



# Инвестиции, ликвидность акций и качество управления

С.И. Луценко<sup>1,2</sup><sup>1</sup> Институт экономических стратегий ООН РАН (Москва, Россия)<sup>2</sup> Государственная Дума Федерального собрания РФ (Москва, Россия)

## Аннотация

В статье рассматривается комплексная связь ликвидности акций, финансовой гибкости, качества управления и инвестиций российских публичных компаний. Стоимость и объем основных средств влияют на величину активов организации, которые, в свою очередь, определяют цену акций. Цена акции является объективным индикатором, определяющим финансовое положение компании. Качество управления позволяет оценить способность компании при привлечении инвестиций. Ликвидность акций имеет причинно-следственную связь с инвестициями. Финансовая гибкость оказывает влияние на активность руководства в отношении корректировки структуры капитала с целью привлечения дополнительных капитальных вложений. Кроме того, финансовая гибкость позволяет компании оперативно реагировать на предложения инвесторов в условиях ограничительных (санкционных) мер. Менеджмент российских компаний влияет не только на цену акции (корректируя риск), но и на инвестиционные возможности. Автор выделяет критерии добросовестности менеджмента при осуществлении инвестирования. Информационная асимметрия влияет на финансовую политику компании. Инвестиционные возможности являются благоприятными в условиях взвешенной финансовой политики и при наличии качественного имущественного обеспечения. Компании с высоким уровнем имущественного обеспечения обладают необходимым долговым потенциалом, то есть способностью своевременно выполнять свои обязательства перед кредитором. Активы определяют не только цену акции, но и финансовое положение и инвестиционную привлекательность коммерческой организации. Имущественное обеспечение является важным фактором при решении выбора источника финансирования с учетом его цены (проблема неблагоприятного отбора). Автор представляет результаты оценки с использованием модели с динамическими панельными данными (метод обобщенных моментов Ареллано – Бонда). Модель позволяет решить проблему эндогенности – корреляции объясняющих переменных с ошибкой в регрессии.

**Ключевые слова:** ликвидность акций, инвестиции, финансовая гибкость, информационная асимметрия, структура капитала, проблема неблагоприятного отбора, метод обобщенных моментов.

## Для цитирования:

Луценко С.И. (2024). Инвестиции, ликвидность акций и качество управления. *Стратегические решения и риск-менеджмент*, 15(4): 300–307. DOI: 10.17747/2618-947X-2024-4-300-307.

## Благодарности

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.

# Investments, liquidity of shares and quality of management

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> The State Duma of the Federal Assembly of the Russian Federation (Moscow, Russia)

## Abstract

The author examines the complex relationship between stock liquidity, financial flexibility, management quality and investments of Russian public companies. The cost and volume of fixed assets affect the size of an organisation's assets, which, in turn, determines the share price. The share price is an objective indicator of the financial position of the company. The quality of management allows you to assess the company's ability to attract investments. The liquidity of shares has a causal relationship with investments. Financial flexibility affects management's ability to adjust the capital structure in order to attract additional capital investments. In addition, financial flexibility allows the company to respond quickly to investor proposals in the face of restrictive (sanction) measures. The management of Russian companies affects not only the share price (risk adjustment), but also the investment opportunities. The author identifies criteria for management integrity in the implementation of investments. Information asymmetry affects the financial policy of the company. Investment opportunities are favourable under a balanced financial policy and in the presence of high quality property collateral. Companies with a high level of property security have the necessary debt capacity, i.e. the ability to meet their obligations to creditors in a timely manner. Assets determine not only the share price, but also the financial position and investment attractiveness of a commercial organisation. Property security is an important factor in deciding on the choice of funding source, taking into account its price (adverse selection problem). The author presents the evaluation results using a dynamic panel data model (the Arellano-Bond – the generalised method of moments). The model allows us to solve the problem of endogeneity – the correlation of explanatory variables with an error in the regression.

**Keywords:** liquidity of shares, investments, financial flexibility, information asymmetry, capital structure, adverse selection problem, generalised method of moments.

## For citation:

Lutsenko S.I. (2024). Investments, stock liquidity and management quality. *Strategic Decisions and Risk Management*, 15(4): 300-307. DOI: 10.17747/2618-947X-2024-4-300-307. (In Russ.)

## Acknowledgements

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

# 投资、股票流动性和管理质量

S.I. Lutsenko<sup>1,2</sup>

<sup>1</sup> 俄罗斯科学院联合国经济战略研究所(俄罗斯, 莫斯科)

<sup>2</sup> 俄罗斯联邦会议国家杜马(俄罗斯, 莫斯科)

## 简介

文章探讨了俄罗斯上市公司的股票流动性、财务灵活性、管理质量和投资之间的复杂关系。固定资产的成本和数量影响着企业的资产价值, 而资产价值又决定着股价。股价是决定公司财务状况的客观指标。通过管理质量可以评估公司吸引投资的能力。股权流动性与投资有因果关系。财务灵活性影响管理层为吸引更多资本投资而调整资本结构的活动。此外, 财务灵活性还能使公司在限制(制裁)措施下对投资者的建议做出迅速反应。俄罗斯公司的管理层不仅影响股价(通过调整风险), 还影响投资机会。

作者指出了投资时管理层诚信的标准。信息不对称会影响公司的财务政策。在平衡的财务政策和高质量的财产支持条件下, 投资机会是有利的。拥有高水平财产支持的公司具有必要的债务潜力, 即有能力及时履行对债权人的义务。资产不仅决定股价, 还决定商业机构的财务状况和投资吸引力。财产抵押是决定选择融资来源的一个重要因素, 要考虑到其价格(逆向选择问题)。作者介绍了使用动态面板数据模型(阿雷利诺-邦德广义矩法)进行估算的结果。该模型使我们能够解决内生性问题-解释变量与回归误差的相关性。

**关键词:** 股票流动性、投资、财务灵活性、信息不对称、资本结构、逆向选择问题、广义矩方法。

## 供引用:

Lutsenko S.I. (2024). 投资、股票流动性和管理质量. *战略决策和风险管理*, 15(4): 300–307. DOI: 10.17747/2618-947X-2024-4-300-307. (俄文)

## 致谢

作者感谢 A.V. Trachuk 和 N.V. Linder 在撰写文章过程中给予的帮助以及 A.M. Vladykina 提出的宝贵意见。

## Введение

В Стратегии национальной безопасности Российской Федерации<sup>1</sup> отмечается, что достижение целей обеспечения экономической безопасности осуществляется в том числе путем ускорения темпов прироста инвестиций в основной капитал, доступности кредитования, защиты и поощрения капиталовложений, стимулирования использования внутренних источников инвестиций.

Акционерное общество основывается на объединении капиталов, вложенных акционерами в деятельность компании (привлеченных организацией по результатам размещения акций), с расчетом на извлечение выгоды от ее ведения – прирост стоимости акций, получение дивидендов.

Конструкция акционерного общества предполагает, что акционеры являются продолжением самой компании (alter ego), поскольку составной частью экономического интереса организации являются именно интересы акционеров. Имущественные права акционера неразрывно связаны с правом собственности компании на активы.

Акционер заинтересован в развитии и инвестиционной привлекательности компании, ее финансовой стабильности и росте экономических показателей, напрямую влияющих на стоимость акций компании и увеличение капитализации в будущем. Кроме того, акционер обязан активно участвовать в управлении компанией, поскольку у лица, которое приобрело пакет акций, возникает естественное желание повысить доходность своих инвестиций. У акционера проявляется интерес к судьбе своих вложений: получению сведений о деятельности акционерного общества, проверке обоснованности собственных прогнозов относительно прироста цены акций, в том числе посредством анализа раскрываемых акционерным обществом документов, контролю причитающегося по акциям дохода (дивидендов) и т.п.<sup>2</sup>

Стоимость акций, а также их привлекательность для потенциальных покупателей (ликвидность) определяется прежде всего стоимостью активов общества, доходностью осуществляемой с их использованием деятельности<sup>3</sup>.

<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 Президиума Высшего арбитражного суда РФ от 18.06.2013 № 3221/13. <https://clck.ru/3EAEtL>.

<sup>3</sup> Постановление Арбитражного суда Московского округа от 04.09.2024 по делу № А40-32328/2020. <https://clck.ru/3EAF7W>.

Рыночная стоимость акций представляет собой цену акций на вторичном рынке, которая отображается на фондовой бирже. Эта цена формируется во время торгов под влиянием спроса, предложения и ликвидности акций<sup>4</sup>. В свою очередь, ликвидность акций во многом зависит от платежеспособности эмитента.

Под ликвидностью акций понимается способность за короткий промежуток времени и с минимальными транзакционными издержками обменять данную ценную бумагу на наиболее ликвидный актив – денежные средства.

Ликвидность акций – индикатор, используемый при анализе доходности инвестиций. Причем любая инвестиционная стратегия и аналитическая модель не исключает риска изменения рыночной ситуации и колебаний (шоков), которые зависят исключительно от внешних обстоятельств (например, влияние внешних санкций на системообразующие отрасли экономики, ужесточение денежно-кредитной политики государства), находящихся вне воли инвестора.

Другими словами, инвестор, намеревающийся получить прибыль, должен принимать во внимание нестабильность фондового рынка, колебание цен, учитывать факторы риска различного свойства, поскольку специфика оборота акций предполагает не только получение прибыли, но финансовые потери<sup>5</sup>.

## 1. Обзор литературы

Как отмечает ряд авторов, цена акций влияет на инвестиционные решения. Фондовый рынок раскрывает необходимую информацию о ценных бумагах в виде рыночной цены. Сила рынка заключается в способности нести в цену акции информацию о компании и ее инвестиционном потенциале [Schleifer, Vischny, 1997; Chen, Horstman, 2023]. В работах некоторых исследователей рассматривалось влияние цен акций на инвестиции [Edmans et al., 2012; Dong et al., 2021]. Проводились исследования причинно-следственной связи инвестиций с доходностью акций [Titman et al., 2004; Polk, Sapienza, 2009]. Другие ученые отмечали, что цены на акции являются объективным и ключевым фактором, определяющим финансовое положение компании [Holmstrom, Tirole, 1993].

Помимо ликвидности акций необходимо упомянуть и о финансовой гибкости как факторе, определяющем экономическую деятельность компании. Под финансовой гибкостью понимается способность компании в кратчайшие сроки профинансировать дефицит денежных средств с минимальным влиянием внешних негативных обстоятельств (шоков). Другими словами, это способность фирмы реагировать на инвестиционные предложения в условиях финансовых ограничений.

Введенные иностранными государствами санкции в отношении ряда российских компаний (в частности, запрет на финансирование с помощью долгового капитала российских нефтедобывающих и энергетических компаний, которые

входят в выборку настоящего исследования) накладывают экономические и деловые ограничения, негативно влияют на производственный процесс и возможность исполнять свои обязательства перед контрагентами. При этом санкции (ограничительные меры) не могут считаться нормальным и предсказуемым предпринимательским риском, а совокупность экономического эффекта введенных санкций может привести к сложной финансовой ситуации в компании.

Финансовая гибкость также считается важным фактором, определяющим корпоративный выбор структуры капитала. Например, в работе [Graham, Harvey, 2001] показано, что руководители компании ссылаются именно на финансовую гибкость, которая решающим образом влияет на выбор фирмой источника финансирования.

Фирмы сохраняют финансовую гибкость для реализации своих инвестиционных возможностей. В частности, гибкость оказывает гораздо большее влияние на корректировку структуры капитала для фирм с привлекательными инвестиционными возможностями [Liu, Shivdasani, 2022]. Кроме того, финансовые ресурсы важны для корректировки структуры капитала. Компания старается адаптировать сроки капитальных вложений в ответ на меняющиеся условия [Barry et al., 2022]. Организации формируют денежные резервы для повышения финансовой гибкости, в том числе в условиях высокой доходности акций [Acharya, Steffen, 2020; Ramelli, Wagner, 2020; Fahlenbrach et al., 2021].

Наконец, еще одним важным фактором, определяющим экономическую политику компании, является качество управления. Качество управления находит свое отражение во всех сферах существования компании. В определенном смысле компания есть то, что сделало с ним управление, то есть текущее состояние компании и инвестиционные перспективы во многом предопределены качеством управления. В частности, менеджмент оказывает влияние на размер чистых активов (цену акции) и финансовое положение<sup>6</sup>.

Эффективное управление организацией позволяет создать баланс интересов акционеров, руководителей, работников и самого акционерного общества. При определении эффективности действий руководителя принимается во внимание его результативность действий.

Критерием добросовестности менеджмента при осуществлении инвестирования являются условия, при которых такое инвестирование будет разумным: в частности, компания имеет стабильные финансовые показатели, отсутствуют признаки неплатежеспособности, отсутствует дефицит денежных средств для исполнения своих обязательств перед контрагентами; для финансирования используются свободные денежные средства, не происходит отвлечение активов, без которых компания сама будет испытывать финансовые трудности<sup>7</sup>.

Цена акций не является величиной постоянной. Рост биржевой стоимости акций, свободно обращающихся на рынке ценных бумаг, напрямую зависит от управленческой политики, которая подвержена в том числе влиянию непред-

<sup>4</sup> Постановление Первого арбитражного апелляционного суда от 20.08.2024 по делу № А11-1507/2023. <https://clck.ru/3EAFN3>.

<sup>5</sup> Постановление Федерального арбитражного суда Московского округа от 01.07.2009 по делу № А40-51789/08-97-425. <https://clck.ru/3EAFdA>.

<sup>6</sup> Постановление Четвертого арбитражного апелляционного суда от 09.09.2024 по делу № А10-5639/2017. <https://clck.ru/3EAKtE>.

<sup>7</sup> Постановление Восемнадцатого арбитражного апелляционного суда от 13.09.2024 по делу № А07-4179/2018. <https://clck.ru/3EALDh>.

видимых обстоятельств, включая изменения конъюнктуры рынка (шоков).

В отличие от предыдущих исследований в настоящей работе расширен ее горизонт путем учета совокупного влияния ликвидности акций, финансовой гибкости и качества управления на инвестиции. Кроме того, в представленную далее регрессионную модель был включен показатель информационной асимметрии – осязаемость активов.

Поскольку стоимость и величина основных средств, отраженных в финансовой отчетности компании, влияет на размер ее активов, которые, в свою очередь, определяют цену акций, уменьшение стоимости основных средств отразится на инвестиционной привлекательности организации и ликвидности ее акций<sup>8</sup>.

Основные средства являются гарантией для кредиторов, что компания выполнит свои обязательства надлежащим образом. Другими словами, кредитор может использовать их в качестве контроля за экономической деятельностью заемщика [Costello, 2019].

В исследовании [Chang et al., 2006] рассматривается осязаемость активов в качестве важного элемента, оказывающего влияние на финансовую политику компании, а сам показатель является определителем имущественного обеспечения кредита. Более того, компания с высоким значением основных средств обладает достаточным долговым потенциалом, то есть способностью своевременно погашать кредит определенной величины [Луценко, 2021].

В статье предпринята попытка доказать, что ликвидность акций сокращает уровень риска, расширяя набор опций (возможностей) в отношении инвестирования. Кроме того, на величину инвестиций влияет качество управленческой политики. Наконец, благоприятная ситуация в отношении инвестиций достигается при наличии гибкой финансовой политики.

## 2. Методология исследования и описание выборки

Для проведения исследования была произведена выборка публичных российских компаний за 2018–2023 годы. Цель выборки – изучение влияния ликвидности акций, финансовой гибкости и качества управления на инвестиции. В выборку были включены 24 компании из десяти основных отраслей экономики с доходом более 10 млрд руб.<sup>9</sup> и финансовой отчетностью в соответствии с международными стандартами (МСФО). Акции компаний обращаются на ПАО «Московская биржа». Представлены следующие отрасли: сельское хозяйство, нефтегазовая отрасль, пищевая промышленность, черная и цветная металлургия, электроэнергетика, строительство, торговля, транспорт, телекоммуникации.

Количество наблюдений для каждой публичной российской компании дифференцируется (для одних период составляют 2018–2021 годы, для других – 2020–2023 годы),

поэтому данные являются несбалансированными. Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета Stata.

### 2.1. Описание переменных

При оценке регрессионной модели была использована зависимая (объясняемая) переменная – инвестиции, позволяющая проанализировать инвестиционные возможности компании.

Некоторые независимые (объясняющие) переменные были заимствованы из исследований [Hoberg, Maksimovic, 2015; Chen, Horstman, 2023]: осязаемость активов, величина компании, финансовый леверидж (показатель, определяющий качество управления) и дивидендные выплаты (определяющий финансовый ограничения).

Дополнительно в модель включены следующие независимые переменные: ликвидность акций и финансовая гибкость.

Инвестиции (*Invest*) – отношение затрат на создание и приобретение основных средств и нематериальных активов к совокупной величине активов.

Показатель информационной асимметрии – осязаемость активов (*PPE/A*) – отношение основных средств к общей величине активов. Этот показатель позволяет организации производить отбор капитала, с учетом его цены.

Величина компании (*Assets*) – натуральный логарифм от совокупных активов. Данный показатель является определителем имущественного обеспечения компании при обращении к долговому финансированию.

Показатель качества управления – финансовый леверидж (*Lev*) – отношение совокупной задолженности к общей величине активов.

Общий уровень дивидендных выплат (*Dividend*) – отношение выплаченных дивидендов к общей величине активов. Этот показатель является индикатором финансовых ограничений, поскольку прибыль – не только источник выплаты дивидендов, но резерв для финансирования инвестиций.

Ликвидность акций (*Liquidity\_stock*) – натуральный логарифм рыночной капитализации активов. Методология расчета была предложена в [Amihud, 2002].

Финансовая гибкость (*Flex*) – отношение денежных средств и краткосрочных финансовых вложений к общей величине активов плюс единица минус значение финансового левериджа. За основу расчета была взята методология из [Barry et al., 2022].

Независимые переменные имеют лаг в один год. Описательная статистика представлена в табл. 1.

Структура капитала российской компании в среднем состоит из 62% долга и 38% собственного капитала. В среднем на каждый рубль совокупных активов приходится 7,7 коп. инвестиций и 43,6 коп. основных средств.

### 2.2. Оценка и анализ модели

Ниже представлена регрессионная модель, оценивающая влияние ликвидности акций, финансовой гибкости и качества управления на инвестиции:

<sup>8</sup> Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 12.10.2023 по делу № А40-239027/16. <https://clck.ru/3EALey>.

<sup>9</sup> Приказ ФНС России от 16.05.2007 № ММ-3-06/308@. <https://clck.ru/3EALtY>.

Таблица 1  
Описательная статистика  
Table 1  
Descriptive statistics

Переменная	Средняя	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
Инвестиции ( <i>Invest</i> )	0,077	0,052	0,01	0,29
Осязаемость активов ( <i>PPE/A</i> )	0,436	0,238	0,02	0,89
Величина компании ( <i>Assets</i> )	13,076	1,676	9,40	17,1
Финансовый левиредж ( <i>Lev</i> )	0,617	0,241	0,16	1,00
Общий уровень дивидендных выплат ( <i>Dividend</i> )	0,038	0,053	0	0,29
Ликвидность акций ( <i>Liquidity_stock</i> )	12,158	1,855	8,50	15,90
Финансовая гибкость ( <i>Flex</i> )	0,488	0,251	0,02	1,00

Источник: расчеты автора на основе статистического пакета Stata.

$Invest_t = a_0 + a_1(PPE/A)_{t-1} + a_2(Assets)_{t-1} + a_3(Lev)_{t-1} + a_4(Dividend)_{t-1} + a_5(Liquidity\_stock)_{t-1} + a_6(Flex)_{t-1} + \varepsilon_t$   
где  $t$  – период времени для компании,  $a_0$  – свободный член регрессии,  $a_1, a_2, a_3, a_4, a_5, a_6$  – регрессионные коэффициенты,  $\varepsilon$  – случайная ошибка.

Регрессионная модель оценивается с помощью метода инструментальных переменных – динамической модели на панельных данных.

Для получения значимых (с точки зрения их прогнозирования) коэффициентов в модели должны отсутствовать такие проблемы, как гетероскедастичность, мультиколлинеарность и автокорреляция.

Одним из преимуществ оценки с помощью панельных данных (Arellano-Bover / Blundell-Bond estimation методом обобщенных моментов) является механизм автоматического очищения регрессии от мультиколлинеарности. Тем самым мы избегаем проблемы эндогенности возможной корреляции объясняющих переменных с ошибкой в регрессионной модели.

В качестве инструментов в регрессионной модели берутся лагированные переменные.

Гетероскедастичность также может привести к некорректным выводам из модели. Метод обобщенных данных позволяет избежать данной проблемы, очищая от гетероскедастичности. Другими словами, значения в различные моменты времени должны быть независимы и одинаково распределены, а остатки регрессии похожи на «белый шум».

Для проверки состоятельности полученных оценок остается проверить модель на предмет отсутствия автокорреляции (стационарность временных рядов) с помощью теста на автокорреляцию остатков первого и второго порядков.

Тест Ареллано – Бонда (Arellano-Bond test), или тест на автокорреляцию первого и второго порядков, представлен в табл. 2.

Таблица 2  
Тест на автокорреляцию первого и второго порядков  
Table 2  
First and second order autocorrelation test

Порядок	Z	Prob>z
1	-1,666	0,0957
2	-1,112	0,2661

Результаты теста, представленные в табл. 2, говорят о том, что выполняется нулевая гипотеза об отсутствии автокорреляции остатков. На основе представленной модели были получены состоятельные и качественные оценки, и она представляется корректной.

Полученные коэффициенты в регрессионной модели, значимые на 5%-ном уровне, представлены в табл. 3.

Таблица 3  
Модель, рассматривающая влияние ликвидности, финансовой гибкости и качества управления на инвестиции публичных российских компаний  
Table 3  
A model examining the impact of liquidity, financial flexibility and management quality on investments of Russian public companies

A model examining the impact of liquidity, financial flexibility and management quality on investments of Russian public companies

Независимые переменные	Коэффициент	$P >  Z $
<i>PPE/A</i>	0,082	0,000
<i>Assets</i>	-0,017	0,014
<i>Lev</i>	0,167	0,012
<i>Dividend</i>	-0,098	0,150
<i>Liquidity_stock</i>	0,014	0,001
<i>Flex</i>	0,150	0,026

Примечание. Количество наблюдений – 86.

Источник: расчеты автора на основе статистического пакета Stata.

Кроме того, был проведен тест Саргана (Sargan test) на ограничения при сверхидентификации. В основе его лежит оценка валидности инструментов (возможное наличие корреляции объясняющих переменных с ошибкой). Категория валидности устанавливает корректность выбранных для оценки инструментов.

Тест Саргана показал, что выбранные инструменты в модели валидны. Нулевая гипотеза об эффективном использовании матрицы инструментальных переменных не может быть отвергнута, поскольку  $p$ -value выше 5%-ного уровня значимости и составляет 36,13%.

Все независимые переменные, за исключением общего уровня дивидендных выплат, являются значимыми на 5%-ном уровне значимости, и структурная модель представляется корректной.

Высокий уровень доходности акций сопровождается расширенными инвестиционными возможностями, финансовой гибкостью и увеличением капитальных вложений (положительная связь между ликвидностью акций, финансовой гибкостью и инвестициями).

Автор согласен с некоторыми исследователями, что корпоративные инвестиции улучшают значение ликвидности акции, сокращая при этом уровень ее риска: высокий уровень инвестиций сопровождается высокой доходностью акций [Eisfeldt, 2004; Becker-Blease, Paul, 2006; Derrien, Kecskes, 2013].

При это нельзя согласиться с авторами работ [Titman et al., 2004; Polk, Sapienza, 2009], что более высокие значения инвестиций связаны с более низкой будущей доходностью акций. Инвестиционные возможности являются благоприятными при наличии гибкой финансовой политики и качественного имущественного обеспечения (положительная связь между финансовым левэрижем, гибкостью, осозаемостью и инвестициями). Более крупные компании имеют более легкий доступ к долговому финансированию (отрицательная связь между величиной компании и инвестициями). Высокий уровень ликвидности акций открывает широкие перспективы для компании при обращении к инвестору, поскольку именно инвестор ориентирован на качество управления компанией.

Руководство публичных компаний действует активно и взвешенно, оказывая положительное влияние на инвестиционные возможности (положительная связь между финансовой гибкостью, левэрижем и инвестициями). Менеджмент влияет на цену акций, корректируя риск с учетом информационных сигналов с фондового рынка, что подтверждается положительной связью между осозаемостью активов и инвестициями [Луценко, 2024].

Информационная асимметрия, которая связана с имущественным обеспечением (показатель осозаемости активов),

предоставляет возможность компании привлекать капитал по более низкой цене. Имущество компании позволяет решить проблему неблагоприятного отбора – выбора капитала с учетом его цены.

Автор частично соглашается с авторами [Chen, Horstman, 2023], что цена акций влияет на инвестиционные решения со стороны руководства компании. Однако, как было отмечено выше, цена акций не является единственным фактором, определяющим решение руководства в отношении финансирования. Необходимо учитывать также информационную асимметрию (осозаемость активов) и финансовую гибкость.

## Выводы

В работе предпринята попытка доказать расширенное влияние таких факторов, как ликвидность акций, финансовая гибкость и качество управления на инвестиции российских публичных компаний. Цена акций формирует экономическую картину о компании и позволяет расширить горизонт финансирования, привлекая инвестиции для осуществления деятельности. Финансовая гибкость оказывает влияние на активную корректировку структуры капитала для последующего привлечения капитальных вложений. Информационная асимметрия (осозаемость активов) также оказывает влияние на управленческую политику в области финансирования, поскольку осозаемость является индикатором имущественного обеспечения кредитора. Российские публичные компании стремятся проводить взвешенную финансовую политику в условиях ограничительных мер и жесткой денежно-кредитной политики. Высокий уровень ликвидности акций позволяет компаниям открывать для себя инвестиционные возможности. Наконец, активы компании позволяют им выбирать финансирование с точки зрения его цены, разрешая проблему неблагоприятного отбора.

## Литература

- Луценко С.И. (2021). Оценка эффективности деятельности российских публичных компаний в условиях активного регулирования операционных затрат и внешних эффектов (шоков). *Стратегические решения и риск-менеджмент*, 2: 150–156.
- Луценко С.И. (2024). Инвестиционная стратегия компании с поправкой на денежно-кредитную политику. *Общество и экономика*, 2: 84–94.
- Acharya V., Steffen S. (2020). The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID. *Review of Corporate Finance Studies*, 9: 430–471.
- Amihud Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5: 31–56.
- Barry J., Campello M., Graham J., Ma Y. (2022). Corporate flexibility in a time of crisis. *Journal of Financial Economics*, 144: 780–806.
- Becker-Blease J., Paul D. (2006). Stock liquidity and investment opportunities: Evidence from index additions. *Financial Management*, 35: 35–51.
- Chang X., Dasgupta S., Hilary G. (2006). Analyst coverage and financing decisions. *Journal of Finance*, 61: 3009–3048.
- Chen Y., Horstman D. (2023). *Mispricing and firm investment*. Working paper 1–64. Mays Business School, Texas A&M University.
- Costello A. (2019). The value of collateral in trade finance. *Journal of Financial Economics*, 134: 70–90.
- Derrien F., Kecskes A. (2013). The real effects of financial shocks: Evidence from exogenous changes in analyst coverage. *Journal of Finance*, 68: 1407–1440.
- Dong M., Hirshleifer D., Teoh S. (2021). Misvaluation and corporate inventiveness. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56: 2605–2633.

- Edmans A., Goldstein I., Jiang W. (2012). The real effects of financial markets: The impact of prices on takeovers. *Journal of Finance*, 67: 933–971.
- Eisfeldt A. (2004). Endogenous liquidity in asset markets. *Journal of Finance*, 59: 1–30.
- Fahlenbrach R., Rageth K., Stulz R. (2021). How valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the COVID-19 crisis. *Review of Financial Studies*, 34: 5474–5521.
- Graham J., Harvey C. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60: 187–243.
- Hoberg G., Maksimovic V. (2015). Redefining financial constraints: A text-based analysis. *Review of Financial Studies*, 28: 1312–1352.
- Holmstrom B., Tirole J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy*, 101: 678–709.
- Liu T., Shivdasani A. (2022). *Do credit ratings matter? Evidence from S&P's 2013 Methodology Revision*. Working paper 1–67. University of Utah, David Eccles School of Business.
- Polk C., Sapienza P. (2009). The stock market and corporate investment: A test of catering theory. *Review of Financial Studies*, 22: 187–217.
- Ramelli S., Wagner A. (2020). Feverish stock price reactions to COVID-19. *Review of Corporate Finance Studies*, 9: 622–655.
- Shleifer A., Vishny R. (1997). The limits of arbitrage. *Journal of Finance*, 52: 35–55.
- Titman S., Wei K., Xie F. (2004). Capital investments and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39: 677–700.

## References

- Lutsenko S.I. (2021). Assessment of the effectiveness of Russian public companies in the context of active regulation of operating costs and external effects (shocks). *Strategic Decisions and Risk Management*, 2: 150-156. (In Russ.)
- Lutsenko S.I. (2024). The company's investment strategy adjusted for monetary policy. *Society and Economics*, 2: 84-94. (In Russ.)
- Acharya V., Steffen S. (2020). The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID. *Review of Corporate Finance Studies*, 9: 430-471.
- Amihud Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5: 31-56.
- Barry J., Campello M., Graham J., Ma Y. (2022). Corporate flexibility in a time of crisis. *Journal of Financial Economics*, 144: 780-806.
- Becker-Blease J., Paul D. (2006). Stock liquidity and investment opportunities: Evidence from index additions. *Financial Management*, 35: 35-51.
- Chang X., Dasgupta S., Hilary G. (2006). Analyst coverage and financing decisions. *Journal of Finance*, 61: 3009-3048.
- Chen Y., Horstman D. (2023). *Mispricing and firm investment*. Working paper 1-64. Mays Business School, Texas A&M University.
- Costello A. (2019). The value of collateral in trade finance. *Journal of Financial Economics*, 134: 70-90.
- Derrien F., Kecskes A. (2013). The real effects of financial shocks: Evidence from exogenous changes in analyst coverage. *Journal of Finance*, 68: 1407-1440.
- Dong M., Hirshleifer D., Teoh S. (2021). Misvaluation and corporate inventiveness. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56: 2605-2633.
- Edmans A., Goldstein I., Jiang W. (2012). The real effects of financial markets: The impact of prices on takeovers. *Journal of Finance*, 67: 933-971.
- Eisfeldt A. (2004). Endogenous liquidity in asset markets. *Journal of Finance*, 59: 1-30.
- Fahlenbrach R., Rageth K., Stulz R. (2021). How valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the COVID-19 crisis. *Review of Financial Studies*, 34: 5474-5521.
- Graham J., Harvey C. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60: 187-243.
- Hoberg G., Maksimovic V. (2015). Redefining financial constraints: A text-based analysis. *Review of Financial Studies*, 28: 1312-1352.
- Holmstrom B., Tirole J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy*, 101: 678-709.
- Liu T., Shivdasani A. (2022). *Do credit ratings matter? Evidence from S&P's 2013 Methodology Revision*. Working paper 1-67. University of Utah, David Eccles School of Business.
- Polk C., Sapienza P. (2009). The stock market and corporate investment: A test of catering theory. *Review of Financial Studies*, 22: 187-217.
- Ramelli S., Wagner A. (2020). Feverish stock price reactions to COVID-19. *Review of Corporate Finance Studies*, 9: 622-655.
- Shleifer A., Vishny R. (1997). The limits of arbitrage. *Journal of Finance*, 52: 35-55.
- Titman S., Wei K., Xie F. (2004). Capital investments and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39: 677-700.

## Информация об авторе

### Сергей Иванович Луценко

Директор Центра экономического анализа права и проблем правоприменения Института экономических стратегий Отделения общественных наук Российской академии наук (Москва, Россия); член Экспертного совета Комитета Государственной Думы Федерального собрания РФ по обороне (Москва, Россия). Соавтор документа «Стратегия национальной безопасности Российской Федерации». Соавтор документа «Стратегия развития электросетевого комплекса Российской Федерации». Автор проекта «Контуры Концепции развития финансового кластера Российской Федерации на долгосрочную перспективу».

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

scorp\_ante@rambler.ru

## About the author

### Sergey I. Lutsenko

Director of the Center for Economic Analysis of Law and Law Enforcement Problems of the Institute of Economic Strategies of the Department of Social Sciences of the Russian Academy of Sciences (Moscow, Russia); member of the Expert Council of the Defense Committee of the State Duma of the Federal Assembly of the Russian Federation (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 development of the financial cluster of the Russian Federation for the long term.'

Research interests: corporate governance, financing companies, capital structure, economic analysis of law.

scorp\_ante@rambler.ru

## 作者信息

### Sergey I. Lutsenko

俄罗斯科学院社会科学部经济战略研究所法律和执法问题经济分析中心主任（俄罗斯莫斯科）；俄罗斯联邦议会国家杜马国防委员会专家委员会成员（俄罗斯莫斯科）。俄罗斯联邦国家安全战略“文件的合著者。俄罗斯联邦电网综合体发展战略“文件的合著者。俄罗斯联邦金融集群长期发展概念纲要”项目的作者。

科学兴趣领域：公司治理、公司融资、资本结构。

scorp\_ante@rambler.ru

Статья поступила в редакцию 02.09.2024; после рецензирования 29.09.2024 принята к публикации 10.10.2024. Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 02.09.2024; revised on 29.09.2024 and accepted for publication on 10.10.2024. The author read and approved the final version of the manuscript.

文章于 02.09.2024 提交给编辑。文章于 29.09.2024 已审稿。之后于 10.10.2024 接受发表。作者已经阅读并批准了手稿的最终版本。