компаний принимать решения о целесообразности перехода к этой системе бухгалтерского учета. В дальнейших работах могут быть использованы дополнительные методы анализа, связанные как с критическим осмыслением методов признания и оценки, присущих МСФО, так и со степенью их внедрения в учетные политики российских организаций.

**Ключевые слова:** МСФО, сглаживание доходов, внедрение МСФО, качество финансовой отчетности, российские компании

**Для цитирования:** Malofeeva T., Ulyanova N., Dzhioeva A. (2025) The Effect of IFRS Adoption on Accounting Quality and Reporting: Evidence from Russia. *Journal of Corporate Finance Research*. 19 (2): 96-109. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.19.2.2025.96-109>

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

С момента своего возникновения международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) оказали значительное влияние на бухгалтерский учет и отчетность компаний по всему миру. Их принятие стало неотъемлемой частью процесса глобализации и стандартизации финансовой отчетности, что позволяет инвесторам, аналитикам, руководителям компаний и другим заинтересованным сторонам лучше оценивать финансовое состояние и результаты деятельности организаций.

Россия также оценила преимущество МСФО в своей практике ведения бухгалтерского учета и составления бухгалтерской (финансовой) отчетности и начала постепенно внедрять новые стандарты начиная с 1998 г. После вступления во Всемирную торговую организацию (ВТО) и по мере интеграции в мировую экономику Россия столкнулась с необходимостью приближения своих стандартов к международным, что привело к внедрению МСФО на российском финансовом рынке. Официальный переход, зафиксированный в Федеральном законе от 27.07.2010 № 208-ФЗ «О консолидированной финансовой отчетности», завершился в 2012 г., когда компании, попадающие под действие данного закона, обязывались подавать отчетность в соответствии с этими стандартами.

В свете указанных событий возникает важный вопрос о влиянии принятия МСФО на качество бухгалтерского учета и отчетности в России. Опыт внедрения МСФО в российскую практику может дать понимание того, как стандарты влияют на финансовую прозрачность, а также на восприятие и оценку финансовой информации как внутри страны, так и за ее пределами.

В настоящее время вопрос о применении МСФО в России стоит достаточно остро. Если в предыдущие годы наблюдалась тенденция к расширению их использования, то сейчас вектор изменился. Так, в 2019 г. банки с базовой лицензией были освобождены от отчетности по МСФО, а в 2023 г. Госдума одобрила в первом чтении законопроект об освобождении от необходимости их соблюдения и небанковскими кредитными организациями. Текущая ситуация остро ставит вопрос, следует ли России стремиться к использованию западных стандартов или же стоит развивать свои собственные. Важно отметить, что при имеющихся преимуществах в обеспечении большей прозрачности и сопоставимости, повышающих доверие инвесторов, внедрение международных стандартов требует от российских компаний значительных затрат при переходе на новый вид отчетности. Так что сейчас весьма актуален анализ целесообразности такого перехода.

Проблема перехода на международные стандарты финансовой отчетности вызывает интерес во всем мире. Однако в настоящее время существует весьма ограниченное количество исследований, изучающих опыт российских компаний. Более того, в этих работах практически не используются методы, которые широко распространены в международной практике.

Цель данного исследования – выявление эффективности использования международных стандартов финансовой отчетности для российских компаний.

Результаты этой работы потенциально расширят теоретическое поле исследований относительно внедрения МСФО в России, а также могут быть важны как для

менеджеров компаний, принимающих решение о переходе на этот тип отчетности, так и для контролирующих государственных органов для разработки рекомендаций и директив, регулирующих применение этих стандартов.

## Обзор литературы

Множество исследований было проведено, чтобы оценить, действительно ли внедрение стандартов МСФО влияет на качество аудита с той или иной стороны. В ходе подготовки настоящей работы был изучен международный опыт в данной сфере, основные выводы приведены в этом разделе. Он организован следующим образом: все статьи распределены на четыре основные группы: первая представляет собой научные работы, которые подтверждают эффективность МСФО, вторая, наоборот, содержит статьи с отрицательными результатами, третья включает работы со смешанными выводами. Также в отдельную категорию выделены исследования по России.

### Положительный эффект

В этом разделе представлены работы, в которых подтверждается наличие положительного эффекта от внедрения МСФО на качество учета и отчетности.

Исследование А. Мало-Алейн и др. [1] показало, что внедрение международных стандартов в Саудовской Аравии улучшает качество учета, причем оценивание проводилось на основании трех разных подходов: качественных характеристик финансовой информации, принципа консерватизма и манипулирования прибылью. Кроме того, авторы оценивают и изменения в эффективности принимаемых инвестиционных решений в двухлетний период, следующий за принятием МСФО, по сравнению с одним годом до этого также на основании трех метрик – стоимости капитала, ликвидности и качества прибыли, которые в совокупности позволили сделать вывод о росте эффективности. Несмотря на однозначные результаты стоит отметить, что в работе рассматривается малый временной промежуток, что может свидетельствовать об ограниченности исследования и потенциальных искажениях, которые могут быть связаны с незавершенным процессом интеграции новых стандартов, что бывает характерно для первых лет после обязательного внедрения. Однако для случая Саудовской Аравии позитивные результаты в первые годы могут быть объяснены тем фактом, что подготовка к изменению системы учета началась еще в 2012 г.

К аналогичным выводам пришли авторы другого исследования, посвященного Саудовской Аравии [2], которые установили, что внедрение МСФО повышает прозрачность отчетности и ее достоверность. В качестве одной из причин назван переход с арабского языка на международный английский в ведении учета.

В двух работах, рассматривавших введение международных стандартов во Франции, был сделан акцент на поведение менеджеров. В частности, М. Селами и Г. Фахфах [3] подтверждают, что новый тип отчетности позволяет сократить манипулирование прибылью, поскольку ограничивает возможности менеджеров следовать собственным интересам обманным путем. В статье К. Хлея и И. Нафти [4] выявлена положительная зависимость между внедрением МСФО и повышением качества предсказания прибыли.

Ряд исследований посвящен интегрированию практик МСФО в странах Африки: в работе Е. Менса [5] изучался опыт Ганы, а в работе группы исследователей [6] – Марокко. В обеих статьях наблюдается снижение показателя дискреционных начислений, который являлся способом манипулирования прибылью, что позволило авторам сделать выводы о положительном влиянии новых стандартов на качество учёта и отчетности. Важно отметить, что Менса использует данные о деятельности всего 11 фирм, занятых в промышленности, и это может свидетельствовать о некоторой ограниченности выводов из-за крайне малой выборки.

В работе К. Ки и Дж. Кима [7], посвященной внедрению МСФО в Южной Корее, за основу были взяты две гипотезы: первая предполагала, что новые стандарты способствуют снижению манипулирования прибылью, а вторая допускала более своевременное признание убытков. Для проверки первой использовались четыре различных метода, три из которых дали однозначно положительный, а один – противоположный результат. В целом, проведенный анализ свидетельствовал, что международные стандарты учета способствовали улучшению качества отчетности, и обе гипотезы подтвердились. Эти выводы могут быть обоснованы тем, что Южная Корея начала подготовку к полному переходу на МСФО еще в 2007 г., и это позволило проанализировать результаты пробного двухгодичного периода, когда внедрение новых стандартов было добровольным, учесть допущенные ошибки и исправить их, при этом был введен контроль со стороны государства за процессом внедрения новой системы учета.

Особый интерес представлял исследование Дж. Бетранда и соавт. [8], проводившееся на материале европейских компаний. Во-первых, в отличие от вышеупомянутых статей, где были рассмотрены организации, для которых внедрение МСФО было обязательным, в нем анализировался добровольный переход на международные стандарты фирмами, не являющимися участниками биржевых торгов. Во-вторых, в этой работе приводятся переменные, характеризующие институциональные особенности конкретных стран Европы. Авторы пришли к выводу, что наиболее благоприятные результаты от введения новых стандартов отчетности получили те компании, прозрачность которых была наименьшей, а также те, что находились на рынках со значительной асимметрией информации.

### Негативный эффект

В данном разделе содержатся статьи, где говорится о том, что после внедрения МСФО качество учета либо не претерпело изменений, либо снизилось.

Исследование З. Абдул-Баки и Р. Ханифа [9] позволило установить, что в Нигерии обязательное внедрение МСФО в 2012 г. не привело к улучшению качества учета и отчетности. Подобный результат был получен на основании трех методов: манипулирования прибылью, которое оценивалось с помощью двух метрик – дискреционных начислений и аномального начисления оборотного капитала, своевременного признания убытков и устойчивости прибыли. Полученные выводы авторы связывают с высоким уровнем коррупции в стране, а также слабостью надзорных органов. Более того, даже у добросовестных компаний, которые не пытаются воспользоваться новыми стандартами, предоставляющими больше свободы при применении профессиональных

суждений, в адаптационном периоде качество учета может снизиться за счет отсутствия опыта в работе с новыми стандартами.

Изучение эффекта от внедрения международных стандартов в Индии, отраженное в следующей работе А. Адхикари и др. [10], проводилось шестью различными способами, и все они однозначно показали, что качество учета упало по сравнению с национальными стандартами. Это может объясняться тем, что, с одной стороны, Индия изначально имела слабые механизмы институционального регулирования, а с другой, – там была высока стоимость внедрения. Однако с течением времени обнаруженное падение качества стало нивелироваться, что позволяет сделать допущение о том, что в дальнейшем, возможно, удастся наработать необходимый опыт, который позволит наладить применение новых стандартов и контроль за ним. К аналогичным выводам приходит и другое исследование, посвященное Индии, В. Мешрама и Дж. Ароры [11]. В нем также не обнаружено улучшения качества учета, однако изучение показателя сопоставимости отчетности, проводившееся авторами, продемонстрировало положительный результат.

А. Карапинар и Ф. Заиф [12] изучали эффективность введения международных стандартов отчетности в Турции. Они рассматривали аспект манипулирования прибылью и пришли к выводу, что улучшения качества не произошло. Более того, авторами было выявлено значительное увеличение дискреционных начислений по абсолютной величине, но они приняли отрицательное значение. Данная работа представляет интерес еще и тем, что в ней была взята выборка одних и тех же компаний, которые на изучаемом отрезке времени готовили отчетность как по ранее принятым, так и по новым стандартам. Впрочем, к результатам данного исследования стоит относиться с осторожностью, так как для его проведения была использована модель лишь с двумя переменными, а именно IFRS и SIZE, а столь малое количество признаков в модели недостаточно, так как в ней отсутствуют контрольные переменные, и в связи с этим сложные отношения могут остаться недооцененными, что может привести к потенциально ошибочным выводам.

В исследовании Е. Фуада [13] рассматривались изменения в отчетности при введении стандартов МСФО в Индонезии по четырем показателям, а именно: по качеству начислений, по своевременности признания убытков, по сглаживанию финансовых результатов и по устойчивости прибыли. По итогам анализа не установлено никаких различий при использовании прежних и новых стандартов учета ни по одному из показателей. Авторы полагают: причиной тому может служить то, что в исследовании рассматривались результаты с 2008 по 2014 г., а первая стадия внедрения МСФО по официальным данным была завершена лишь в 2012 г., и есть вероятность, что прошло недостаточно времени для более объективной оценки результатов.

### Смешанные результаты

В данном разделе содержатся статьи, где говорится о неоднозначных результатах, или же их нельзя отнести ни к положительным, ни к отрицательным.

Для стран Южной Америки, в частности для Бразилии, Перу, Чили, Аргентины, Колумбии, а также Мексики было проведено исследование С. Монгрутом и Д. Винкельрайдом [14], которое показало, что, хотя в целом качество

учета улучшилось, итоги оказались противоречивыми. В частности, потому, что некоторые фирмы сочли, что одного перехода на МСФО достаточно для того, чтобы их деятельность выглядела прозрачной, но эта излишняя самоуверенность привела к противоположному результату.

Эффективность внедрения международных стандартов отчетности в Австралии рассматривалась в работе М. Брайса и соавт. [15] по двум аспектам: манипулирование прибылью и качество начислений. Существенного изменения качества учета авторы не обнаружили, однако они полагают: возможно, это вызвано тем, что местные стандарты отчетности и до этого вполне справлялись с поставленной задачей, а обязательное принятие стандартов МСФО для публичных компаний просто явилось шагом к улучшению их положения на международном рынке. Данное исследование интересно и в другом аспекте: авторы также рассмотрели, как изменяется результативность деятельности комитетов по аудиту. В частности, с внедрением МСФО такие комитеты работают лучше и способны сдерживать манипулирование прибылью при условии, что заседания проводятся регулярно и в состав комитетов входят специалисты по учету и сами комитеты имеют достаточную численность.

Дж. Ятридис и С. Руволис [16] рассматривали, как проходило введение международных стандартов отчетности в Греции, и обнаружили, что в первый год после перехода на МСФО манипулирование прибылью стало выше, финансовые показатели ухудшились, а в последующий годы ситуация изменилась в лучшую сторону по обоим аспектам, что, вероятно, объясняется как сложностью адаптационного периода, так и высокими затратами на переход.

Смешанные результаты были обнаружены и авторами статьи [17] по Великобритании. Изменение качества учета после внедрения МСФО рассматривалось ими по двум аспектам, а именно АЕМ – манипулирование прибылью за счет начислений и REM – реальное манипулирование прибылью за счет денежных потоков, расходов и стоимости производства. Каждый аспект измерялся тремя способами, и в результате АЕМ подход продемонстрировал снижение манипулирования прибылью, тогда как REM дал диаметрально противоположные результаты. В качестве возможных причин такого расхождения авторы называют то, что нарушения по критериям REM сложнее обнаружить, что дает менеджерам большую свободу в манипулировании за счет денежных потоков и стоимости производства. Более того, при оценке эффективности внедрения МСФО другие исследователи практически не используют аспект REM.

### **Исследования, посвященные России**

Несмотря на то что международная практика очень богата материалами по оценке результатов от внедрения МСФО, статей про российский опыт крайне мало. Самое раннее исследование, оценивающее последствия от добровольного применения международных стандартов, показало, что ценность финансовой отчетности не возрастает при использовании МСФО по сравнению с российскими стандартами бухгалтерского учета (далее – РСБУ) [18]. Подобные результаты могут быть связаны с тем, что в работе использованы данные с 2006 по 2009 г., поскольку в этот период внедрение международных стандартов не было закончено, следовательно, применение новых стандартов могло быть не так эффективно, как использование устоявшихся норм и правил. Кроме того, авторы говорят

о вероятности такого явления как соблюдение МСФО исключительно на бумаге без реального вдумчивого применения этих стандартов, что также может являться объяснением для полученных ими выводов. Подобные выводы также подтверждает работа К. Сорокиной [19], где отдельно выделяются такие проблемы при переходе на использование международных стандартов, как необходимость использования профессионального суждения как принципиально другого подхода к учету вместо привычных фиксированных процедур, отсутствие нормативного эквивалента для концепции МСФО, что затрудняет обучение специалистов и применение стандартов на практике, а также недостаток исторических данных и практики формирования оценок. Исследование О. Кима [20], проведенное два года спустя, концентрировалось на различии эффектов от внедрения МСФО для компаний, которые не были обязаны перейти на новые стандарты, и компаний, на которые реформа оказала непосредственное влияние. Оно показало, что для первой группы не наблюдался положительный эффект от интеграции международных стандартов, в то время как для второй этот эффект явно заметен.

Еще одно исследование Т. Долгих [21] может представлять интерес, поскольку оно единственное из всех рассматривает не только Россию, но и сравнивает ее с Канадой. В данной работе оценивался эффект, оказываемый внедрением МСФО, на сопоставимость финансовой отчетности как внутри этих стран, так и между ними. Ключевой особенностью статьи является наличие межстранового сравнения, причем Канада была выбрана в первую очередь из-за временной близости периода обязательного внедрения МСФО по отношению к России. Однако институциональные переменные не применялись и, следовательно, не было учтено влияние различий между государствами, например, особенности правовой системы или культурные особенности. Было обнаружено, что после внедрения стандартов сопоставимость отчетности в России и между двумя странами не только не увеличилась, но и упала, а результаты для Канады оказались смешанными. Впрочем, при рассмотрении компаний из энергетического сектора и категории, названной «базовые материалы», куда входит и добывающая, и химическая, и некоторые иные виды промышленности, наблюдался противоположный эффект. Полученные выводы могут объясняться тем, что за рассматриваемый период грамотное внедрение стандартов при составлении отчетности только начинало функционировать, а отрасли, связанные с энергетикой и тяжелой промышленностью, добровольно перешли на международные стандарты составления отчетности раньше всех остальных, что позволило им наработать большой опыт по работе с ними.

Последняя работа [22], которая будет рассмотрена в данном разделе, оценивает эффект от внедрения МСФО с помощью показателя манипулирования прибылью для 60 компаний с 2010 по 2015 г. Исследование показало, что с внедрением международных стандартов расхождение индекса прибыли увеличивается, т.е. качество бухгалтерского учета снижается, но высокое качество аудита способно нивелировать этот эффект. Автор связывает получившиеся результаты с тем, что в России пока не установлен строгий контроль за грамотным применением международных стандартов и отсутствует институциональная составляющая, которая позволила бы регулировать их

использование и могла бы противодействовать возможному оппортунистическому поведению менеджеров. Важно отметить методологическую составляющую данной статьи, поскольку более ни одна работа, посвященная России, не оценивает качество учета с помощью манипулирования прибылью, что в свою очередь измеряется на основании показателя дискреционных начислений, несмотря на то что в международной практике это один из наиболее часто применяемых методов.

Таким образом, раздел об опыте России содержит всего четыре релевантных источника, поскольку статей по этому конкретному региону в разрезе внедрения МСФО действительно мало. Более того, имеющаяся литература использует всего один подход для формулирования выводов о результатах внедрения МСФО в России, тогда как в международной практике в рамках одного исследования применяются несколько подходов или различные метрики для оценки одного и того же показателя эффективности. Также по времени все статьи ограничиваются периодом до 2015 г., а за истекшие восемь лет могли произойти существенные изменения

Следует отметить, что Россия не входит практически ни в какие межстрановые исследования, поскольку не согласуется с большинством стран по периоду обязательного внедрения.

## Методология

Основным методом оценки эффективности внедрения МСФО в данной работе вступает анализ манипулирования прибылью. Проведение следующего анализа основано на использовании двух типов моделей: модели дискреционных начислений<sup>1</sup>, основанной на модификации Джонса, и модели аномальных начислений оборотного капитала. Кроме того, применен показатель сглаживания доходов. Наконец, еще одним подходом для оценки эффективности введения новых стандартов стала модель своевременного признания убытков.

На основании информации, доступной в существующей литературе, и в соответствии с выбранной методологией, можно выдвинуть следующие гипотезы.

Гипотеза 1: Внедрение МСФО приведет к уменьшению манипулирования прибылью.

Гипотеза 2: Внедрение МСФО окажет позитивное воздействие на своевременное признание убытков.

Таким образом, при подтверждении гипотез можно будет сделать вывод о повышении качества учета и отчетности после введения международных стандартов.

Далее подробно рассматриваются методики, стоящие за всеми подходами, которые были использованы в работе.

Первый метод анализа основан на методике измерения манипулирования прибылью на основании дискреционных начислений. Существует много подходов для их измерения вроде моделей Котхари или моделей Джонса, в данной работе использован модифицированный вариант модели Джонса [23]. Основной идеей этой модели является нахождение дискреционных начислений как разности общих и недискреционных

начислений. В то время как недискреционные начисления являются стандартными, именно дискреционные начисления выступают аномальными и, как ожидается, отражают факт манипулирования прибылью. Таким образом, для получения зависимой переменной DA использовалось следующее уравнение:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \beta_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_2 \left( \frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} - \frac{\Delta AR_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

где  $TA_{it}$  – общие начисления за период  $t$ ;

$\Delta Rev_{it}$  – изменение выручки компании за период  $t$  по сравнению с предыдущим;

$\Delta AR_{it}$  – изменение дебиторской задолженности компании за период  $t$  по сравнению с предыдущим;

$PPE_{it}$  – валовая стоимость основных средств к концу периода  $t$ ;

$A_{it-1}$  – общие активы за период  $t-1$ .

При этом общие начисления могут быть рассчитаны с использованием прямого подхода, т.е. с применением данных из отчета о движении денежных средств, а именно денежных потоков от операций, или с использованием косвенного подхода, в котором задействована только информация из баланса.

Поскольку в базе СПАРК не хранятся данные из отчетов о движении денежных средств для организаций, попавших в выборку для данного исследования, то для расчета дискреционных начислений следует из общих начислений вычесть недискреционные, т.е. использовать косвенный метод расчета дискреционных начислений.

Для его применения сначала запишем вычисление общих начислений следующим образом:

$$TA_{it} = \Delta CA_t - \Delta Cash_t - (\Delta CL_t - \Delta CD_t), \quad (2)$$

где  $TA_{it}$  – общие начисления за период  $t$ ;

$\Delta CA_t$  – изменение оборотных активов за период  $t$  по сравнению с предыдущим;

$\Delta Cash_t$  – изменение денежных средств и их эквивалентов за период  $t$  по сравнению с предыдущим;

$\Delta CL_t$  – изменение краткосрочных обязательств за период  $t$  по сравнению с предыдущим;

$\Delta CD_t$  – изменение текущего долга, включенного в оборотные обязательства, за период  $t$  по сравнению с предыдущим.

Смысл приведенной выше формулы (2) состоит в том, что общие начисления в оборотных активах, вызванные применением метода начисления и пересчетом курсовых разниц на дату составления отчетности, не принимаются во внимание. Поэтому общие начисления по оборотным активам «очищаются» от этих изменений.

Затем полученное значение  $TA_t$  подставляется в формулу (1) и рассчитываются коэффициенты регрессии  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$ , которые описывают наличие взаимосвязи между

<sup>1</sup> Дискреционные начисления представляют собой часть общих начислений за отчетный период, которая не связана напрямую с операционной деятельностью компании и возникает за счет использования менеджерами своих профессиональных суждений при учете хозяйственных операций.

стоимостью активов и основных средств и стоимость активов и выручкой, скорректированной на дебиторскую задолженность, признанную по методу начисления. По смыслу модели общие начисления по оборотным активам должны учитывать операционный эффект изменения масштаба через изменение выручки и амортизации. Такие начисления являются стандартными, т.е. недискреционными. Поэтому на следующем шаге построения модели на основании полученных коэффициентов вычисляется значение для недискреционных начислений. Для их расчета можно использовать следующую формулу:

$$NDA_{it} = \beta_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_2 \left( \frac{\Delta Rev_{it}}{A_{it-1}} - \frac{\Delta AR_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}, \quad (3)$$

где  $NDA_{it}$  – недискреционные начисления за период  $t$ ;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$  – коэффициенты, полученные при построении модели на прошлом шаге метода;

И, наконец, из общей суммы начислений в формуле (2) вычитаются недискреционные начисления, вызванные изменением операционного масштаба, т.е. можно вычислить дискреционные начисления как ошибку прогноза изначальной модели:

$$DA_t = TA_t - NDA_t. \quad (4)$$

После проведения всех предварительных вычислений общая модель для первого метода будет иметь следующий вид:

$$DA_t = \alpha_0 + \beta_1 IFRS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 LOSS_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 BIG4_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (5)$$

где  $DA_{it}$  – дискреционные начисления для фирмы  $i$  в периоде  $t$ ;

$IFRS_{it}$  – бинарная переменная, измеренная как 1 для периодов после принятия международных стандартов и 0 в противном случае;

$SIZE_{it}$  – размер компании, измеренный как логарифм общей стоимости активов;

$LEV_{it}$  – кредитное плечо, измеренное как отношение общей задолженности к общей стоимости активов;

$LOSS_{it}$  – бинарная переменная, измеренная как 1, если в периоде  $t-1$  чистая прибыль принимает отрицательное значение, и 0 в противном случае;

$GROWTH_{it}$  – процентное изменение дохода за период  $t$ ;

$BIG4_{it}$  – качество аудита, измеренное как 1, если отчетность прошла аудит одной из аудиторских фирм из большой четверки, и 0 в противном случае;

$ROA_{it}$  – доходность активов, измеренная как отношение прибыли к общей стоимости активов;

Таким образом, в соответствии с первой гипотезой следует ожидать отрицательный коэффициент при переменной  $IFRS$ .

Второй метод оценки манипулирования прибылью основан на показателе аномальных аккумуляций оборотного капитала [24], который задается следующим уравнением:

$$AWCA_{it} = WC_t \left[ \left( \frac{WC_{it-1}}{T_{it-1}} \right) \cdot T_{it} \right], \quad (6)$$

где  $AWCA_{it}$  – аномальное начисление оборотного капитала для периода  $t$ ;

$WC_{it}$  – оборотный капитал без наличных средств для года  $t$ ;

$WC_{it-1}$  – оборотный капитал без наличных средств для года  $t-1$ ;

$T_{it}$  – выручка за год  $t$ ;

$T_{it-1}$  – выручка за год  $t-1$ .

При этом оборотный капитал без наличных средств вычисляется как:

$$WC_{it} = (CA_{it} - Cash_{it} - CI_{it}) - (CL_{it} - CD_{it}), \quad (7)$$

где  $CA_{it}$  – оборотные активы за период  $t$ ;

$Cash_{it}$  – денежные средства и их эквиваленты за период  $t$ ;

$CI_{it}$  – краткосрочные финансовые вложения за период  $t$ ;

$CL_{it}$  – краткосрочные обязательства за период  $t$ ;

$CD_{it}$  – текущий долг, включенный в оборотные обязательства, за период  $t$ .

Как и в предыдущей модели, в данном случае допускается, что нормальным (недискреционным) является изменение оборотного капитала за счет метода начисления и изменения масштаба оборотного капитала вследствие изменения выручки. Однако данная модель очищает также оборотный капитал от краткосрочных финансовых вложений, которые никак не связаны с изменением выручки от операционной деятельности.

Таким образом, после вычисления зависимой переменной  $AWCA_{it}$  при помощи формулы (6), общая модель для альтернативного метода оценки манипулирования прибылью будет иметь следующий вид:

$$AWCA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 IFRS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 LOSS_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 BIG4_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (8)$$

Соответственно, так же как и для первой модели логично предложить отрицательное значение коэффициента при показателе  $IFRS$ .

Третий подход отличается от тех, что был рассмотрен ранее. В его основе лежит принцип оценки дисперсии метрики сглаживания доходов Барта [25]. На первом шаге производится построение и оценка двух регрессий для периодов до и после введения международных стандартов, которые в общем виде записываются как:

$$\Delta NI_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 LOSS_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 BIG4_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (9)'$$

где  $\Delta NI_{it}$  – изменение чистой прибыли, масштабированное по общим активам за период  $t$ .

На втором шаге для обеих регрессий вычисляются остатки и рассчитываются дисперсии этих остатков, величины которых и позволят сделать вывод о манипулировании прибылью.

Так, согласно первой гипотезе, дисперсия остатков модели после внедрения МСФО должна быть больше, чтобы можно было сделать вывод о повышении качества учета.

Четвертый метод основан на принципиально другой идее – своевременном признании потерь Бартом [25] и Клишом [26]. В отличие от дискреционных начислений более

своевременное признание убытков свидетельствует о более эффективном учете и высоком качестве отчетности. Так, модель записывается следующим образом:

$$\text{IFRS}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{LL}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{LOSS}_{it} + \beta_5 \text{GROWTH}_{it} + \beta_6 \text{BIG4}_{it} + \beta_7 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (10)$$

где  $\text{LL}_{it}$  – большие убытки для фирмы  $i$  в периоде  $t$ .

Таким образом, на основании второй гипотезы коэффициент при переменной  $\text{LL}$  должен быть положительным, поскольку такое значение коэффициента будет свидетельствовать о том, что компании, перешедшие на МСФО, признают большие убытки чаще, что является индикатором более высокого качества учета.

## Выборка и описательная статистика переменных

Для достижения целей данного исследования была сформирована выборка путем анализа финансовой деятельности российских компаний до и после внедрения международных стандартов. В работе рассмотрены данные за 2010 и 2011 гг., а также период с 2012 по 2020 г. соответственно. В финальную выборку вошли публичные нефинансовые компании, которые публиковали отчетность по РСБУ и по МСФО.

Всего в финальную выборку вошло 40 компаний из 8 секторов: телекоммуникации, производство автомобилей и запчастей, добыча нефти и газа, производство пищевых продуктов и напитков, производство промышленных товаров и услуг, добыча и производство базовых ресурсов, розничная торговля, а также строительство и производство строительных материалов. Выборка была довольно сильно ограничена, поскольку из нее исключались компании, начавшие публикацию отчетности по МСФО позднее официального переходного периода, а также компании, в отчетности которых не содержались все данные, требующиеся для вычисления необходимых переменных. Таким образом, получено 440 наблюдений

за 11 лет, которые условно подразделяются на две подвыборки относительно введения международных стандартов. Стоит отметить, что подобный размер выборки налагает некоторые ограничения, как, например, распространимость выводов не на весь корпоративный сектор, поскольку результаты для компаний, работающих в конкретных отраслях, в частности таких как банковское дело и страхование, могут существенно отличаться, а также использования ограниченного числа контрольных переменных для избегания переусложнения моделей.

Работа также содержит статистический анализ переменных (Таблица 1). Описательная статистика представлена для двух подвыборок в отдельности, чтобы можно было отследить изменения для двух периодов, а также с помощью  $t$ -теста оценена статистическая значимость различий средних значений в обеих группах.

Как можно заметить различия в двух периодах действительно существуют, причем для нескольких контрольных переменных присутствует статистическая значимость этого различия. Среднее значение для дискреционных начислений ниже после внедрения международных стандартов, хотя разница значений и не является статистически значимой, а среднее значение для переменной  $\text{AWCA}$  практически не изменилось, лишь слегка увеличившись во втором рассматриваемом периоде. Что касается значительных сумм убытков, то на основании средних значений, можно высказать предположение о том, что их стали больше признавать после перехода на МСФО. Относительно контрольных переменных можно заметить увеличение средних значений для переменных, отвечающих за размер компании и ее кредитное плечо, и статистически значимое снижение для переменных  $\text{Growth}$  и  $\text{ROA}$ . Поскольку переменные, описывающие качество аудита и убытки, являются бинарными, то средние значения для них эквивалентны проценту выборки, принимающему значение 1. Таким образом, различия для этих переменных являются статистически значимыми и свидетельствуют о меньших убытках и более активном использовании аудиторских услуг компаний большой четверки в период после 2012 г.

Таблица 1. Описательная статистика

Переменная	До МСФО		После МСФО		Т-тест	p-value
	Среднее значение	Ст. отклон.	Среднее значение	Ст. отклон.		
DA	-0.2564	4.0597	-0.096	0.7879	-0.695	0.4874
AWCA	-0.093	0.9962	-0.0978	1.1129	0.0354	0.9718
LL	0.125	0.3328	0.2167	0.4125	-1.857	0.0640
Size	24.4268	2.62433	25.4129	2.4146	-3.251	0.0012
Lev	0.4247	0.2549	0.7732	2.1797	-1.427	0.1544
Growth	0.6736	1.9067	0.1623	0.889	3.6235	0.0003
ROA	0.0818	0.1145	0.023	0.2335	2.1929	0.0288
Loss	0.125	0.3328	0.2083	0.4067	-1.709	0.0881
Big4	0.3	0.4611	0.6917	0.4624	-6.856	0

Источник: расчеты авторов, Stata.

Также была проанализирована связь между основными переменными, используемыми при моделировании, поскольку наличие мультиколлинеарности может приводить к смещению оценок коэффициентов модели и незначимости части регрессоров. Для этих целей используется корреляционная матрица (Таблица 2). Как можно заметить в целом все корреляции не представлены

высокими значениями, а самая сильная связь выявлена между переменными ROA и Lev. Однако поскольку не было выявлено корреляций, превышающих по модулю значение 0.8, то можно предполагать отсутствие сильно коррелированных признаков. Таким образом, никакие переменные не были исключены из моделей.

**Таблица 2.** Корреляционная матрица

	DA	AWCA	LL	Size	Lev	Gr.	ROA	Loss	Big4	IFRS
DA	1									
AWCA	0.35	1								
LL	-0.04	-0.13	1							
Size	0.22	0.28	-0.18	1						
Lev	-0.2	-0.5	0.19	-0.2	1					
Gr.	-0.3	-0.51	0.05	-0.3	0.03	1				
ROA	0.14	0.57	-0.5	0.29	-0.7	-0.15	1			
Loss	-0.04	-0.12	0.44	-0.2	0.18	0.1	-0.33	1		
Big4	0.05	0.097	0.004	0.49	-0.04	-0.15	0.08	-0.03	1	
IFRS	0.03	-0.002	0.09	0.15	0.06	-0.17	-0.1	0.08	0.31	1

Источник: расчеты авторов, Stata.

Далее представлено моделирование в соответствии с ранее описанной методологией. Данный раздел организован следующим образом: всего в нем представлены четыре основные части в соответствии с главными подходами, приведенными в методологии.

### Модель дискреционных начислений

В первую очередь была использована модифицированная модель Джона (уравнение (5)). Поскольку данные имеют панельную структуру, необходимо было определить лучшую модель из возможных для получения наиболее объективных результатов. Так как для панельных данных чаще всего используются модели с фиксированным

эффектом (FE), со случайным эффектом (RE) или построенные по обобщенной выборке (pooled), то именно эти модели использованы в этой работе. Получившиеся модели сравниваются друг с другом как с помощью характеристик качества моделей, так и с помощью независимых тестов.

Модель FE была признана лучшей, именно для нее приводятся результаты моделирования (Таблицы 3 и 4). В общем виде данная модель может быть записана как:

$$DA_{it} = 0.693 - 0.736 \cdot IFRS_{it} + 1.997 \cdot SIZE_{it} - 0.164 \cdot LEV_{it} + 0.05 \cdot LOSS_{it} - 0.08 \cdot GROWTH_{it} - 0.161 \cdot BIG4_{it} - 0.29 \cdot ROA_{it}$$

**Таблица 3.** Результаты FE модели дискреционных начислений

Переменная	Коэффициент	Ст. ошибка	t-стат.	p-value	
IFRS	-0.7356	0.1536	-4.79	0	***
Size	1.9974	0.2043	9.78	0	***
Lev	-0.1644	0.0878	-1.87	0.062	*
Loss	0.0478	0.1258	0.38	0.704	
Growth	-0.0845	0.0531	-1.59	0.112	
Big4	-0.1613	0.1797	-0.90	0.370	
ROA	-0.2902	0.0906	-3.20	0.001	***
Const	0.6927	0.1287	5.38	0	***

Примечание (здесь и далее): \* – коэффициент значим на уровне значимости 10%; \*\* – коэффициент значим на уровне значимости 5%; \*\*\* – коэффициент значим на уровне значимости 1%.

Источник: расчеты автора, Stata.

**Таблица 4.** Характеристики качества FE модели дискреционных начислений

Ст. ошибка	0.8699	F-стат.	21.11
$R^2_{within}$	0.2732	p-value (F)	0
$R^2_{between}$	0.1657	AIC	2.66
$R^2_{overall}$	0.055	$\rho$	0.81

Источник: расчеты автора, Stata.

На основании получившихся результатов можно сделать следующие выводы о качестве модели дискреционных начислений: модель является значимой и для нее наблюдается высокая роль эффектов, однако ее объясняющая способность достаточно низкая. О качестве модели также свидетельствуют тесты на проверку предпосылок модели, согласно которым остатки модели распределены нормально и для модели отсутствует корреляция первого порядка.

Более того, для подтверждения надежности полученных результатов были проведены проверки на устойчивость модели. Несмотря на то что лучшей из панельных моделей была признана модель FE, модель со случайными эффектами может быть использована для проверки стабильности результата независимо от метода оценки. В общем виде она может быть записана как:

$$DA_{it} = 0.106 - 0.053 \cdot IFRS_{it} + 0.161 \cdot SIZE_{it} - 0.374 \cdot LEV_{it} + 0.009 \cdot LOSS_{it} - 0.255 \cdot GROWTH_{it} - 0.104 \cdot BIG4_{it} - 0.252 \cdot ROA_{it}$$

Модель RE позволяет убедиться в том, что эффект для переменной IFRS имеет такую же направленность и является статистически значимым, что подтверждает устойчивость результата.

Помимо этой модели отдельно была рассмотрена серия дополнительных спецификаций модели с фиксированными эффектами. В первую очередь была протестирована спецификация без переменной Loss, которая показала наименьшую корреляцию с зависимой переменной и была статистически незначима в основной модели. Результаты остались устойчивыми: коэффициент при IFRS сохранил знак и статистическую значимость. Также была оценена модель без переменных Loss, Growth и Big4, которые не достигли статистической значимости, что позволило проверить, не влияют ли они на основной эффект косвенно через взаимосвязь с другими переменными. Коэффициент при признаке IFRS составил -0.81 и остался значимым, что подтверждает устойчивость выводов. Ввиду высокой корреляции между переменными ROA и Lev были проведены две отдельные спецификации: одна без ROA, другая — без Lev. В обоих случаях переменная IFRS сохраняла направленность и значимость, что свидетельствует о том, что мультиколлинеарность между этими переменными не искажает оценку основного эффекта. Последней была проведена оценка модели без переменной Growth, которая демонстрировала наибольшую корреляцию с зависимой переменной, но при этом не была статистически значимой. Исключение данного признака не повлияло на результат, что подтверждает устойчивость оценки. Соответственно, поскольку во всех альтернативных спецификациях переменная IFRS сохраня-

ет статистическую значимость и направленность, можно сделать вывод о высокой устойчивости результатов модели к изменению набора контрольных переменных.

Относительно интерпретаций коэффициентов модели, можно заметить, что коэффициент при переменной IFRS статистически значим и отрицателен, следовательно, внедрение МСФО формально действительно повышает качество учета и отчетности, поскольку позволяет снизить степень манипулирования прибылью. Таким образом, гипотеза 1 не отвергается.

Коэффициент при переменной, отвечающей за размер компании, также статистически значим, а также положителен, что означает, что большие компании склонны больше прибегать к манипулированию прибылью по сравнению с малыми компаниями. Подобный результат может быть связан с тем, что большие компании испытывают больше давления из-за своего положения на рынке, а также у менеджеров в этих компаниях потенциально может быть больше возможностей для оппортунистического поведения.

Коэффициент при признаке ROA тоже статистически значим, и при этом демонстрирует отрицательное воздействие на степень манипулирования прибылью. Поскольку более высокие значения показателя рентабельности активов свидетельствуют о высокой эффективности использования ресурсов компании, и соответственно то, что такие компании менее склонны к манипулированию прибылью является довольно логичным.

Кредитное плечо статистически значимо только на уровне 10% и при этом отрицательно воздействует на зависимую переменную. Более ожидаемо было бы получить обратный результат, так как фирмы при росте долга и соответственно при росте данного показателя могут получить стимулы к манипулированию прибылью. Однако результаты моделирования не подтверждают такое предположение, что может объясняться более высоким контролем со стороны кредиторов при высоких уровнях долга. Кроме того, подобная отрицательная связь кредитного плеча и степени управления доходами также подтверждается исследованиями [27].

Коэффициенты при остальных переменных статистически незначимы, однако интерпретации для них также будут приведены ниже.

Знак при переменной, отвечающей за качество аудита, является отрицательным, что может объясняться тем, что компании большой четверки демонстрируют более высокое качество аудиторской проверки, что оказывает сдерживающее воздействие на практики манипулирования прибылью.

Коэффициент при переменной Loss положителен, т.е. при наличии убытков в предыдущем периоде компании более подвержены манипулированию прибылью. Подобное поведение может быть объяснено тем, что организации, которые ранее не продемонстрировали положительную чистую прибыль, более вероятно захотят исказить данные, чтобы оправдывать ожидания заинтересованных сторон в этом периоде или чтобы компенсировать финансовые результаты прошлых периодов.

Переменная Growth отрицательно связана с зависимой переменной, что свидетельствует о том, что быстрорастущие компании менее склонны манипулировать прибылью. Подобные результаты потенциально могут

объясняться тем, что такие компании более сосредоточены на долгосрочной стратегии развития и не делают ставку на краткосрочные манипуляции или же тем, что они могут опасаться потерять доверие к своей деятельности.

В целом, при применении данной модели оценки качества учета необходимо принимать во внимание следующие методологические нюансы финансового учета и отчетности в России. Величина дискреционных начислений растет по мере перехода к справедливой стоимости активов и обязательств и использованию в оценке не номинальной, а эффективной процентной ставки. Однако эти наиболее существенные изменения вносятся в учет российских компаний крайне медленно. Так, возможность применения справедливой стоимости для основных средств и капитальных активов разрешена в России только с финансовой отчетности за 2022 г., для нематериальных активов – с отчетности за 2024 г.; эффективная процентная ставка и амортизационная стоимость для оценки долгосрочных обязательств российскими стандартами пока не предусмотрена. Неясен также дальнейший вектор развития методов оценки финансовых вложений в зависимые и дочерние компании, которые имеют обычно долгосрочный характер и могут привести к значительному увеличению дискреционных начислений. Поэтому большинство российских организаций, декларируя переход на МСФО в последние 10 лет, по-прежнему ведут отчетность по принципу максимального сближения традиционного российского и международного финансового учета, избегая существенных переоценок и корректировок. Подтверждением этому может быть предметный анализ изменения учетных политик российских компаний по мере перехода к идеологии международной финансовой отчетности. Однако этот вопрос является темой для отдельной научной публикации.

Следовательно, идея проверить качество дискреционных начислений в настоящее время не имеет прочного информационного фундамента. При формальном подтверждении гипотезы 1, скорее всего, следует говорить не столько о повышении качества учета в связи с переходом на МСФО, сколько о взаимосвязи дискретных начислений и отдельных финансовых показателей. Говорить о снижении манипулирования прибылью при переходе на МСФО, на наш взгляд, рано, поскольку переход имеет крайне

затяжной характер. Это, действительно, наталкивает на мысль о том, что финансовая отчетность как таковая не может быть единственной целью бухгалтерского учета как системы информации; развитие бухгалтерского учета должно быть ориентировано не только на финансовые рынки, но и национальные интересы государства.

### Модель аномальных начислений оборотного капитала

Следующей моделью, построенной в ходе данного исследования, стала модель аномальных начислений оборотного капитала (уравнение (8)). Так же как и для модели дискреционных начислений использованы три типа моделей, которые сравниваются друг с другом с помощью характеристик качества моделей и с помощью независимых тестов. Лучшей моделью оказалась модель FE, для которой и приводятся результаты моделирования (Таблицы 5 и 6). В общем виде данная модель может быть записана как:

$$AWCA_{it} = 0.228 - 0.318 \cdot IFRS_{it} + 0.666 \cdot SIZE_{it} + 0.0004 \cdot LEV_{it} + 0.172 \cdot LOSS_{it} - 0.363 \cdot GROWTH_{it} - 0.002 \cdot BIG4_{it} - 0.465 \cdot ROA_{it}.$$

На основании характеристик качества модели аномальных начислений оборотного капитала можно сказать о значимости модели, неплохой объясняющей способности и об относительно высокой роли эффектов в этой модели, что в совокупности свидетельствует о довольно неплохом качестве данной модели. Данные выводы о качестве модели подтверждают нормальность распределения остатков и отсутствие корреляции первого порядка.

Модель также была проверена на устойчивость с помощью нескольких методов. Первым способом проверки выступил альтернативный метод оценки модели, а именно использование RE модели, для которой коэффициент при переменной IFRS равен -0.101 и статистически значим, что подтверждает устойчивость результата.

Еще одним методом проверки является изменение спецификации модели с фиксированными эффектами. В первую очередь была оценена модель без незначимых переменных Lev и Big4. Коэффициент при признаке IFRS составил -0.318 и остался значимым, что свидетельствует об устойчивости эффекта. Также интерес представляет спецификация без переменной Loss, которая хоть и была признана значимой на 10%-м уровне в основной модели

Таблица 5. Результаты FE модели аномальных начислений оборотного капитала

Переменная	Коэффициент	Ст. ошибка	t-стат.	p-value	
IFRS	-0.3177	0.1194	-2.66	0.008	***
Size	0.6663	0.1588	4.20	0	***
Lev	0.0004	0.0682	0.01	0.995	
Loss	0.1719	0.0978	1.76	0.079	*
Growth	-0.3629	0.0413	-8.80	0	***
Big4	-0.0021	0.1397	-0.01	0.988	
ROA	0.465	0.0704	6.61	0	***
Const	0.228	0.1	2.28	0.023	**

Источник: расчеты автора, Stata.

**Таблица 6.** Характеристики качества FE модели аномальных начислений оборотного капитала

Ст. ошибка	0.6761	F-стат.	43.42
$R^2_{within}$	0.4361	p-value (F)	0
$R^2_{between}$	0.4478	AIC	2.16
$R^2_{overall}$	0.356	$\rho$	0.5

Источник: расчеты автора, Stata.

FE, продемонстрировала наименьшую корреляцию с зависимой переменной. Исключение данного признака не повлияло на результат, переменная IFRS сохранила направленность и статистическую значимость. Последними оцененными моделями, также как и для модели дискреционных начислений, стали отдельные спецификации без ROA и без Lev, проверяющие отсутствие искажений, связанных с мультиколлинеарностью. В обоих случаях переменная IFRS отрицательно связана с зависимой и значима, что подтверждает устойчивость оценки. Таким образом, оба метода проверки могут свидетельствовать о наличии устойчивости результатов для исходной модели.

Полученные результаты моделирования позволяют сделать формальный вывод о том, что первая гипотеза не отвергается и для данной модели, поскольку коэффициент для переменной IFRS отрицателен, т.е. при введении новой системы учета степень манипулирования прибылью снижается.

Сравнивая данную модель с предыдущей, можно заметить, что коэффициенты при переменных, отвечающих за такие показатели, как размер компании, процентное изменение дохода, убытки и качество аудита совпадают по направлению, поэтому интерпретации для них одинаковы, и было принято решение их не дублировать.

Признак Leverage положительно связан с зависимой переменной, следовательно, организации с более высокими значениями кредитного плеча склонны к искажению данных. Это может быть объяснено тем, что фирмы при росте долга могут получить стимулы к манипулированию прибылью из-за желания избежать нарушений условий заемного договора и необходимости поддержания доверия со стороны кредиторов и инвесторов.

Коэффициент при признаке ROA демонстрирует положительное воздействие на степень манипулирования прибылью. Компании с высоким ROA могут стремиться поддерживать высокую рыночную оценку своих акций, и соответственно манипуляция прибылью может использоваться для создания иллюзии финансовой стабильности и эффективности, что в конечном итоге может привести к повышению стоимости акций.

Отдельно важно отметить, что только такие переменные как IFRS, Size, Growth, ROA и Loss (на 10%-м уровне значимости) являются значимыми.

Однако, как и в предыдущем случае, при применении данной модели следует понимать, что введение справедливой стоимости для оборотных активов разрешено только с отчетности 2021 г. и касается сравнительно небольшого числа организаций, которые либо используют неденежные формы расчета, либо имеют на балансе товары, торгуемые на официальных торгах.

Стандарт по признанию и оценке выручки, который также позволит использовать профессиональное суждение для оценки выручки и фактически «разорвет» равенство между дебиторской задолженностью и деньгами, и выручкой, пока на территории России не введен. Поэтому в финансовой отчетности корректировки в части оборотных активов и выручки остаются тоже минимальными. Применение данной модели, пожалуй, будет показательно лишь для оценки качества учета в организациях сельского, лесного и рыбного хозяйства, которым вменяется использование справедливой стоимости. Но для таких организаций следует также проводить отдельное научное исследование, поскольку многие из них вправе применять упрощенные способы учета и не публикуют свою финансовую отчетность.

Таким образом, несмотря на формальное подтверждение гипотезы 1, изменения в учете оборотных активов для данной выборки были минимальными. Поэтому данная модель также не может быть однозначным подтверждением снижения манипулирования прибылью при переходе на МСФО.

### Модель сглаживания доходов

Последним подходом, который проверяет выполнение первой гипотезы, является оценка метрики сглаживания дохода. Для этого были построены вспомогательные регрессии для обоих рассматриваемых периодов (уравнение (9)), чтобы с их помощью оценить вариации остатков. Для полученных значений также был проведен тест на проверку статистической значимости различий получившихся значений (Таблица 7).

**Таблица 7.** Результаты модели сглаживания дохода

	До МСФО	После МСФО	F	p-value
$VAR\Delta NI^*$	0.0039	1.0863	281.0662	0

Источник: расчеты автора, Stata.

Так, дисперсия  $\Delta NI^*$  до введения МСФО составляла 0.004, а после 2012 г. составила 1.09. Поскольку значение дисперсии явно увеличилось, причем различие является статистически значимым, то формально можно сделать вывод о снижении степени манипулирования прибылью. Таким образом, гипотеза 1 не отклоняется.

Однако следует также учитывать, что концепция международной финансовой отчетности допускает при использовании справедливой стоимости отнесение переоценок как на счет прибыли, так и на счет переоценок, относящийся в балансе к разделу собственного капитала. Переоценка создает для компании конкурентные преимущества. При росте собственного капитала увеличивается кредитное плечо и появляется возможность для привлечения дополнительных финансовых ресурсов путем размещения облигационного займа или привлечения кредитных средств. Поэтому при распространении методов оценки, разрешенных МСФО, анализ данной модели должен включать не только изменение чистой прибыли, но и изменение статей переоценок, относящихся к собственному капиталу. Например, согласно МСФО, прочий совокупный доход разделяется на реклассифицируемый и нереклассифицируемый. Результат

переоценки основных средств – нереклассифицируемый прочий совокупный доход, т.е. при выбытии внеоборотного актива, резерв переоценки не подпадает в финансовый результат отчетного года, отражаемый в отчете о прибылях и убытках. При этом переоценка некоторых финансовых активов – реклассифицируемый прочий совокупный доход, т.е. накопленный результат дооценки отражается как прочий совокупный доход, но когда финансовый актив выбывает, то накопленная переоценка, включается в состав финансового результата отчетного периода, т.е. попадает в отчет о прибылях и убытках. В российских стандартах до настоящего времени такого деления прочего совокупного дохода нет, более того, отсутствует понятие и самого «прочего совокупного дохода». У нас это операции, не включаемые в прибыли и убытки, но включаемые в совокупный финансовый результат. В настоящий момент из регулируемых всего две статьи, попадающие в данную категорию, – переоценка внеоборотных активов и курсовые разницы по зарубежной деятельности. В МСФО таких статей гораздо больше, например, переоценка финансовых активов или накопленные актуарные прибыли и убытки по пенсионным программам.

В связи с этим считаем, что в настоящем исследовании результаты модели, скорее, указывают на то, что в период

исследования существенных изменений в переоценках, относящихся на счет прибылей и убытков, в большинстве компаний не происходило, поэтому дисперсия увеличилась.

### Модель своевременного признания убытков

Последняя модель, построенная в работе, представляет собой модель своевременного признания убытков (уравнение (10)). Всего в этой части работы были построены три типа моделей: логистическая модель с фиксированным эффектом (FE), логистическая модель со случайным эффектом (RE) и обычная логистическая модель, построенная по обобщенной выборке (pooled). Получившиеся модели сравниваются друг с другом как с помощью характеристик качества моделей, так и с помощью независимых тестов.

Было определено, что модель FE является лучшей, и именно для нее приведены результаты моделирования (Таблицы 8 и 9). В общем виде данная модель может быть записана как:

$$IFRS_{it} = -0.916 \cdot LL_{it} + 12.27 \cdot SIZE_{it} + 5.193 \cdot LEV_{it} + 0.459 \cdot LOSS_{it} - 0.6 \cdot GROWTH_{it} + 4.543 \cdot BIG4_{it} - 0.837 \cdot ROA_{it}.$$

Таблица 8. Результаты FE модели своевременного признания убытков

Переменная	Коэффициент	Ст. ошибка	t-стат.	p-value
LL	-0.9163	1.0155	-0.90	0.367
Size	12.2698	2.1236	5.78	0 ***
Lev	5.1926	3.33	1.56	0.119
Loss	0.4593	0.877	0.52	0.6
Growth	-0.6006	0.5149	-1.17	0.243
Big4	4.5429	1.2097	3.76	0 ***
ROA	-0.837	0.6707	-1.25	0.212

Источник: расчеты автора, Stata.

Важно отметить, коэффициент при переменной LL отрицателен, следовательно, внедрение МСФО не приводит к более своевременному признанию убытков и соответственно не позволяет сделать вывод о повышении качества учета и отчетности. Таким образом, гипотеза 2 отвергается. Однако здесь стоит заметить, что коэффициент при данной переменной является незначимым, что вполне объяснимо. Если целью составления финансовой отчетности по МСФО является привлечение внешних инвесторов, то признание значительных убытков прямо противоречит этой цели. Поэтому к самой модели и выводу об отвержении гипотезы 2 стоит относиться с осторожностью.

Таблица 9. Характеристики качества FE модели своевременного признания убытков

$\chi^2$ -стат.	236.55
p-value	0
AIC	0.223

Источник: расчеты автора, Stata.

### Выводы

Данное исследование было посвящено анализу влияния принятия международных стандартов на качество бухгалтерского учета и отчетности. В этом контексте были изучены данные российских публичных компаний с начала 2010 по конец 2020 г. В ходе работы были выдвинуты две основные гипотезы, оценивающие эффективность внедрения МСФО на степень манипулирования прибылью и своевременность признания убытков.

Для проверки первой гипотезы были применены три ключевых методики: модель дискреционных начислений, модель аномальных начислений оборотного капитала и модель сглаживания доходов. Формально, все три метода продемонстрировали, что с переходом на новую систему учета степень манипулирования прибылью уменьшается, и можно сделать вывод о том, что гипотеза действительно принимается. Подобные результаты согласуются с существующей литературой, так как немало статей описывают именно положительный эффект от внедрения МСФО. Для проверки второй гипотезы использовалась модель

своевременного признания убытков и на ее основании можно заключить, что после введения международных стандартов не наблюдается положительного влияния на своевременность признания потерь.

Таким образом, весь проведенный анализ в совокупности свидетельствует о том, что формально МСФО действительно оказывает положительный эффект на качество бухгалтерского учета и отчетности.

Однако, по нашему мнению, для оценки качества учета по МСФО в настоящее время отсутствует соответствующая информационная база. До 2021 г. российские стандарты бухгалтерского учета практически не содержали норм о справедливой стоимости и эффективной процентной ставке. Поэтому даже в случае применения МСФО организации выбирали те методы учета, которые согласовывались с российскими стандартами и позволяли избегать значительных корректировок при составлении финансовой отчетности по МСФО. Так, справедливая стоимость в МСФО является ключевым оценочным значением, призванным обеспечить реалистичность финансового положения и результатов деятельности компании, что по сути повышает степень отождествления показателей в финансовой отчетности с рыночной стоимостью бизнеса. При этом именно оценочные расчетные значения подвержены наиболее сильному влиянию профессионального суждения при соблюдении критерия надежности, подразумевающего четкого, точного описания и объяснения.

Поэтому видится, что анализ качества учета в настоящее время следует проводить не столько через анализ самой финансовой отчетности, сколько через анализ методологии учета, учетных политик и достижения показателей, сопряженных с отчетностью, но напрямую с ней не связанных. Например, высокое качество учета может обеспечивать получение льготных кредитов и/или высокую точность прогнозирования будущих доходов. Данный вывод указывает, что применение математических методов для анализа качества учета требует их критического осмысления и разработки собственных моделей с учетом национальных особенностей учета.

Настоящее исследование было ограничено включением определенных отраслей экономики, что не позволило сделать выводы относительно всего корпоративного сектора России. В качестве основы дальнейших перспективных исследований следует включить и иные отрасли народного хозяйства, такие как электроэнергия, сельское хозяйство, транспорт, горнодобывающая промышленность.

Данное исследование потенциально позволит внести вклад в понимание МСФО, расширит теоретическую базу знаний о влиянии этих стандартов в таком неизученном в разрезе данного вопроса регионе как Россия и даст возможность менеджерам компаний принимать решения о целесообразности перехода к этой системе бухгалтерского учета, а также станет основой для дальнейших научных работ.

## Список литературы

1. Malo-Alain A., Aldoseri M., Melegy M. Measuring the Effect of International Financial Reporting Standards on Quality of Accounting Performance and Efficiency of Investment Decisions. *Accounting*. 2021;7(1):249–256. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.9.011>
2. Nurunnabi M., Donker H., Jermakowicz E.K. The Impact of Mandatory Adoption of IFRS in Saudi Arabia. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 2022;49:100509. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2022.100509>
3. Sellami M., Fakhfakh H. Effect of the Mandatory Adoption of IFRS on Real and Accruals-Based Earnings Management: Empirical Evidence from France. *International Journal of Accounting and Economics Studies*. 2014;2(1):22–33. <https://doi.org/10.14419/ijaes.v2i1.1485>
4. Hlel K., Nafti I.K. Board Characteristics, IFRS Adoption and Voluntary Disclosure: Evidence from Management Forecasts Accuracy in France. *International Journal of Management and Enterprise Development*. 2019;18(1/2):41–62.
5. Mensah E.O. The Effect of IFRS Adoption on Financial Reporting Quality: Evidence from Listed Manufacturing Firms in Ghana. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*. 2020;34(1):2890–2905. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2020.1860109>
6. Rioui S.E., Rigat M.S., Grine A. The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Earnings Management: Evidence from Morocco: A Multinomial Logit Approach. *Journal of Physics: Conference Series*. 2021;1743: 012013. <https://doi.org/10.1088/1742-6596/1743/1/012013>
7. Key K.G., Kim J.Y. IFRS and Accounting Quality: Additional Evidence from Korea. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 2020;39:100306. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2020.100306>
8. Bertrand J., de Brebisson H., Burietz A. Why Choosing IFRS? Benefits of Voluntary Adoption by European Private Companies. *International Review of Law and Economics*. 2021;65:105968. <https://doi.org/10.1016/j.irl.2020.105968>
9. Abdul-Baki Z., Haniffa R. The impact of accounting reform on accounting quality: evidence from Nigeria. *Journal of International Financial Management & Accounting*. 2020;31(2):169–190. <https://doi.org/10.1111/jifm.12112>
10. Adhikari A., Bansal M., Kumar A. IFRS convergence and accounting quality: India a case study. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 2021;45:100430. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2021.100430>
11. Meshram V.V., Arora J. Accounting Constructs and Economic Consequences of IFRS Adoption in India. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 2021;45:100427. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2021.100427>
12. Karapinar A., Zaif F. Does the IFRS Improve Earnings Quality? A Comparison of Turkish GAAP and IFRS. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. 2022;13(2):277–296. <https://doi.org/10.1108/JIABR-10-2019-0206>
13. Fuad F., Juliarto A., Harto P. Does IFRS Convergence Really Increase Accounting Qualities? Emerging Market Evidence. *Journal of Economics, Finance & Administrative Science*. 2019;24(48):205–220. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-10-2018-0099>
14. Mongrut S., Winkelried D. Unintended Effects of IFRS Adoption on Earnings Management: The Case of Latin

- America. *Emerging Markets Review*. 2019;38:377–388. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2018.11.004>
15. Bryce M., Ali M.J., Mather P.R. Accounting Quality in the Pre-/Post-IFRS Adoption Periods and the Impact on Audit Committee Effectiveness—Evidence from Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2015;35(Part A):163–181. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.12.002>
  16. Iatridis G.E., Rouvolis S. The Post-Adoption Effects of the Implementation of International Financial Reporting Standards in Greece. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 2010;19(1):55–65. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2009.12.004>
  17. Almaharmeh M.I., Almasarwah A., Shehadeh A. Mandatory IFRS adoption and real/accruals bases earnings management in the UK. *ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives*. 2021;10:25–39. <https://doi.org/10.35944/jofrp.2021.10.1.002>
  18. Garanina T.A., Kormiltseva P.S. The Effect of International Financial Reporting Standards (IFRS) Adoption on the Value Relevance of Financial Reporting: A Case of Russia. *Research in Accounting in Emerging Economies*. 2014;13:27–60. [https://doi.org/10.1108/S1479-3563\(2013\)0000013007](https://doi.org/10.1108/S1479-3563(2013)0000013007)
  19. Sorokina K. Global Accounting Standards: History of the Issue. Part 2. *Journal of Corporate Finance Research = Korporativnye Finansy*. 2014;8(1):109–119. (In Russ.) <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.8.1.2014.109-119>
  20. Kim O. The IFRS Adoption Reform Through the Lens of Neoinstitutionalism: The Case of the Russian Federation. *The International Journal of Accounting*. 2016;51(3):345–362. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2016.07.001>
  21. Dolgikh T. IFRS Adoption and the Financial Statements Comparability: The Case of Russia and Canada. *European Financial and Accounting Journal*. 2022;17(1):7–24. <https://doi.org/10.18267/j.efaj.265>
  22. Malofeeva T.N. The Impact of IFRS Adoption on Earnings Management in Russia. *European Research Studies Journal*. 2018;XXI(2):147–164. <https://doi.org/10.35808/ersj/991>
  23. Dechow P.M., Sloan R.G., Sweeney A.P. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*. 1995;70(2):193–225. (accessed on 07.04.2025) URL: <https://www.jstor.org/stable/248303>
  24. Bar-Yosef S., Prencipe A. The Impact of Corporate Governance and Earnings Management on Stock Market Liquidity in a Highly Concentrated Ownership Capital Market. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 2013;28(3):292–316. <https://doi.org/10.1177/0148558X13492591>
  25. Barth M.E., Landsman W.R., Lang M.H. International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*. 2008;46(3):467–498. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>
  26. Klish A.A., Shubita M.F., Wu J. IFRS Adoption and Financial Reporting Quality in the MENA Region. *Journal of Applied Accounting Research*. 2022;23(3):570–603. <https://doi.org/10.1108/JAAR-08-2020-0155>
  27. Norhayati Z., Rahayu A., Noor S.M. The Impact of Leverage on Real Earnings Management. *Procedia Economics and Finance*. 2013;7:86–95. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(13\)00222-0](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(13)00222-0)

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

Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

Статья была представлена 19.04.2025; одобрена после рецензирования 08.05.2025; принята для публикации 01.06.2025.