

DOI 10.26794/2587-5671-2018-22-1-104-117  
УДК 338.121  
JEL O40, O47, G39

# Факторы устойчивого роста российских компаний

**Е.В. Рябова,**

Национальный исследовательский университет  
«Высшая Школа Экономики»,  
Москва, Россия  
<http://orcid.org/0000-0002-7829-7452>

**М.А. Самоделкина,**

Национальный исследовательский университет  
«Высшая Школа Экономики»,  
ООО «Кока-Кола ЭйчБиСи»,  
Москва, Россия  
<http://orcid.org/0000-0002-1697-6847>

## АННОТАЦИЯ

**Введение.** В статье рассматриваются вопросы роста российских компаний, ставшие для многих из них на сегодняшний день приоритетными. Рост предприятия связан с большим количеством трудностей, для разрешения которых требуется оценить многие факторы, влияющие на него. Однако до настоящего времени не сложилось единого подхода относительно содержания данного термина, ни определяющих его факторов. Таким образом, можно выделить два нерешенных вопроса в данной области. Первый связан с выбором самого индикатора, характеризующего рост компании. Второй заключается в обосновании факторов, способных оказывать устойчивое влияние на рост. Именно на эти вопросы и постараемся ответить в данном исследовании.

Фактический и устойчивый рост компаний выступают в качестве самостоятельных предметов исследования на примере 112 крупнейших компаний России из списка Forbes.

**Методы.** В качестве методов исследования использовались как общенаучные методы исследования (анализ, синтез, сравнение, графический), так и специальные (статистические методы анализа, коэффициентный метод).

**Результаты.** В данном исследовании доказано, что состав и степень влияния финансовых и нефинансовых факторов на фактический и устойчивый рост компании различен. Структура финансирования для крупных компаний является незначимым фактором. Следовательно, не важно, за счет каких ресурсов осуществляется рост бизнеса. Наличие совета директоров является существенным критерием для обеспечения эффективности текущей деятельности, что сказывается на фактическом росте объема продаж. В стратегическом же плане на устойчивый рост оказывает влияние наличие независимых членов в совете директоров. Инвестиции в долгосрочные активы продемонстрировали значимость как на фактический, так и на устойчивый рост компании с определенным временным лагом.

**Область применения результатов.** Предложенная методика может быть использована как внешними, так и внутренними аналитиками для разработки инвестиционных и финансовых управленческих решений.

**Ключевые слова:** устойчивый рост; модели устойчивого роста; факторы роста; рост объема продаж; нефинансовые показатели

**Для цитирования:** Рябова Е.В., Самоделкина М.А. Факторы устойчивого роста российских компаний // Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № 1. С. 104–117.

# Factors of Sustainable Growth of Russian Companies

**E.V. Ryabova,**

National research University "Higher School of Economics", Moscow, Russia  
<http://orcid.org/0000-0002-7829-7452>

**M.A. Samodelkina,**

National research University "Higher School of Economics",  
LLC "Coca-Cola HBC", Moscow, Russia  
<http://orcid.org/0000-0002-1697-6847>

## ABSTRACT

**Topic.** The article discusses the growth of the Russian companies, which became today for many of them a priority. The growth of the company is associated with many challenges. Thus it is required to assess many factors that influence company's growth. However, until now, we have not a unified approach regarding the content of the term "company's growth", nor the defining factors of growth. Therefore, it is possible to highlight two outstanding issues in this area. The first is the choice of the indicator, characterizing the growth of the company. The second is the study of the factors that can have sustainable impact on growth. These are the questions we try to answer in this study. The real and sustainable growth of the companies acts in this study as subjects on the example of the 112 largest Russian companies on the Forbes list.

**Methods.** As research methods we used general scientific methods (analysis, synthesis, comparison, graphics), and special ones (statistical analysis methods, the coefficient method).

**Results.** We proved in this study that the composition and the degree of influence of financial and non-financial factors on the real and sustainable growth of the company are different. The financing structure for large companies is not significant factor. Therefore, it not matter what kind of resources the company uses for the growth of its business. The presence of the Board of Directors is an essential condition for the effectiveness of the current activities that impact on actual sales growth. In the strategic plan, the sustainable growth is due to the presence of independent members in the Board of Directors. Investments in long-term assets demonstrated their importance, with a certain time lag, for both the real growth and sustainability of the company.

**Implementation of the results.** The proposed method can be useful for both external and internal analysts developing investment and financial management decisions.

**Keywords:** sustainable growth; models of sustainable growth; growth factors; growth in sales; non-financial indicators

**Citation:** Ryabova E.V., Samodelkina M.A. Factors of sustainable growth of Russian companies. *Finansy: teoriya i praktika* = Finance: Theory and Practice, 2018, vol. 22, no. 1, pp. 104–117. (In Russ.).

## АКТУАЛЬНОСТЬ И ИЗУЧЕННОСТЬ ВОПРОСА

Модильяни и Миллер определяли рост компании как способность осуществлять будущие инвестиции, дающие отдачу, превышающую стоимость капитала. Для измерения роста компании они использовали такие показатели, как рост продаж, собственного капитала и объема активов [1]. Dhamija Gupta, Krishnaswami, Guha (2013), Kracaw, Lewellen, Woo (1992), Brush, Bromiley, Hendrickx (2000), Stuart (2000), Geroski, Machin, Walters (1997) и др. под ростом компании понимали увеличение выручки как за счет

органического развития, так и путем приобретений в рамках основной деятельности компании и за ее пределами [2, 3].

Существуют работы, авторы которых определяют рост компании размером капитала и возрастом [4–6], величиной чистых активов [7], чистой прибылью [8, 9], экономической прибылью [3]. В отдельных исследованиях в качестве критерия роста выделяется численность персонала [10–12].

Количество работ, в которых выделяются такие показатели, невелико в сравнении с теми, где в виде показателя роста компании выступает выручка от

продаж. Ученые, поддерживающие данный подход, аргументируют это тем, что выручка является обобщающим показателем, а ее динамика позволяет судить о положении компании на рынке. Выручка обладает преимуществом относительно критериев прибыли, подверженных большим манипуляциям, особенно в краткосрочном периоде. В работе М. Hossain, Y. Ibrahim, M. Uddin представлен достаточно полный обзор существующих подходов и используемых факторами детерминант, характеризующих рост и производительность фирм, но, несмотря на это, обозначена проблема фрагментарности изученности проблемы, в частности для малого и среднего бизнеса<sup>1</sup>.

Кроме того, в специальной литературе встречается такая дефиниция, как «устойчивый рост». С одной стороны, устойчивый рост состоит в способности компании генерировать постоянный темп роста выручки (добавленной стоимости) при неизменности операционных стратегий и источников финансирования на длительном промежутке времени для всех заинтересованных групп лиц (стейкхолдеров) [12]. С другой стороны, устойчивый темп роста компании — индикатор, определяющий максимальные темпы роста, которые компания способна профинансировать за счет нераспределенной прибыли при заданной структуре капитала [13].

При этом для оценки устойчивого роста существует достаточное количество моделей таких авторов, как: Kisor (1964), Higgins (1998), Бланк (2010), Ulrich, Arlow (1980), Rappaport (1986), Naylor, Schauland (1976), Grinyer, Wooller (1978), Дж. Ван Хорна (1996) и многих других [14–18]. С помощью данных моделей рассчитывают и анализируют внутренние ресурсы компании, обеспечивающие рост.

Из проведенного обзора следует, что не сложилось единого подхода при раскрытии сущности понятий «рост» и «устойчивый рост». Подчас их подменяют друг другом, используя как синонимы. В качестве зависимой переменной в исследованиях выступает либо темп роста объемов продаж, либо прирост собственного капитала за счет нераспределенной прибыли. Но если они тождественны, то на них должны влиять одни и те же факторы и степень такого воздействия должна быть одинаковой, что и требуется проверить в данной работе.

Во многих исследованиях доказано, что динамика роста компаний как в развитых, так и в развивающихся

странах не является случайной, закон Гибрата не выполняется. Темпы роста зависят от определенных характеристик фирм<sup>2</sup>.

В качестве факторов, используемых в моделях устойчивого роста, выступают показатели: оборачиваемость активов, доля реинвестированной прибыли, финансовый леверидж, рентабельность продаж, величина активов, размер и уровень дивидендов, размер дополнительной эмиссии акций (увеличение собственного капитала), инфляция и другие.

Существуют работы, предлагающие интегральные критерии оценки роста компании (З.М. Батырмурзаевой, В.А. Якимова и др.), но они, как правило, также основаны на финансовых индикаторах. Например, в интегральном показателе, предложенном З.М. Батырмурзаевой, включены коэффициенты реинвестирования, роста собственного капитала, роста рентабельности собственного капитала по чистой прибыли<sup>3</sup>.

И.В. Ивашковская, Е.Л. Животова, рассматривая модели устойчивого роста, также пришли к выводу, что большая часть моделей основана на бухгалтерских показателях, что не соответствует требованиям современных рыночных условий [12]. Авторами предложен интегральный показатель для оценки устойчивости роста компании, основанный на спреде между доходностью инвестированного капитала и средневзвешенной ставкой затрат на капитал. В качестве критерия роста фирмы выступает среднее значение темпа роста объема продаж за рассматриваемый период.

Мы согласны с мнением ученых, считающих, что сложившиеся финансовые показатели не способны полностью объяснить экономический рост фирмы. Mengistae обнаружил, что конкуренция и человеческий капитал играют важную роль в росте предприятия [19].

St-Jean E. с коллегами доказали, что темпы роста зависят от таких переменных, как доступ к ресурсам, наличие возможности регулировки мощности, близости к клиентам и мотивации [20].

R.P. Castanias, C.E. Helfat показали важность конкурентного преимущества, которое достигается за счет специализированных навыков учредителей /

<sup>2</sup> Пирогов Н.К., Поповидченко М.Г. Закон Гибрата в исследованиях роста фирмы. URL: <https://economics.hse.ru/data/2012/10/28/1246743171/%D0%97%D0%B0%D0%BA%D0%BE%D0%BD%20%D0%93%D0%B8%D0%B1%D1%80%D0%B0%D1%82%D0%B0%20%D0%B2%20%D0%B8%D1%81%D1%81%D0%BB%D0%B5%D0%B4%D0%BE%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D1%8F%D1%85%20%D1%80%D0%BE%D1%81%D1%82%D0%B0%20%D1%84%D0%B8%D1%80%D0%BC%D1%8B.pdf> (дата обращения: 18.09.2017).

<sup>3</sup> Батырмурзаева З.М. Обеспечение устойчивого развития промышленных предприятий на основе адаптивной системы управления. URL: <http://www.ipr-ras.ru/theses/batirmurzaeva/thesis-batirmurzaeva.pdf> (дата обращения: 10.10.2017).

<sup>1</sup> Hossain M., Ibrahim Y., Uddin M. Towards the Factors affecting Small Firm Growth: Review of Previous Studies. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 2016, vol. 6, no. 5, pp. 217–235. URL: [http://www.hrmar.com/hrmars\\_papers/Towards\\_the\\_Factors\\_affecting\\_Small\\_Firm\\_Growth\\_Review\\_of\\_Previous\\_Studies.pdf](http://www.hrmar.com/hrmars_papers/Towards_the_Factors_affecting_Small_Firm_Growth_Review_of_Previous_Studies.pdf) (accessed 15.10.2017).

Таблица 1 / Table 1

**Минимальный количественный состав совета директоров (наблюдательного совета) в обществах /  
The minimum number of members of the Board of Directors (Supervisory Council)**

Число акционеров – владельцев голосующих акций общества (чел.) / The number of shareholders – owners of voting shares of the company	Минимальное количество членов СД (чел.) / Minimum number of members of the Board of Directors
Менее 1000 / Less than 1000	5
Более 1000 / More than 1000	7
Более 10 000 / More than 10 000	9

владельцев-менеджеров при решении критически важных задач предприятия [19].

Значимость влияния таких переменных, как наличие стратегии, организация бизнеса и личные характеристики владельцев компании представлены в работах Fazzari et al (1988), Lumpkin and Dess (1996), Freel and Robson (2004) [4].

Личные и профессиональные качества руководителя / предпринимателя как факторы, влияющие на рост компании, также выделены в работах A. Basu, A. Goswami, J. Kirkwood, G. Manzano, J. C. Ayala, J. I. Castresana, M. Parras и др. [22–24].

Согласно С. Майерсу, на стратегическое развитие компании оказывают влияние структура собственности и капитала, корпоративное управление [25].

Следовательно, кроме финансовых критериев на рост компании немаловажное влияние могут оказывать качественные характеристики ее деятельности, состав которых, однако, не определен. С нашей точки зрения в составе качественных характеристик деятельности компании можно выделить детерминанты, характеризующие корпоративное управление.

«Кризис, охвативший мировую финансовую систему в 2008–2009 гг., обратил внимание инвесторов и регуляторов на вопросы, связанные с использованием корпоративного управления в качестве важного инструмента обеспечения устойчивости компаний и их долговременного успешного развития»<sup>4</sup>. В связи с этим в 2014 г. Банк России одобрил «Кодекс корпоративного управления», который рассматривается не только как документ, «разъясняющий наилучшие стандарты соблюдения прав акционеров и способствующий их реализации на практике, но и действенный инструмент повышения эффективности управления компанией, обеспечения ее долгосрочного и устойчивого развития»<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Письмо Банка России от 10.04.2014 № 06–52/2463 «О Кодексе корпоративного управления». URL: <http://base.garant.ru/70640276/#friends#ixzz54WO9p82i> (дата обращения: 19.01.2018).

<sup>5</sup> Там же.

Под корпоративным управлением в данном случае понимаются взаимоотношения между исполнительными органами общества, его советом директоров, акционерами и другими заинтересованными лицами.

В п. 2 ст. 65.3, ст. 67.1 Гражданского кодекса РФ и ст. 65 ФЗ «Об акционерных обществах» определены компетенции совета директоров (наблюдательного совета) общества, к которым, в частности, относятся вопросы, связанные с определением приоритетных направлений деятельности общества, образованием исполнительного органа общества и досрочным прекращением его полномочий и многие другие<sup>6</sup>.

Согласно п. 1 ст. 64 того же закона функции совета директоров общества (наблюдательного совета) при определенных условиях может осуществлять общее собрание акционеров<sup>7</sup>. Следовательно, на основе совокупности отношений и предоставленных прав, предусмотренных Законом «Об акционерных обществах», Кодексом корпоративного управления, Уставом общества, у совета директоров существует реальная возможность влиять на управленческие решения компании, обеспечивающие ее рост и развитие. С другой стороны, совет директоров (наблюдательный совет) выбирается на общем собрании акционеров (п. 1 ст. 66 Федерального закона «Об акционерных обществах»). Таким образом, выявляются взаимозависимые отношения группы лиц — акционеры избирают совет директоров, который, в свою очередь, — единоличный исполнительный орган, осуществляющий текущее управление организацией.

Кроме того, п. 3 ст. 66.3 Федерального закона «Об акционерных обществах» определен минимальный количественный состав совета директоров на основе

<sup>6</sup> Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 29.12.2017). URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5142/038d7bf588070a52b57e90e5588d2ab9922268b1/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/038d7bf588070a52b57e90e5588d2ab9922268b1/) (дата обращения: 19.01.2018).

<sup>7</sup> Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/fb4fd96b8d96950e3f4410110b2fe8e081f2c23/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/fb4fd96b8d96950e3f4410110b2fe8e081f2c23/) (дата обращения: 19.01.2018).



численности акционеров — владельцев голосующих акций (табл. 1). Публичные акционерные общества могут формировать совет директоров и в большем составе, а непубличные общества в уставе могут включить иные требования к количественному составу. В обществах с ограниченной ответственностью эта норма носит диспозитивный характер, поэтому они самостоятельно определяют состав и компетенции данного исполнительного органа, закрепляя положения в уставе.

Исходя из обзора российских нормативных актов, можно отметить, что в составе значимых корпоративных отношений выделяют наличие, состав и структуру совета директоров (наблюдательного совета), структуру корпоративной ответственности.

Теоретическая дискуссия о влиянии структуры собственности на стоимость корпорации и, как результат, на ее эффективность была открыта Berle & Means (1932). С тех пор было проведено большое количество эмпирических исследований как на развитых, так и на развивающихся рынках.

Jensen & Meckling предложили теоретическое обоснование зависимости рыночной стоимости компании от структуры акционерного капитала. Авторы выдвинули гипотезу, что при определенной доле собственности менеджера в капитале компании его заинтересованность в максимизации стоимости компании увеличивается, происходит слияние интересов менеджера с интересами акционеров. Эта гипотеза получила название гипотезы о конвергенции интересов (*“convergence hypothesis”*).

McConnell & Servaes (1990) на выборке из 1000 компаний Соединенных Штатов за 1976–1980 гг. выявили положительное влияние на эффективность деятельности наличие доли уставных капиталов в руках менеджеров на уровне ниже 30–40% и отрицательные отношения в иных случаях.

В то же время Demsetz & Villalonga (2001) на том же рынке на примере 223 компаний, выбранных случайным образом, не подтвердили зависимость эффективности от структуры собственности.

Mork, Shleifer & Vishny, напротив, показали обратную зависимость: с увеличением доли менеджера в капитале компании наблюдается спад стоимости ее акций. Результаты Mork, Shleifer и Vishny получены на данных американских предприятий, для которых характерна распыленная структура собственности и совершенно иная, нежели в России.

С более подробным обзором основных исследований о взаимосвязи между эффективностью деятельности компании и структурой собственности на развитых рынках можно ознакомиться в работе I. V. Ivashkovskaya, N. Zinkevich [26].

В свою очередь, оценка государственного участия в структуре акционерного капитала вызывает также спор в академических кругах. Так, Л. Ружанская отметила, что в компаниях с государственным участием более активно выполняются нормы корпоративного управления. Государство становится неким гарантом соблюдения прав акционеров. Следовательно, доля государства оказывает положительное влияние на репутацию бизнеса, возможность привлечения источников финансирования, в том числе из-за рубежа и т.д. При этом представители государства наиболее активно работают в советах компаний с высокой концентрацией собственности<sup>8</sup>.

В то же время De Alessi (1980), De Alessi (1982), Vickers and Yarrow (1988), Shapiro and Willig (1990), Shleifer and Vishny (1994), Krueger (1990) и др. критиковали государственную собственность как неэффективную [27].

Относительно структуры корпоративного контроля можно отметить, что Rosenstein & Wyatt (1990, 1997) установили причинно-следственную связь между процентом независимых директоров в совете директоров и эффективностью компании [26].

В своей работе И.В. Ивашковская с соавторами показали, что включение в совет дополнительного независимого директора увеличивает спред экономической прибыли компании на 5 п.п., что соответствует результатам исследований [Dalton, Dalton, 2005; Filatotchev, Bishop, 2002]<sup>9</sup>.

В исследовании Е.В. Рябовой и Т.В. Румянцевой при тестировании влияния качества корпоративного управления на примере российских компаний получилось, что количество членов в совете директоров и число независимых директоров в его составе оказались значимыми на 5% и 1% уровне значимости, что доказывает их важность в управлении финансами фирмы [27].

<sup>8</sup> Пирогов Н.К., Животова Е.Л. Обзор докладов, представленных на второй Международной конференции «Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегические роли советов директоров». Блок «Тенденции и проблемы в развитии Корпоративного управления». URL: <https://cyberleninka.ru/article/v/tendentsii-i-problemy-v-razvitii-korporativnogo-upravleniya-materialy-ii-mezhdunarodnoy-konferentsii-korporativnoe-upravlenie-i> (дата обращения: 19.01.2018).

<sup>9</sup> Ивашковская И.В., Кукина Е.Б., Степанова А.Н. Влияние корпоративной финансовой архитектуры на экономическую прибыль: эмпирическое исследование российских компаний в кризисный и предкризисный период. URL: <https://www.hse.ru/mirror/pubs/lib/data/access/ram/ticket/66/151634850155f3f80bc4e6a1c0bf0d944c6aa7e884/%D0%98%D0%B2%D0%B0%D1%88%D0%BA%D0%BE%D0%B2%D1%81%D0%BA%D0%B0%D1%8F-%D0%9A%D1%83%D0%BA%D0%B8%D0%BD%D0%B0-%D0%92%D0%BB%D0%B8%D1%8F%D0%BD%D0%B8%D0%B5.pdf> (дата обращения: 19.01.2018).

Как видно из проведенного анализа, на сегодняшний день структуру акционерного капитала и совета директоров обычно включают в исследования при оценке стоимости бизнеса, которая, в свою очередь, так или иначе зависит от прибыли компании. Показатели прибыли имеют относительно прямую зависимость от объема продаж и темпов его роста. В связи с этим было бы интересно посмотреть, существует ли связь между структурой собственности и ростом компании, направленность такого влияния при ее наличии.

В настоящей работе не предлагается интегрального показателя, характеризующего качество корпоративного управления. Однако, как было отмечено выше, в Кодексе корпоративного управления качество управления характеризуется отношениями относительно собственности и корпоративного контроля. В связи с этим считаем возможным включить совокупность детерминант, раскрывающих данные отношения, в модель как качественные переменные, определяющие корпоративное управление, и оценить их влияние на предмет нашего исследования.

## ОПИСАНИЕ ПЕРЕМЕННЫХ

Как было отмечено выше, предмет нашего исследования — фактический и устойчивый рост, которые и будут выступать в качестве зависимой переменной. Фактический рост компании рассчитывается как среднегеометрическая темпов роста объема продаж за рассматриваемый период (выражение 1). Состоятельность данного подхода показана в работе И.В. Ивашковской, Е.Л. Животовой (2009) [12].

$$G = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n (1 + g_i)} - 1, \quad (1)$$

где  $G$  — средний темп прироста выручки за  $n$  периодов, рассчитанный как среднегеометрическое значение;

$g_i$  — годовой темп прироста объема продаж, рас-

считанный как  $\frac{S_i}{S_{i-1}} - 1$ .

Устойчивый рост оценивается как среднегеометрическая прироста собственного капитала компании (выражение 2):

$$SGR = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n (1 + sgr_i)} - 1, \quad (2)$$

где  $SGR$  — средний темп прироста собственного капитала за счет нераспределенной прибыли компа-

нии за  $n$  периодов, рассчитанный как среднегеометрическое значение;

$sgr_i$  — годовой темп прироста, рассчитанный как

$$\begin{aligned} SGR &= \frac{CK_1 - CK_0}{CK_0} = \\ &= \frac{\text{Чистая прибыль} \times \text{Коэф. реинвестирования}}{CK_0} = \\ &= ROE \times (1 - d). \end{aligned}$$

В данном исследовании для расчета средних значений переменных выбран трехгодовой интервал (2013–2015 гг.).

В качестве независимых переменных, характеризующих экономический рост, выбраны следующие показатели:

- коэффициент оборачиваемости активов (ATR, asset turnover ratio). Данный показатель характеризует эффективность управления активами компании и представляет собой отношение выручки от продаж к средней величине активов. Рост данного показателя происходит за счет увеличения доли выручки компании, которая создается ее активами. Его повышающая тенденция свидетельствует об эффективности управления компаний и о росте ее платежеспособности, которая, в свою очередь, обеспечивает финансовую устойчивость;

- коэффициент затратоемкости компании (ExpInR, share of expenses in revenue). Затратоемкость определяется отношением совокупных затрат компании, связанных с производством и реализацией продукции, к выручке от продаж. Минимизация данного показателя позволяет получить конкурентное преимущество на рынке и достигать более высоких темпов роста;

- коэффициент финансового левериджа, рассчитанного как отношение заемного капитала к собственному (D/E, ratio of borrowed capital to own). Рост данного критерия неоднозначно расценивается рынком и его участниками;

- доля реинвестированной прибыли в структуре чистой (Reinv, share of reinvested earnings). Реинвестированная прибыль является основой внутреннего роста компаний без дополнительного привлечения внешних ресурсов. Данный показатель отражает интересы акционеров.

Перечисленные выше показатели совпадают с экономическими KPI в области устойчивого развития, разработанными в 2015 г. аудиторской компанией PwC.

Кроме них предлагается оценить влияние инвестиций в долгосрочные активы бизнеса (внеоборотные активы), так как они должны обеспечивать экономи-

ческие выгоды в будущем ( $non_{current} assets$ ). С учетом данного утверждения предполагается рассмотреть зависимость темпа роста от инвестиций в данные активы, осуществленные в предыдущих периодах.

Как было отмечено выше, в составе нефинансовых факторов стоит выделить критерии, характеризующие конкуренцию. Важность и значимость данного показателя на рост фирмы подчеркнуты в работах M.F. Jonathan, K. Magnus, S. Brown, B.A. Krasniqi и др. [28–30]. Однако в нашей выборке представлены лишь крупнейшие компании, которые обладают большей долей рынка в соответствующем сегменте, поэтому критерии, характеризующие уровень конкуренции, не применяются.

На основе проведенного выше анализа российского законодательства и академической литературы мы посчитали возможным в качестве характеристик, способных оказать влияние на рост фирмы, принять отдельные детерминанты, характеризующие уставный капитал и структуру управления. Исходя из наличия доступной информации по структуре собственности, в качестве нефинансовых критериев в модель были включены следующие детерминанты:

- доля акций в руках менеджеров ( $dm, \%$ );
- доля акций в руках государства, государственных органов и правительства ( $dg, \%$ ).

Считается, что присутствие государства в уставном капитале субъекта исследования предполагает наличие определенных преференций и разных форм поддержки, способствующих фактическому росту объемов продаж и получению финансовых ресурсов.

В управлении финансами фирмы существует проблема «принципал — агент», которая возникает во взаимоотношениях собственников и менеджеров. Частично решение данной проблемы находится в концепции корпоративного управления. В этих целях любое хозяйственное общество в силу Закона и / или устава для улучшения эффективности управления и контроля должен или может создавать коллегиальный орган управления — совет директоров (наблюдательный совет)<sup>10</sup>. Минимальный его количественный состав также определяется законодательно или уставом (см. табл. 1). Однако многие российские компании формируют этот коллегиальный орган управления из большего количества членов. Например, у ПАО «Газпром» и ПАО «Лукойл» по 11 членов, ПАО «Газпром нефть» выбирает 13 человек, а у ПАО «Россети» и вовсе 15 человек и т.д. Оправдано ли такое увеличение совета

директоров от минимально допустимого, обеспечиваются ли дополнительные преимущества при этом, так как Общества несут расходы по вознаграждению членов совета директоров за выполнение возложенных на них функций? Ведь чрезмерно «раздутый» совет директоров может оказывать негативное влияние на результаты деятельности компании, что может быть объяснено утратой должного уровня ответственности каждым из членов СД, смешением полномочий, а также снижением уровня дисциплины (например, непосещением заседаний СД) [31]. Исходя из этого, следует проверить, существует ли связь между фактическим и устойчивым ростом компании и количеством членов в совете директоров ( $bod\_mem$ , чел).

Количество независимых директоров в структуре коллегиального органа управления на законодательном уровне не регламентируется. Кроме того, отдельно выделим как переменную количество независимых директоров в структуре коллегиального органа ( $ind\_mem$ , чел). На наш взгляд, независимые директора могут создать дополнительные преимущества компании за счет своего опыта и профессиональных знаний, «взгляда со стороны». Их наличие и достаточное количество в коллегиальном органе способно оказывать влияние на принятие обществом объективных стратегических решений, что, в свою очередь, должно привести к фактическому и устойчивому росту компании.

Для исследования выдвигаются следующие гипотезы:

1. На фактический и устойчивый темп роста компании оказывают влияние как финансовые, так и нефинансовые факторы.
2. Состав этих факторов для зависимых переменных идентичен и степень их влияния одинакова.
3. Предполагается отрицательная зависимость между зависимой переменной и коэффициентом затратоемкости. Направленность влияния коэффициента финансовой зависимости предполагается определить. Ожидается положительная прямая связь с иными независимыми переменными.

## ОПИСАНИЕ ВЫБОРКИ

Выбор осуществлялся на основе рейтинга 200 крупнейших компаний России, составленного авторитетным в мире финансово-экономическим журналом Forbes. Большую часть компаний, попавших в выборку, составляют предприятия энергетического комплекса, нефтегазовой, металлургической и горнодобывающей отраслей (табл. 2). Средний возраст этих компаний составляет 18 лет, что подтверждает их зрелость и стабильность на российском рынке.

<sup>10</sup> Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах». URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/fb4fdf96b8d96950e3f4410110b2fe8e081f2c23/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/fb4fdf96b8d96950e3f4410110b2fe8e081f2c23/) (дата обращения: 19.01.2018).



Таблица 2 / Table 2

**Структура выборки в отраслевом разрезе / The structure of the sample by industry sectors**

Отраслевая принадлежность компаний / Industry sectors	Число компаний / Number of companies
Нефтегазовая отрасль / Oil and gas industry	19
Металлургическая и горнодобывающая отрасли / Metallurgical and mining industry	18
Предприятия энергетического комплекса / Energy enterprises	42
Химическая, нефтехимическая отрасли / Chemical, petrochemical industry	12
Предприятия по производству машин и оборудования / Engineering industry	7
Производство пищевых продуктов / Food production	9
Телекоммуникационная отрасль / Telecommunications industry	10
Предприятия цементного производства и строительства / Cement production and construction	2
Транспортный комплекс / Transport complex	5
Прочие виды услуг / Other types of services	5

Из списка выборки были исключены общества с ограниченной ответственностью, компании финансового сектора и те субъекты хозяйственной деятельности, по которым не получилось собрать необходимую информацию. Систематизацию информации затрудняло и то обстоятельство, что отсутствуют единые требования к составлению и оформлению нефинансовой отчетности. Таким образом, в первоначальную выборку попали 117 организаций.

В дальнейшем из выборки были исключены еще пять компаний: либо в силу наличия значительного выброса сразу по нескольким критериям, либо в силу особенностей отчетности компании. Так, например, у ПАО «Магнит» выручка в 2015 г. составила, по данным бухгалтерской отчетности, подготовленной по РСБУ, 344,6 млн руб., в то время как чистая прибыль — 37 536 млн руб., величина активов — 130 949,5 млн руб. При этом величина расходов в несколько раз превышает выручку, так как основная прибыль формируется за счет доходов от участия в других организациях, что косвенно соответствует критериям финансовых компаний. Следовательно, при расчете совокупности показателей, являющихся переменными в модели, получались значения, не соответствующие нормальной практике хозяйственного оборота. Окончательная выборка для анализа составила 112 российских компаний.

**СТАТИСТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ВЫБОРКИ**

Опишем среднестатистические параметры выборки. Среднее значение темпа прироста объема продаж относительно предыдущего периода в 2013–2015 гг. колеблется от 22 до 24% соответственно. При этом медианное значение в 2013 г. составляет около 5%,

в 2014–9%, в 2015 г. — 14,5%. Более подробная описательная статистика представлена в табл. 3.

Убрав из выборки значения еще нескольких компаний, объемы продаж которых колеблются в несколько десятков раз (строки «Максимум» и «Минимум» в табл. 2), средние показатели по объему продаж несколько снижаются и варьируются от 13–21% соответственно по годам наблюдения. Медианные значения при этом остаются на этом же уровне.

Если рассмотреть среднестатистические показатели, исключив из выборки компании топливно-энергетического комплекса, то средний темп прироста объема продаж (среднеквадратическое отклонение) по годам составляет 2% (98%), 11% (89%) и 16% (742%) соответственно. Высокое значение среднеквадратического отклонения свидетельствует о большой волатильности данного критерия даже у крупных компаний, занимающих лидирующие позиции в отрасли.

По результатам анализа коэффициента реинвестирования с применением двухвыборочного *t*-теста с различными дисперсиями можно сделать вывод о том, что наблюдаемые различия статистически не значимы. Следовательно, компании в 2013–2015 гг. придерживались относительно стабильной дивидендной политики, так как доля реинвестированной прибыли на данном временном интервале в среднем составляла около 53, 44 и 48% соответственно по годам. Прослеживается, что уровень реинвестированной прибыли несколько подрос по итогам 2015 г., медианное значение по выборке составило более 57%. Этот же критерий в 2014 г. принимал значение на уровне 37%. Данное обстоятельство могло сложиться, на наш взгляд, по двум причинам: во-первых, нехватка свободного денежного потока для выплаты дивидендов в текущем



Таблица 3 / Table 3

Описательная статистика темпа прироста объема продаж за 2013–2015 гг. /  
The growth rate of sales over the 2013–2015

Характеристика / Item	2013	2014	2015
Среднее / Mean	0,21605	0,22349	0,24202
Стандартная ошибка / Standard error	0,09121	0,07185	0,05859
Медиана / Median	0,05229	0,09170	0,14489
Минимум / Minimum	–0,85418	–0,59463	–0,77543
Максимум / Maximum	8,36178	7,58621	4,38154

Таблица 4 / Table 4

Средние значения рассматриваемых переменных за 2013–2015 гг. /  
The average values of the variables for 2013–2015

	Прирост внеоборотных активов, 2013 / Increase in non-current assets 2013	Прирост внеоборотных активов, 2014 / Increase in non-current assets 2014	Прирост внеоборотных активов, 2015 / Increase in non-current assets 2015	Соотношение заемного и собственного капитала, D/E / Ratio of debt and equity, D/E	Коэффициент ликвидности / Liquidity ratio	Коэффициент автономии, E/V / Equity ratio, E/V	Прирост собственного капитала, g / Growth of equity capital, g	Затратоемкость, ExplnR / Intensity, ExplnR	Оборачиваемость активов, ATR / Asset turnover, ATR
Среднее значение / Mean	0,21	0,28	0,17	2,07	11,25	0,42	0,11	0,81	0,72
Медианное / Median	0,06	0,12	0,07	1,3	1,18	0,39	0,05	0,88	0,48

периоде; во-вторых, у компании есть перспективы дальнейшего развития и роста, поэтому собственники предпочли не сиюминутные выгоды и виде дивидендов, а большие доходы в будущем.

Если остановиться на нефинансовых показателях, то среднее и медианное значение количества совета директоров составляет 9 человек, в то время как максимальное значение на рассматриваемой выборке — 15. Состав независимых членов в совете директоров в среднем составляет шесть человек. При этом компании стараются, чтобы независимость членов совета директоров соответствовала как критериям Кодекса корпоративного управления, так и Правилам листинга.

Средние значения иных показателей, рассчитанных по формуле среднегеометрической за весь рассматриваемый период, представлены в табл. 4.

Значения коэффициента автономии показывает, что доля собственного капитала у анализируемых компаний выборки составляет чуть больше 40%, при этом прирост собственного капитала составляет 5% по медианному значению. Коэффициент оборачиваемости принимает очень низкое значение, что приводит

к разработке стратегии по привлечению дополнительных источников финансирования извне.

На первоначальном этапе между зависимыми переменными и потенциально возможными факторами с помощью встроенных возможностей MS Excel был проведен корреляционный и однофакторный дисперсионный анализ. Предварительный анализ позволил отсеять совокупность факторов, которые первоначально планировалось включить в модель, например коэффициент ликвидности, соотношение заемного и собственного капитала, инвестиции в долгосрочные активы в текущем периоде и некоторые др.

С помощью статистических методов и подходов экономического анализа нам не удалось проследить определенной зависимости между ростом объемов продаж и значением финансовых показателей. В данной выборке все крупные компании имеют стабильный рынок (что подтверждает ежегодный темп роста объемов продаж), однако финансовые стратегии и успешность их реализации сильно разнятся (см. табл. 4). Это подтверждает нашу гипотезу о том, что

Таблица 5 / Table 5

**Оценка влияния финансовых и нефинансовых показателей на фактический рост компании ( $G^*$ ) /  
Assessment of the impact of financial and non-financial indicators on the real growth ( $G^*$ )**

	Коэффициент / Coefficient	Стандартная ошибка / Standard error	t-статистика / t-statistics	P-значение / P-value
Noncurrentassets2013	-0,0287230	0,0433717	-0,6623	0,5093
Noncurrentassets2014	6,89093e-05	3,81838e-05	1,805	0,0740*
ExpInR	0,104476	0,131024	0,7974	0,4271
Reinv	0,0393751	0,0459161	0,8575	0,3931
ATR	-0,0481880	0,0511978	-0,9412	0,3488
dm	0,209030	0,239383	0,8732	0,3846
dg	0,0707582	0,133918	0,5284	0,5984
bod_mem	0,00846698	0,0145127	0,5834	0,5609
ind_mem	-0,00152427	0,0139104	-0,1096	0,9130
Среднее зав. перемен 0,176096		Ст. откл. зав. перемен 0,408653		
Сумма кв. остатков 17,58857		Ст. ошибка модели 0,413235		
R-квадрат 0,200874		Испр. R-квадрат 0,138806		
F(9, 103) 2,876760		P-значение (F) 0,004529		
Лог. правдоподобие -55,25112		Крит. Акаике 128,5022		
Крит. Шварца 152,9687		Крит. Хеннана-Куинна 138,4291		

на рост фирмы оказывают влияние не только условия рынка, но и иные критерии.

Требуется проверка поставленных гипотез по оценке зависимости фактического и устойчивого роста от вышеперечисленных параметров. На наш взгляд, в условиях экономической нестабильности и при наличии санкций против РФ данные критерии должны оказывать значительное влияние на рост и развитие компании, так как являются определенными критериями надежности и независимости при привлечении источников финансирования бизнеса.

### МОДЕЛЬ И РЕЗУЛЬТАТЫ РЕГРЕССИОННОГО АНАЛИЗА

Для оценки влияния переменных на фактический и устойчивый рост компаний проводился регрессионный анализ с применением метода наименьших квадратов.

Так, модель зависимости фактического роста объемов продаж компании от исследуемых переменных выглядит следующим образом:

$$G^* = \beta_1 \times \text{Non}_{\text{current}}\text{assets}_{n-2} + \beta_2 \times \text{Non}_{\text{current}}\text{assets}_{n-1} + \beta_3 \times \text{ExpInR} + \beta_4 \times \text{Reinv} + \beta_5 \times \text{ATR} + \beta_6 \times \text{dm} + \beta_7 \times \text{dg} + \beta_8 \times \text{bod}_{\text{mem}} + \beta_9 \times \text{ind}_{\text{mem}},$$

$G^*$  — средний темп роста выручки от продаж, рассчитанный как среднегеометрическая за три года;

$\text{Non}_{\text{current}}\text{assets}$  — темп роста внеоборотных активов в соответствующем периоде, который отражен индексом. Так, индекс  $n$  отражает текущий анализируемый период,  $n - 1$  отражает значение данного показателя в предшествующем периоде;

$\text{ExpInR}$  — коэффициент относительной затратоемкости компании, выраженного как отношение расходов, связанных с основной деятельностью, к выручке от реализации;

$\text{Reinv}$  — доля реинвестированной прибыли;

$\text{ATR}$  — коэффициент оборачиваемости активов;

$\text{dm}$  — доля менеджмента в уставном капитале компании;

$\text{dg}$  — доля государственного участия в уставном капитале;

$\text{bod\_mem}$  — количество членов в совете директоров;

$\text{ind\_mem}$  — количество независимых членов в совете директоров.

Результаты регрессионного анализа данной модели, осуществленного в программе Gretl, представлены в табл. 5.

Из полученных результатов видно, что данные факторы в целом не значимы. Путем многочисленных преобразований и тестирования модели мы получили, что статистически значимыми критериями оказались: рост инвестиций в предыдущий период и количество членов совета директоров. Сама модель при этом осталась значима, что отражено в табл. 6.

Таблица 6 / Table 6

**Модификация модели по оценке влияния финансовых и нефинансовых показателей на фактический рост компании ( $G^*$ ) / Modification of the model to assess the impact of financial and non-financial indicators on the real growth ( $G^*$ )**

	Коэффициент / Coefficient	Стандартная ошибка / Standard error	t-статистика / t-statistics	P-значение / P-value
Noncurrentassets2014	6,69794e-05	3,71989e-05	1,801	0,0745*
bod_mem	0,0176436	0,00413852	4,263	4,27e-05***
Среднее зав. перемен 0,176096		Ст. откл. зав. перемен 0,408653		
Сумма кв. остатков 18,17404		Ст. ошибка модели 0,406471		
R-квадрат 0,174274		Испр. R-квадрат 0,166767		
F(2, 110) 11,60803		P-значение (F) 0,000027		
Лог. правдоподобие – 57,08484		Крит. Акаике 118,1697		
Крит. Шварца 123,6067		Крит. Хеннана-Куинна 120,3756		

Таблица 7 / Table 7

**Оценка влияния финансовых и нефинансовых показателей на устойчивый рост компании (SGR) / Assessment of the impact of financial and non-financial indicators on companies' sustainable growth (SGR)**

	Коэффициент / Coefficient	Стандартная ошибка / Standard error	t-статистика / t-statistics	P-значение / P-value
Noncurrentassets2013	0,333366	0,0523625	6,367	5,46e-09***
Noncurrentassets2014	0,00156995	4,60991e-05	34,06	7,16e-058***
ExplnR	–0,308789	0,158185	–1,952	0,0536*
Reinv	–0,00980718	0,0554342	–0,1769	0,8599
ATR	0,0216984	0,0618108	0,3510	0,7263
dm	0,176562	0,289006	0,6109	0,5426
dg	–0,174763	0,161678	–1,081	0,2823
bod_mem	0,00189967	0,0175211	0,1084	0,9139
ind_mem	0,0249497	0,0167939	1,486	0,1404
Среднее зав. перемен 0,118748		Ст. откл. зав. перемен 1,740960		
Сумма кв. остатков 25,63641		Ст. ошибка модели 0,498896		
R-квадрат 0,924156		Испр. R-квадрат 0,918265		
F(9, 103) 139,4496		P-значение (F) 1,55e-53		
Лог. правдоподобие – 76,34995		Крит. Акаике 170,6999		
Крит. Шварца 195,1664		Крит. Хеннана-Куинна 180,6267		

Проверим влияние тех же факторов на устойчивый рост, рассчитанный по выражению 2. Результаты анализа представлены в табл. 7.

Уровень результатов полученной модели получился высоким. Коэффициент детерминации ( $R^2$ ) более 92% говорит о наличии высокой взаимосвязи между рассматриваемыми показателями. Несмотря на высокую значимость независимых переменных

и модели, проверка на мультиколлинеарность и гетероскедастичность не позволила их отклонить.

В этой связи для улучшения модели были проведены тесты по оценке пропущенных / избыточных переменных, исключению незначимых критериев, мультиколлинеарности (методом инфляционных факторов) и гетероскедастичности [тест Вайта (White), Бриша-Пэгана (Breusch-Pagan)]. Так, из представ-

Таблица 8 / Table 8

**Модификация модели по оценке влияния финансовых и нефинансовых показателей на устойчивый рост компании (SGR) / Modification of the model to assess the impact of financial and non-financial indicators on companies' sustainable growth (SGR)**

	Коэффициент / Coefficient	Стандартная ошибка / Standard error	t-статистика / t-statistics	P-значение / P-value
Noncurrentassets2013	0,334859	0,0515067	6,501	2,54e-09***
Noncurrentassets2014	0,001571	4,51028e-05	34,85	1,41e-060***
ExpInR	-0,303424	0,0935946	-3,242	0,0016***
ind_mem	0,024215	0,0122069	1,984	0,0498**
Среднее зав. перемен 0,118748		Ст. откл. зав. перемен 1,740960		
Сумма кв. остатков 26,19727		Ст. ошибка модели 0,492511		
R-квадрат 0,922496		Испр. R-квадрат 0,920344		
F(4, 108) 321,3712		P-значение (F) 5,36e-59		
Лог. правдоподобие -77,56188		Крит. Акаике 163,1238		
Крит. Шварца 173,9978		Крит. Хеннана-Куинна 167,5357		

ленной выше модели пришлось исключить многие показатели. Окончательная регрессионная модель приняла вид:

$$SGR = 0,3348 \text{Non}_{\text{current}}\text{assets}_{2013} + \\ + 0,00157 \text{Non}_{\text{current}}\text{assets}_{2014} + \\ + -0,3034 \times \text{ExpInR} + 0,024 \times \text{ind\_mem}.$$

Значимость коэффициентов и модели в целом представлена в табл. 8.

Исходя из полученных результатов, следует, что затроемкость и рост внеоборотных активов в предшествующие периоды оказались значимыми на 1%-ном уровне, критерий, отражающий количество независимых членов в совете директоров, значим на 5%-ном уровне.

## ВЫВОДЫ

Первая выдвинутая гипотеза подтвердилась, что на уровень фактического и устойчивого роста оказывают влияние как финансовые, так и нефинансовые факторы.

В то же время вторая гипотеза частично не нашла свое подтверждение. На фактический и устойчивый темпы роста оказывают влияние разные факторы. На фактический рост влияет наличие совета директоров и его численность. Следовательно, компании, имеющие многочисленный состав совета директоров, из

которых формируется большее количество комитетов, способны быстрее реагировать на внешние изменения, что и обеспечивает их фактический рост. На устойчивый рост значимое влияние оказывает доля независимых членов в совете директоров, что подтверждает их важность и необходимость в целях стратегического роста бизнеса. Данный вывод подтверждает концепцию финансовой архитектуры бизнеса, предложенной Р. Брейли и С. Майерсом. Структура собственности в нашем случае оказалась не значимой.

С помощью третьей гипотезы удалось подтвердить направленность знаков перед переменными. Однако структура капитала на примере данной выборки не значима, следовательно, крупным компаниям неважно, за счет каких ресурсов происходит их рост и развитие. Инвестиции в основной капитал и иные объекты долгосрочного характера имеют определенный временной лаг, прежде чем окажут влияние на темп устойчивого роста. Так, инвестиции во внеоборотные активы прошлых лет оказывают большее влияние, чем расходы текущего периода.

Практическая значимость исследования заключается в том, что нам удалось выделить наиболее значимые финансовые и нефинансовые факторы, объясняющие темп фактического роста объема продаж компаний и оказывающие влияние на их устойчивый рост. Мы подтвердили, что на фактический темп роста объема продаж не оказывают существенного влияния вну-



тренние характеристики компании. Следовательно, на него больше оказывают влияние факторы внешней среды бизнеса и структура корпоративного управления. Внутренние же факторы в большей степени определяют устойчивый рост, осуществляемый за счет собственных ресурсов.

Полученные результаты можно использовать при разработке управленческих решений, связанных с дивидендной и инвестиционной политиками, при прогнозировании устойчивого роста компании при заданном уровне расходов по обычным видам деятельности.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ / REFERENCES

1. Xuemin S. The Growth Essence and Ways of the Middle and Small Enterprises. *Journal of Zhengzhou University (Philosophy and Social Science Edition)*, 2004, vol. 34, no. 4, pp. 66–69. URL: [http://en.cnki.com.cn/Article\\_en/CJFDTotat-ZZDX200404014.htm](http://en.cnki.com.cn/Article_en/CJFDTotat-ZZDX200404014.htm) (accessed 21.09.2017).
2. Gupta P.D. et al. Firm growth and its determinants. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 2013, vol. 15, no. 2. DOI 10.1186/2192–5372–2–15.
3. Ивашковская И.В., Животова Е.Л. Индекс устойчивого роста: эмпирическая апробация на данных российских компаний // Вестник Санкт-Петербургского университета. Общий и стратегический менеджмент. 2009. Вып. 4. Сер. 8. С. 3–29.  
Ivashkovskaja I.V., Zhivotova, E.L. [The index of sustainable growth: empirical testing on the data of Russian companies]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Obshhij i strategicheskij menedzhment = Bulletin of Saint Petersburg University. General and strategic management*, 2009, vol. 4, no. 8, pp. 3–29. (In Russ.).
4. Evans D.S. The Relationship between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries. *Journal of Industrial Economics*, 1987, vol. 35, no. 4, pp. 567–581. DOI 10.2307/2098588.
5. Heshmati A. On the growth of micro and small firms: evidence from Sweden. *Small Business Economics*, 2001, vol. 17(3), pp. 213–228. DOI 10.1023/A:1011886128912.
6. Morone P., Testa G. Firms' growth, size and innovation — an investigation into the Italian manufacturing sector. *Economics of Innovation and New Technology*, 2008, vol. 17 no. 4, pp. 311–329. DOI 10.1080/10438590701231160.
7. Singh A., Whittington G. The Size and Growth of Firms. *The Review of Economic Studies*, 1975, vol. 42, no. 1, pp. 15–26. DOI 10/2307/2296816.
8. Varaiya N., Kerin R.A. & D. Weeks. The Relationship between Growth, Profitability, and Firm Value. *Strategic Management Journal*, 1987, vol. 8, pp. 487–497. DOI 10.1002/smj.4250080507.
9. DeMartino R., Sriramachandramurthy R., Miller, J.C. Angelis, J.N. Looking Inside the Black Box of Growth Efforts in Declining Small Firms: The Role of Growth Factors, Planning, and Implementation. URL: <http://www.emeraldinsight.com/doi/pdfplus/10.1108/S 1074–754020150000017015> (accessed 15.10. 2017).
10. Hall B.H. The relationship between firm size and firm growth in the US manufacturing sector. *Journal of Industrial Economics*, 1987, vol. 25, p. 583–606. URL: <http://www.nber.org/papers/w1965> (accessed 15.10.2017).
11. Geroski P., Gugler K. Corporate Growth Convergence in Europe. *Oxford Economic Papers*, 2004, vol. 56, no. 4, pp. 597–620. Doi 10.1093/oep/gpf055/.
12. Ивашковская И.В., Животова Е.Л. Индекс устойчивости роста: апробация на российских компаниях // Вестник Санкт-Петербургского университета. 2009. № 4 (8). С. 3–29.  
Ivashkovskaya, I.V., Zhivotova E.L. Growth Index: Approbation at a Russian companies. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo Universiteta = Bulletin of Saint Petersburg University*, 2009, no. 4 (8), pp. 3–29 (In Russ).
13. Лимитовский М.А. и др. Финансовый менеджмент, как сфера прикладного использования корпоративных финансов. 2011. URL: [http://www.shfm.ranepa.ru/sites/default/files/books/limitov\\_part1.pdf](http://www.shfm.ranepa.ru/sites/default/files/books/limitov_part1.pdf) (дата обращения: 21.09.2017).  
Limitovskij M.A. et al. Financial management, as the sphere of applied use of corporate finance. URL: [http://www.shfm.ranepa.ru/sites/default/files/books/limitov\\_part1.pdf](http://www.shfm.ranepa.ru/sites/default/files/books/limitov_part1.pdf) (accessed 21.09.2017). (In Russ).
14. Kisor M. The Financial Aspects of Growth. *Financial Analysts Journal*, 1964, vol. 20, no. 2, pp. 46–51. DOI 10.2469/faj.v20.n2.46.
15. Higgins R.C. How Much Growth Can a Firm Afford? *Financial Management*, 1977, vol. 6, no. 3, pp. 7–16 URL: [http://www.jstor.org/stable/3665251?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/3665251?seq=1#page_scan_tab_contents). (accessed 05.09.2017–30.10.2017).
16. Ulrich T., Arlow P. The Financial Implications of Growth. *Journal of Small Business Management*, 1980, vol. 18, no. 4, p. 28.
17. Rappaport A. Creating shareholder value: the new standard for business performance. NY, 1986. URL: [https://books.google.ru/books?hl=ru&lr=&id=bc0PjplGR 5gC&oi=fnd&pg=PP1&ots=R 8LIYTEUF5&sig=uDFS 6HaQjkdj1f1f7r3 WOCCsx&redir\\_esc=y#v=onepage&q&f=false](https://books.google.ru/books?hl=ru&lr=&id=bc0PjplGR 5gC&oi=fnd&pg=PP1&ots=R 8LIYTEUF5&sig=uDFS 6HaQjkdj1f1f7r3 WOCCsx&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false) (accessed 20.09.2017–10.11.2017).

18. Якимова В.А. Перспективный анализ финансового положения предприятий капиталоемких отраслей на основе модели достижимого роста // Корпоративные финансы. 2013. № 1 (25). С. 81–95.  
Jakimova V.A. A prospective analysis of the financial position of enterprises in capital-intensive industries based on the model of achievable growth. *Korporativnye finansy = Corporate finance*, 2013, vol. 25, no. 1, pp. 81–95. (In Russ.).
19. Mengistae T. Competition and entrepreneurs' human capital in small business longevity and growth. *Journal of Development Studies*, 2006, vol. 42, pp. 812–836. DOI 10.1080/00220380600742050.
20. St-Jean E., Julien, P. Josere, A. Factors associated with growth changes in gazelles. *Journal of Enterprising Culture*, 2008, vol. 16, no. 2, pp. 161–188. DOI 10.1142/S 0218495808000089.
21. Castanias R.P., Helfat C.E. Managerial resources and rents. *Journal of Management*, 1991, vol. 17, no. 1, pp. 155–171. DOI 10.1177/014920639101700110.
22. Basu A., Goswami A. South Asian entrepreneurship in Great Britain: factors influencing growth. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 1999, vol. 5, pp. 251–275. Doi 10.1108/13552559910300381.
23. Kirkwood J. To grow or not? Growing small service firms. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 2009, vol. 16, pp. 485–503.
24. Manzano G. et al. Factors Affecting the Growth of New Firms: A Multidisciplinary Perspective. *University of La Rioja*, 2012, vol. 46. Doi 10.7763/IPEDR.
25. Myers S. Financial Architecture. *European Financial Management*, 1999, vol. 5, no. 2, pp. 133–141. DOI 10.1111/1468–036X.00086.
26. Ivashkovskaya I.V., Zinkevich N. The relationship between corporate governance and company performance in concentrated ownership systems: URL: <https://cfjournal.hse.ru/article/view/1650/2368> // (accessed 20.09.2017–10.11.2017).
27. Рябова Е.В., Румянцева Т.В. Исследование факторов формирования финансовой архитектуры компаний // Финансовая аналитика: Проблемы и решения. 2012. № 33. С. 39–46.  
Rjabova E.V., Rumjanceva T.V. The study of the factors shaping the financial architecture of companies. *Finansovaja analitika: Problemy i reshenija = Financial Analytics: Problems and solutions*, 2012, no. 33, pp. 39–46. (In Russ.).
28. Michael Feldman, J., Klofsten, M. Medium-sized firms and the limits to growth: A case study in the evolution of a spin-off firm. *European Planning Studies*, 2000, vol. 8, no. 5, pp. 631–650. DOI 10.1080/713666429.
29. Brown, S. Seven skills for the aspiring entrepreneur. *Business & Economic Review*, 2007, vol. 53, no. 2, pp. 16–18.
30. Krasniqi, B.A. Barriers to entrepreneurship and SME growth in transition: The case of Kosovo. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 2007, vol. 12, no. 1, pp. 71–94. DOI 10.1142/S 1084946707000563.
31. Байбурина Э.Р., Шустрова Е. Влияние вознаграждения топ-менеджмента и совета директоров на стоимость крупных российских компаний // Корпоративные финансы. 2008. № 4. С. 60–80.  
Bajburina E., Shustrova E. The influence of top management and board of directors on the value of large Russian companies. *Korporativnye finansy = Corporate finance*, 2008, no. 4, pp. 60–80. (In Russ.).

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

**Елена Вячеславовна Рябова** — кандидат экономических наук, доцент кафедры финансового менеджмента, Национальный исследовательский университет «Высшая Школа Экономики», Москва, Россия  
eryabova@hse.ru

**Марина Андреевна Самоделкина** — магистр программы «Финансы» Национального исследовательского университета «Высшая Школа Экономики», Москва, Россия  
бухгалтер по управлению кредитными рисками, ООО «Кока-Кола ЭйчБиСи», Москва, Россия  
samodelka93@yandex.ru

## ABOUT THE AUTHORS

**Elena V. Ryabova** — Cand. Sci. (Econ.), Associate Professor, chair of financial management, National Research University “Higher School of Economics”, Moscow, Russia  
eryabova@hse.ru

**Marina A. Samodelkina** — student of master program “Finance”, National Research University “Higher School of Economics”, Moscow, Russia; accountant, credit risk management, LLC “Coca-Cola HBC”, Moscow, Russia  
samodelka93@yandex.ru