



# Доходность бизнеса и денежно-кредитная политика государства

С.И. Луценко<sup>1,2</sup><sup>1</sup> Институт экономических стратегий РАН (Москва, Россия)<sup>2</sup> НИИ корпоративного и проектного управления (Москва, Россия)

## Аннотация

В статье рассмотрены особенности политики менеджмента и денежно-кредитной политики государства, влияющие на рентабельность деятельности российских публичных компаний (доходность бизнеса). Ужесточение денежно-кредитной политики государства (в частности, рост ключевой ставки Банка России без привязки к рентабельности активов) может негативно отразиться на доходности хозяйственной деятельности. Показатель дивидендных выплат является сигналом для акционеров и потенциальных инвесторов. Кроме того, дивидендные выплаты являются индикатором финансовой ограниченности компаний. Финансовые ограничения связаны с проблемой неблагоприятного отбора финансирования – выбора источника финансирования с учетом его цены. Эффективное управление оборотными активами позволит рационально использовать их в качестве дополнительного источника инвестиций. Показатель вклада менеджмента или внутреннего роста позволяет оценивать внешние факторы: рыночные колебания, макроэкономические особенности, а также действия финансовых спекулянтов. Этот показатель устанавливает реальный вклад руководства в стоимость компании. Систематическая убыточность хозяйственной деятельности предприятия является следствием недальновидной финансовой политики или ошибочных стратегических решений со стороны менеджмента. Менеджмент действует в соответствии с фидуциарными обязанностями добросовестности и разумности в интересах компании и ее акционеров, ожидающих увеличения стоимости бизнеса. Поэтому управленческое решение должно приниматься прежде всего с позиции максимизации рыночной капитализации. Тогда российские публичные компании в условиях финансовых ограничений и секторальных санкций будут действовать в логике предупредительного мотива (precautionary motive), сберегая значительную часть денежных средств для последующего инвестирования в приоритетные проекты. Рост продаж предоставляет дополнительные возможности компании в отношении инвестирования. С целью выявления адекватной модели прогнозирования были проведены тесты Вальда, Бройша – Пагана и Хаусмана.

**Ключевые слова:** внутренний рост, денежно-кредитная политика, финансовые ограничения, дивидендные выплаты, предупредительный мотив, доходность бизнеса, финансовая политика.

## Для цитирования:

Луценко С.И. (2022). Доходность бизнеса и денежно-кредитная политика государства. *Стратегические решения и риск-менеджмент*, 13(4): 326–332. DOI: 10.17747/2618-947X-2022-4-326-332.

Автор выражает благодарность А.В. Трачуку и Н.В. Линдер за помощь в подготовке к публикации статьи, а также А.М. Владыкиной за ценные замечания.

# Business profitability and monetary policy of the state

S.I. Lutsenko<sup>1,2</sup><sup>1</sup> Institute for Economic Strategies of the Social Sciences Division of the RAS (Moscow, Russia)<sup>2</sup> Corporate and Project Management Institute (Moscow, Russia)

## Abstract

The author examines the features of the management policy and the monetary policy of the state on the profitability of the activities of Russian public companies (business profitability). The tightening of the monetary policy of the state (in particular, the growth of the key rate of the Bank of Russia without reference to the return on assets) may negatively affect the profitability of economic activity. The indicator of dividend payments is a signal for shareholders and potential investors. In addition, dividend payments are an indicator of the financial limitations of companies. Financial constraints are associated with the problem of adverse selection of financing - the choice of a source of financing taking into account its price. Effective management of current assets will allow rational use of them as an additional source of investment. The indicator of the contribution of management or internal growth allows you to evaluate external factors: market fluctuations, macroeconomic features, as well as the actions of financial speculators. This indicator establishes the real contribution of management to the value of the company. Systematic unprofitability of the company's economic activity is a consequence of short-sighted financial policy or erroneous strategic decisions on the part of management. Management acts in accordance with fiduciary duties of integrity and reasonableness in the interests of the company and its shareholders expecting an increase in the value of the business. Therefore, the management decision should be made from the position of maximising market capitalisation. Then Russian public companies will act in the logic of a precautionary motive, saving a significant part of the funds for subsequent investment in priority projects under conditions of financial restrictions and sectoral sanctions. The growth of sales provides additional opportunities for the company to invest. The Wald, Breusch – Pagan and Hausman tests were carried out in order to identify an adequate forecasting model.

**Keywords:** internal growth, monetary policy, financial constraints, dividend payments, precautionary motive, business profitability, financial policy.

**For citation:**

Lutsenko S.I. (2022). Business profitability and monetary policy of the state. *Strategic Decisions and Risk Management*, 13(4): 326-332. DOI: 10.17747/2618-947X-2022-4-326-332. (In Russ.)

**Acknowledgements**

The author is grateful to A.V. Trachuk and N.V. Linder for assistance in preparing the article for publication, as well as A.M. Vladykina for valuable comments.

# 企业收益率与国家货币政策

S.I. Lutsenko<sup>1,2</sup><sup>1</sup> 俄罗斯科学院社会科学部经济战略研究所 (俄罗斯莫斯科)<sup>2</sup> 管理企业与项目研究所 (俄罗斯莫斯科)**摘要**

本文考虑了与俄罗斯上市公司盈利能力相关的管理政策和国家货币政策的特点。国家货币政策的紧缩 (特别是在不参考资产回报率的情况下提高俄罗斯银行的关键利率) 可能会对经济活动的盈利能力产生不利影响。股息支付指标是股东和潜在投资者的信号。此外, 股息支付是公司财务限制的一个指标。财务限制与资金逆向选择问题相关——当融资来源的选择基础与其价格。有效管理流动资产将允许其合理使用作为额外的投资来源。管理或内部成长贡献指标允许您评估外部因素: 市场波动、宏观经济特征以及金融投资者的行为。该指标显示管理层对公司价值的真正贡献。企业经济活动的系统性无利可图是短视的财务政策或管理层错误的战略决策的结果。管理层按必须照诚信与合理原则行事, 符合公司及其希望增加业务价值的股东的利益。管理决策应主要从市值最大化的立场出发。那么俄罗斯上市公司在金融限制和部门制裁的情况下将以预防动机 (precautionary motive) 的逻辑行事, 节省可观的资金用于优先项目的后续投资。销售增长将为公司容许额外的投资机会。为了确定适当的预测模型, 进行了沃德 (Wald)、布伦斯和帕甘 (Breusch-Pagan) 及豪斯曼 (Hausman) 检验。

**关键词:** 内部成长, 货币政策, 财务限制, 股息支付, 预防动机, 企业收益率, 金融政策。

**供引用:**

Lutsenko S.I. (2022). 企业收益率与国家货币政策. *战略决策和风险管理*. 13(4): 326-332. DOI: 10.17747/2618-947X-2022-4-326-332. (俄文)。

作者感谢 A.V. Trachuk 和 N.V. Linder 帮助准备文章发表, 以及 A.M. Vladykina 提出宝贵意见。

**Введение**

Сдерживающим фактором в экономике является сокращение инвестиций в основной капитал. Это связано с удорожанием кредитных ресурсов, что существенно ограничивает инвестиционный спрос. Для оживления инвестиционной активности необходимо снижение ключевой ставки Банка России.

Как отмечается в «Стратегии национальной безопасности Российской Федерации»<sup>1</sup>, для достижения целей экономической безопасности страны в числе прочих задач *требуется защита и поощрение капиталовложения, а также стимулирование использования внутренних источников инвестиций*.

На самом деле ставки денежного рынка влияют на другие процентные ставки в экономике и цены финансовых активов, определяя решения хозяйствующих субъектов относительно сбережения и инвестирования. Смягчение или ужесточение денежно-кредитной политики транслируется в экономику.

Ключевая ставка – процентная ставка по основным операциям по регулированию ликвидности банковского сектора; она является основным универсальным индикатором денежно-кредитной политики, осуществляемой Банком России.

Рост ключевой ставки и секторальные санкции со стороны США и Евросоюза в отношении банковского сектора приводят к резкому ухудшению конъюнктуры российского

финансового рынка. Дополнительный отпечаток накладывают секторальные санкции со стороны США и ЕС в отношении российских публичных компаний (в частности, нефтедобывающего и энергетического секторов, которые включены в выборку представленного исследования).

Изменение макроэкономической и денежно-кредитной политики государства (в частности, выраженный в национальной валюте операционный ориентир курсовой политики Банка России или удорожание кредитных ресурсов по причине повышения Банком России ключевой ставки без привязки к рентабельности компании) может негативно отразиться на доходности бизнеса вне зависимости от того, продавал ли он свою продукцию на экспорт или на внутреннем рынке<sup>2</sup>.

Необходимо иметь в виду, что чрезмерное долговое финансирование ухудшает финансовое положение компании, а также приводит к увеличению степени ее финансовых рисков и отрицательно сказывается на финансовой устойчивости, снижая уровень собственного капитала<sup>3</sup>.

Некоторые авторы отмечали, что компании используют свои внутренние денежные резервы для последующего их инвестирования в активы [Almeida et al., 2014]. X. Алмейда и соавторы [Almeida et al., 2021] установили, что финансовая ограниченность компании связана с ее высоким денежным уровнем (элементом инвестиционного ресурса).

<sup>1</sup> Указ Президента РФ от 02.07.2021 № 400 «Стратегия национальной безопасности Российской Федерации». <http://www.kremlin.ru/acts/bank/47046>.

<sup>2</sup> Постановление Восьмого арбитражного апелляционного суда от 21.09.2022 по делу № А81-10275/2017. <https://clck.ru/32RPsx>.

<sup>3</sup> Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.08.2021 по делу № А40-325813/2019. <https://clck.ru/32RPvf>.

Р. Корайжик и А. Леви [Korajczyk, Levy, 2003] рассматривают влияние макроэкономических условий на выбор источника финансирования (с учетом финансовых ограничений). Они заключают, что компании, которые не являются финансово ограниченными, производят в большей степени эмиссию акций, нежели эмиссию долга, когда макроэкономические условия являются благоприятными.

С. Чанг и соавторы [Chang et al., 2018] также рассматривают влияние макроэкономических факторов и характеристик компании на ее эмиссионную деятельность. Они отмечают, что компании независимо от финансовых ограничений осуществляют дополнительную эмиссию акций. При этом финансово ограниченные организации эмитируют акций намного больше, чем финансово неограниченные фирмы.

Х. Алмейда и соавторы [Almeida et al., 2016] исследовали влияние дивидендных выплат (индикатор финансовых ограничений) на денежную политику компании. Их результаты показали, что показатель дивидендных выплат является метрикой для оценки ликвидности компании. Другими словами, с помощью данного показателя компания может управлять доходностью акций.

Денежная форма капитала, будучи наиболее ликвидной и мобильной, позволяет предприятию использовать денежные средства в целях технического, технологического и организационного совершенствования производства, инвестирования в соответствующие проекты, что в конечном счете увеличивает капитализацию фирмы.

Названные выше работы не учитывали влияния вклада менеджмента, продаж и денежно-кредитную политику государства на рентабельность (прибыльность) деятельности компании.

Показатель вклада менеджмента или внутреннего роста позволяет идентифицировать внешние факторы: ошибочные оценки рынка, макроэкономические факторы, действия финансовых спекулянтов. Этот показатель представляет внутреннюю часть приращения стоимости компании и устанавливает реальный вклад руководства в рыночную капитализацию. Грамотная финансовая политика свидетельствует о рациональном менеджменте в области рентабельности деятельности фирмы. В противном случае рискованные сделки и плохое управление могут привести к снижению стоимости компании и благосостояния ее акционеров<sup>4</sup>.

Стоимость компании фактически является тем показателем, по которому оценивается ее финансовое положение, стабильность на рынке определенных товаров (работ, услуг), рентабельность бизнеса, привлекательность для покупателей, а также благосостояние акционера. Отрицательные финансовые результаты хозяйственной деятельности компании являются следствием неразумной финансовой политики или ошибочных стратегических решений со стороны менеджмента, что не соответствует экономическим интересам организации и ее собственников<sup>5</sup>.

В отношении поведения руководителя выработаны определенные критерии. Речь идет о принципе добросовестности

(эстоппель) и правиле *venire contra factum proprium* (никто не может противоречить собственному предыдущему поведению), в соответствии с которыми изменение стороной своей позиции в ущерб участнику (акционеру, поставщику), который ранее разумно и добросовестно полагался на обратное поведение такой стороны, лишает руководителя в рассматриваемом случае права на возражение.

В силу международного принципа эстоппель, который признается Конституцией Российской Федерации (речь идет о соблюдении принципов и норм международного права – ч. 4 ст. 15 Конституции Российской Федерации), сторона лишается права ссылаться на возражения в отношении ранее совершенных действий и сделок, а также принятых решений, если поведение свидетельствовало о его действительности.

Действующим законодательством и сложившейся судебной практикой не допускается попустительство в отношении противоречивого и недобросовестного поведения менеджмента, не соответствующего обычной коммерческой честности (правило эстоппель). Таким поведением является, в частности, поведение, не соответствующее предшествующим заявлениям или поведению стороны, при условии что другая сторона в своих действиях разумно полагалась на них.

Руководитель действует в соответствии со своими фидуциарными обязанностями добросовестно и разумно в интересах компании и ее акционеров, ожидающих увеличения стоимости компании<sup>6</sup>. В свою очередь, управленческое решение должно приниматься прежде всего с позиции максимизации стоимости бизнеса, поскольку не только абсолютный финансовый результат функционирования предприятия (чистая прибыль), но и относительные показатели (рентабельность активов, инвестиций, показатели продаж, риски) в большей или меньшей степени влияют на максимизацию стоимости бизнеса и могут рассматриваться как самостоятельные цели на определенном этапе деятельности организации.

Другим важным фактором при оценке рентабельности деятельности компании является показатель роста продаж. В условиях жесткой конкурентной среды и меняющихся внешних обстоятельств с целью обеспечения максимальной ликвидности фирмы для своевременного исполнения обязательств перед кредиторами, бюджетом, поставщиками необходимо высвободить оборотный капитал из товарных запасов и дебиторской задолженности<sup>7</sup>. Другими словами, речь идет о том, что показатель роста продаж является необходимым фактором для оценки эффективности использования инвестиций в оборотный капитал. *Рост продаж открывает для компании дополнительные возможности в отношении направлений использования инвестиций*.

Третьим фактором, оказывающим влияние на финансовый результат компании, является денежно-кредитная политика государства в лице Банка России. Как было отмечено выше, жесткая политика Банка России (рост ключевой ставки) может привести к увеличению финансовых рисков и негативно сказаться на финансовом положении хозяйствующего субъекта. Тогда российские публичные компании будут дей-

<sup>4</sup> Решение Европейского суда по правам человека от 07.11.2002 по делу «Ольжак против Польши». <https://clck.ru/32RRAv>.

<sup>5</sup> Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 18.11.2020 по делу № А23-6808/2016. <https://clck.ru/32RRHb>.

<sup>6</sup> Определение Верховного суда РФ от 08.06.2021 № 305-ЭС21-9270. <https://clck.ru/32RRQq>.

<sup>7</sup> Постановление Пятнадцатого арбитражного апелляционного суда от 23.04.2019 по делу № А53-1473/2017. <https://clck.ru/32RRWw>.

ствовать в логике предупредительного мотива (precautionary motive), сберегая значительную часть денежных средств для последующего инвестирования в проекты с учетом их приоритетности. Иначе говоря, в соответствии с предупредительным мотивом российские компании создают внутренний денежный резерв, чтобы нивелировать потери, связанные с шоками, влияющими на финансовые результаты.

Наконец, еще одним важным фактором, влияющим на рентабельность деятельности компании, является показатель дивидендных выплат. Этот показатель является надежным информационным сигналом в отношении перспектив будущей прибыли. Дивидендные выплаты также являются индикатором финансовой ограниченности компаний. Компании, сталкиваясь с финансовыми ограничениями, подвергаются проблеме неблагоприятного отбора финансирования (выбора источника финансирования с точки зрения его цены). Выплата дивидендов не должна приводить к привлечению компанией дополнительного долгового финансирования или иным затратам, ухудшающим ее финансовое положение.

## 1. Методология исследования и выборка данных

Для оценки влияния внутреннего роста, ключевой ставки, продаж и других характеристик компании на доходность бизнеса (рентабельность хозяйственной деятельности) были отобраны 24 публичные российские компании из 10 отраслей экономики: сельское хозяйство (производство, переработка и реализация сельскохозяйственной продукции), нефтегазовый комплекс (нефтяная и газовая промышленность), пищевая промышленность (производство и переработка мяса птицы, свинины и комбикормов), черная и цветная металлургия, машиностроение (производство частей и принадлежностей автомобилей и двигателей), электроэнергетика, строительство (производство общестроительных работ), торговля (розничная торговля продовольственными и непродовольственными товарами), транспорт (транспортирование по трубам, морской транспорт), телекоммуникации (услуги связи). В выборку были включены публичные российские компании с суммарным доходом более 10 млрд руб.<sup>8</sup> Критерием отбора является наличие отчетности по международным стандартам финансовой отчетности. Акции компании должны обращаться на фондовом рынке. Информация об организациях получена из годовых финансовых отчетов, отчетов эмитентов, данных на корпоративных сайтах, а также данных ПАО «Московская биржа». Данные о ключевой ставке взяты на сайте Банка России. Период выборки – 2018–2021 годы. Количество наблюдений для каждой компании варьируется (для одних компаний – 2018–2021 годы, для других – 2019–2021 годы), поэтому данные являются несбалансированными. Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета Stata.

При оценке эконометрической модели была использована зависимая переменная (объясняемая переменная) – рентабельность (прибыльность) активов (показатель, оценивающий доходность бизнеса).

В качестве независимых (объясняющих) переменных были отобраны: осязаемость активов, общий уровень дивидендных выплат. В работе используются эти независимые переменные, предложенные в [Frank, Goyal, 2007; Chang et al., 2018; Almeida et al., 2021]. Дополнительно в модель включены три независимые переменные: показатель внутреннего роста (влияние менеджмента на доходность бизнеса), рост продаж и ключевая ставка Банка России.

*Рентабельность (прибыльность) активов (ROA) (%)* – отношение прибыли после налогообложения (чистой прибыли) к совокупной величине активов.

*Осязаемость активов (PPE/A)* рассчитывается как отношение основных средств к совокупной величине активов. Этот показатель позволяет оценить источник финансирования.

*Общий уровень дивидендных выплат (Dividend)* определяется как отношение величины выплаченных дивидендов к совокупной величине активов. Этот показатель влияет на поведение потенциальных инвесторов (включает информационный сигнал о цене акции); также он является индикатором финансовых ограничений (поскольку чистая прибыль является источником выплаты дивидендов и средств, направляемых на образование различных фондов и на прирост капитала компании). Финансовые ограничения возникают вследствие внешних шоков в отношении предложения капитала – асимметрии в достоверности информации между инвесторами и компанией. Менеджмент обладает большей информацией по сравнению с потенциальным инвестором.

*Показатель внутреннего роста или влияния менеджмента на доходность бизнеса (g)* является основополагающим. Этот показатель позволяет устранить внешние факторы (ошибочные оценки рынка, макроэкономические аспекты). Он представляет внутреннюю часть роста стоимости компании и позволяет идентифицировать реальный вклад менеджмента в стоимость компании [Daniel, Titman, 2006]. Рассчитывается этот показатель как

$$g_{i,t} = \log\left(\frac{ME_{i,t}}{ME_{i,t-3}}\right) - \log(r_{i,t-3t}),$$

где  $ME$  – рыночная капитализация,  $r$  – логарифм среднего значения доходности акций. Российский фондовый рынок является неустойчивым (в особенности в условиях внешних санкций), долгосрочный период рассматривается как три года и более. Этот период позволяет учесть негативные шоки (экстерналии), которые могут повлиять на доходность акций. Также показатель внутреннего роста позволяет оценить предупредительный мотив, то есть готовность организации переключиться на внутренние источники финансирования (в частности, внутренние денежные резервы) в условиях финансовых ограничений. Российские публичные компании, сталкиваясь с финансовыми ограничениями, подвергаются проблеме неблагоприятного отбора финансирования, то есть выбора источника финансирования с учетом его цены.

*Рост продаж (Sales) (%)* определяется как отношение изменения выручки к величине выручки на начало периода.

*Ключевая ставка Банка России (Rate) (%)*.

Все независимые переменные являются лагированными. Лаг составляет один год. Описательная статистика представлена в табл. 1.

<sup>8</sup> Приказ ФНС России от 16.05.2007 № ММ-3-06/308@. СПС «Консультант Плюс».

В среднем рентабельность (прибыльность) активов составляет 7,7% от величины совокупных активов. Значение основных средств в среднем составляет 45,5 коп. на каждый рубль совокупных активов. Среднее значение дивидендных выплат составляет 4,1 коп. на каждый рубль совокупных активов. Влияние менеджмента на доходность бизнеса определяется в среднем 7,1 п.п. В среднем ежегодный рост продаж составляет 10%.

## 2. Оценка и анализ модели

Рассмотрим регрессионную модель, которая оценивает влияние внутреннего роста, ключевой ставки, продаж и других характеристик компании на доходность бизнеса:

$$ROA_t = a_0 + a_1(PPE/A)_{t-1} + a_2(Dividend)_{t-1} + a_3(g)_{t-1} + a_4(Sales)_{t-1} + a_5(Rate)_{t-1} + \varepsilon_t$$

где  $t$  – период времени для компании,  $a_0$  – свободный член регрессионного уравнения,  $a_1, a_2, a_3, a_4, a_5$  – регрессионные коэффициенты,  $\varepsilon$  – ошибка регрессионного уравнения.

Для модели был проведен анализ панельных данных для оценки трех видов регрессий: сквозной, со случайным эффектом и с фиксированным (установленным) эффектом. При сравнении сквозной регрессии с регрессией с фиксированными эффектами использовался тест Вальда; при сравнении сквозной регрессии с регрессией со случайными эффектами – тест Бройша – Пагана, при сравнении регрессии со случайными эффектами с регрессией с фиксированными эффектами – тест Хаусмана. Тестирование проводилось для отбора наиболее адекватной (качественной) модели относительно прогнозирования (табл. 2, 3).

Таблица 1  
Описательная статистика  
Table 1  
Summary statistics

Переменная	Средняя	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
Рентабельность (прибыльность) активов	7,716	9,913	-18,9	44,1
Осязаемость активов	0,455	0,242	0,02	0,89
Общий уровень дивидендных выплат	0,041	0,051	0	0,22
Внутренний рост	0,071	0,207	-0,5	0,67
Рост продаж	10,073	18,319	-55,4	66,5
Ключевая ставка Банка России	6,355	1,457	4,25	7,75

Таблица 2  
Модель, рассматривающая влияние внутреннего роста, ключевой ставки, продаж и других характеристик компании на доходность бизнеса

Table 2

A model that considers the impact of internal growth, key rate, sales and other characteristics of the company on business profitability

Модель	Регрессия					
	Сквозная		Со случайным эффектом		С фиксированным эффектом	
	Коэффициент	Стандартная ошибка	Коэффициент	Стандартная ошибка	Коэффициент	Стандартная ошибка
Осязаемость активов	6,680 (1,86)*	3,600	6,680 (1,86)	3,600	6,885 (1,12)	6,146
Общий уровень дивидендных выплат	88,351 (5,23)	16,887	88,351 (5,23)	16,887	63,916 (1,86)	34,359
Внутренний рост	12,349 (2,96)	4,177	12,349 (2,96)	4,177	11,341 (2,39)	4,741
Рост продаж	0,111 (2,22)	0,050	0,111 (2,22)	0,050	0,105 (1,89)	0,055
Ключевая ставка Банка России	-1,740 (-2,81)	0,619	-1,740 (-2,81)	0,619	-1,723 (-2,71)	0,636
Константа	10,103 (2,49)	4,053	10,103 (2,49)	4,053	11,043 (2,20)	5,012
Количество наблюдений	86	—	86	—	86	—
Коэффициент детерминации $R^2$ (%)	42,47	—	—	—	19,74	—
F-статистика	11,81	—	—	—	3,49	—
Статистика Вальда	—	—	59,06	—	—	—

\* В круглых скобках представлена  $t(z)$ -статистика, показывающая уровень значимости параметров модели.

Таблица 3  
Выбор модели на предмет адекватности (качества) прогнозирования  
Table 3  
Choosing a model for the adequacy (quality) of forecasting

Показатель	Тест Вальда	Тест Бройша – Пагана	Тест Хаусмана
Значение статистики ( <i>p</i> -value)	0,59 (0,801)	0,00 (1,000)	1,20 (0,945)
Вывод	Сквозная регрессия предпочтительнее регрессии с фиксированным эффектом	Сквозная регрессия предпочтительнее регрессии со случайным эффектом	Регрессия со случайным эффектом предпочтительнее регрессии с фиксированным эффектом

Наиболее подходящей моделью при оценке влияния внутреннего роста, ключевой ставки, продаж и других характеристик компании на доходность бизнеса является сквозная модель (индивидуальные эффекты не связаны с выбранными независимыми переменными). Кроме того, чтобы повысить точность прогноза, регрессионная модель протестирована на адекватность, гетероскедастичность и мультиколлинеарность (робастность).

Для проверки модели на адекватность был проведен тест Рамсея на уровне значимости 5%. В процессе тестирования выявлен уровень значимости 78,30%. Основная гипотеза о правильной спецификации исходной модели не отвергается. Модель является адекватной.

Тест на гетероскедастичность проводился с помощью теста Уайта. Уровень значимости составил 91,56%. Основная гипотеза о гомоскедастичности не отвергается на уровне значимости 5%. Гипотеза о наличии гетероскедастичности отвергается (гипотеза о наличии автокорреляции остатков, ведущая к снижению точности прогноза, может быть отвергнута).

Кроме того, был проведен тест на наличие связи между независимыми переменными (мультиколлинеарность – показатель VIF (variance inflation factor), множитель, который увеличивает дисперсию). В модели присутствует мультиколлинеарность, если для одной из независимых переменных значение коэффициента VIF > 10. В данном случае наибольшее значение существенно ниже 10 (VIF = 1,19), среднее значение VIF по всем параметрам составляет 1,11. Мультиколлинеарность в модели отсутствует (гипотеза о мультиколлинеарности отклонена).

Все показатели, кроме осязаемости активов, значимы на уровне значимости 5%.

В условиях финансовых ограничений и негативных факторов (в том числе секторальных санкций) руководство российских публичных компаний будет проявлять активность в отношении достижения доходности бизнеса (положительная связь между внутренним ростом, дивидендными выплатами и рентабельностью активов).

Дивиденды являются ориентиром для потенциальных инвесторов. Рост дивидендных выплат коррелирует с уровнем прибыли в будущем (положительная связь между дивидендными выплатами и рентабельностью активов). Позиция автора совпадает с логикой Ч. Хэма и соавторов [Ham et al., 2017]. Кроме того, можно сказать, рост дивидендных выплат отражает сокращение риска [Grullon, Michaely, 2002] с учетом показателя внутреннего роста. Дивидендные выплаты являются индикатором финансовых ограничений, позволяющим компании решать проблемы

неблагоприятного отбора – выбора источника финансирования с учетом его цены.

Менеджмент российских публичных компаний в условиях финансовых ограничений и жесткой денежно-кредитной политики Банка России, скорее всего, будет действовать в русле предупредительного мотива – фокусируясь на внутренних источниках финансирования инвестиций (положительная связь внутреннего роста и показателя рентабельности). Поскольку предупредительный (сберегающий) мотив может быть связан с финансовой неустойчивостью, компании стараются создать денежный запас [Myers, Majluf, 1984].

Кроме того, положительная связь между внутренним ростом и доходностью бизнеса говорит о сильном влиянии менеджмента на финансовую стратегию компании. Руководство не только влияет на цену акции, но и корректирует уровень риска с учетом информационных сигналов с рынков.

Рост ключевой ставки ухудшает перспективы к инвестированию (отрицательная связь между ключевой ставкой и доходностью бизнеса).

Вероятно, руководство российских компаний будет перераспределять собственный капитал через дивидендную политику, поскольку дивиденды могут быть инвестиционным ресурсом.

Наконец, рост продаж предоставляет компании дополнительную возможность увеличения инвестиций в оборотные активы (положительная связь между продажами и рентабельностью активов).

## Заключение

Последствия денежно-кредитной политики Банка России (в данном случае рост ключевой ставки, которая не учитывает рентабельность российского бизнеса и не ориентирована на реальный сектор) негативно влияют на инвестиционный потенциал компаний. В русле предупредительного мотива российские предприятия будут стремиться проводить политику, сохраняя часть прибыли (в том числе перераспределяя собственный капитал) для дальнейшего направления ее на инвестиционные проекты с учетом их приоритета, а также погашая свою задолженность и регулируя долговой уровень. В свою очередь, дивидендные выплаты позволяют передать сигнал о прибыли акционерам и потенциальным инвесторам. Менеджмент российских публичных компаний активно реагирует на внешние негативные сигналы, корректируя финансовую стратегию и реализуя политику рекапитализации (изменения структуры капитала) за счет использования внутренних источников финансирования.

## References

- Almeida H., Campello M., Cunha I., Weisbach M. (2013). Corporate liquidity management: A conceptual framework and survey. *NBER, Working Paper*, 1-44.
- Almeida H., Campello M., Weisbach M. (2021). The cash flow sensitivity of cash: Replication, extension, and robustness. *NBER, Working Paper*, 1-15.
- Almeida H., Fos V., Kronlund M. (2016). The real effects of share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 119: 168-175.
- Chang X., Chen Y., Dasgupta S. *Macroeconomic conditions, financial constraints, and firms' financing decisions* (2018). Singapore, Nanyang Technological University, Working Paper, 1-46.
- Daniel K., Titman S. (2006). Market reactions to tangible and intangible information. *The Journal of Finance*, 61: 1605-1643.
- Frank M., Goyal V. (2007). *Trade-off and pecking order theories of debt*. Minneapolis, University of Minnesota, Carlson School of Management, Working Paper, 1-82.
- Grullon G., Michaely R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance*, 57: 1649-1684.
- Ham C., Kaplan Z., Leary T. (2017). *Do dividends convey information about future earnings?* Washington University, Working Paper, 1-59.
- Korajczyk R., Levy A. (2003). Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, 68: 75-109.
- Myers S., Majluf N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *NBER, Working Paper*, 1-57.

## Информация об авторе

### Сергей Иванович Луценко

Аналитик Института экономических стратегий отделения общественных наук Российской академии наук (Москва, Россия), соавтор документа «Стратегия национальной безопасности Российской Федерации», соавтор документа «Стратегия развития электросетевого комплекса Российской Федерации», автор проекта «Контур Концепции развития финансового кластера Российской Федерации на долгосрочную перспективу». ORCID: 0000-0002-0957-5375.

Область научных интересов: корпоративное управление, финансирование компаний, структура капитала.

scorp\_ante@rambler.ru

## About the author

### Sergej I. Lutsenko

Analyst at the Institute of Economic Strategies of the Department of Social Sciences of the Russian Academy of Sciences (Moscow, Russia), co-author of the document “National Security Strategy of the Russian Federation”, co-author of the document “Development strategy of the electric grid complex of the Russian Federation”, author of the project “Contours of the Concept of developing the financial cluster of the Russian Federation in the long-term period”. ORCID: 0000-0002-0957-5375.

Research interests: corporate governance, financing companies, capital structure.

scorp\_ante@rambler.ru

## 作者信息

### Sergej I. Lutsenko

俄罗斯科学院社会科学部经济战略研究所分析师（俄罗斯莫斯科）。 “俄罗斯联邦国家安全战略” 、 “俄罗斯联邦电网综合体发展战略” 合著者。 “俄罗斯联邦金融集群长期发展的理论概念外形” 起草人。 ORCID：0000-0002-0957-5375。

研究领域：公司治理，公司投资，资本结构。

scorp\_ante@rambler.ru

Статья поступила в редакцию 17.10.2022; после рецензирования 03.11.2023 принята к публикации 06.11.2022. Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 17.10.2022; revised on 03.11.2023 and accepted for publication on 06.11.2022. The author read and approved the final version of the manuscript.

文章于 17.10.2022 提交给编辑。文章于 03.11.2023 已审稿。之后于 06.11.2022 接受发表。作者已经阅读并批准了手稿的最终版本。