

Быстрый рост фирм после рецессии: оценка финансовых результатов

Спицын Владислав Владимирович

Канд. экон. наук, доц. Бизнес-школы

ORCID: 0000-0002-8360-7590, e-mail: spitsin_vv@mail.ru

Гасанов Магеррам Али оглы

Д-р экон. наук, проф. Бизнес-школы

ORCID: 0000-0003-0319-6566, e-mail: hursud1@yandex.ru

Юдахина Ольга Борисовна

Канд. экон. наук, доц. Бизнес-школы

ORCID: 0009-0003-7794-1845, e-mail: liaminor@tpu.ru

Национальный исследовательский Томский политехнический университет, 634034, Ленина пр-кт, 30, г. Томск, Россия

Аннотация

В условиях стагнации экономики и кризисных событий многие российские предприятия оказались в длительной рецессии. При улучшении экономической ситуации они способны демонстрировать быстрый рост продаж (возобновляемый рост). Целью нашей работы является комплексная оценка финансовых результатов возобновляемого роста российских предприятий. Выборка составила 2 198 российских промышленных компаний, оказавшихся в рецессии, часть из которых показала рост продаж за 2016–2021 гг. Выборка была разделена на 5 групп: четыре группы фирм по типам возобновляемого роста и группа компаний, его не показавших. Для сравнения финансовых показателей между ними применялся дисперсионный анализ. Установлено, что все группы фирм с возобновляемым ростом значительно улучшили свои финансовые показатели (размер, оборачиваемость, рентабельность) и превзошли по ним группу компаний, не продемонстрировавших возобновляемый рост. Однако у них наблюдаются проблемы с финансовой устойчивостью. Более рискованными оказываются группы фирм с долгосрочным возобновляемым ростом. Следовательно, большинство фирм финансирует возобновляемый рост за счет заемных средств. Полученные результаты необходимо учитывать в современных условиях, когда в Российской Федерации (далее – РФ) происходит существенное ужесточение денежно-кредитной политики. Рост процентных ставок станет сильным препятствием к продолжению возобновляемого роста и актуализирует проблему финансовой устойчивости растущих фирм. В работе предложен ряд рекомендаций инвесторам, менеджерам фирм и регулирующим органам исходя из текущей экономической ситуации в РФ.

Ключевые слова: структурно-технологическое развитие, быстрорастущие компании, возобновляемый рост, финансовые результаты роста, рентабельность, оборачиваемость, структура капитала, промышленность, российские предприятия

Благодарности. Исследование выполнено при финансовой поддержке Российского научного фонда в рамках научно-исследовательского проекта Российского научного фонда № 23-28-01404 «Смена траектории развития: исследование факторов выхода предприятий на магистраль роста».

Для цитирования: Спицын В.В., Гасанов М.А., Юдахина О.Б. Быстрый рост фирм после рецессии: оценка финансовых результатов // Управление. 2024. Т. 12. № 4. С. 48–59. DOI: 10.26425/2309-3633-2024-12-4-48-59



Received: 11.10.2024

Revised: 26.11.2024

Accepted: 29.11.2024

Rapid growth of firms after recession: evaluating financial results

Vladislav V. Spitsin

Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof. of the Business School
ORCID: 0000-0002-8360-7590, e-mail: spitsin_vv@mail.ru

Maharram A. Hasanov

Dr. Sci. (Econ.), Prof. of the Business School
ORCID: 0000-0003-0319-6566, e-mail: hursud1@yandex.ru

Olga B. Yudakhina

Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof. of the Business School
ORCID: 0009-0003-7794-1845, e-mail: liaminor@tpu.ru

National Research Tomsk Polytechnic University, 30, Lenin prospekt, Tomsk 634034, Russia

Abstract

In the conditions of economic stagnation and crisis events, many Russian enterprises found themselves in a long-term recession. When the economic situation improves, some of such firms demonstrate rapid sales growth (restarting growth). This article aims to comprehensively assess the financial results of the restarting growth of the Russian enterprises. The sample includes 2,198 Russian industrial companies that found themselves in the recession, some of them showed the sales growth in 2016–2021. The sample has been divided into 5 groups: four groups of the companies by type of the restarting growth and a group of the companies that did not show it. To compare financial indicators between them, we have used dispersion analysis. We have found that all the groups of the firms with the restarting growth significantly improved their financial performance (size, turnover, profitability) and outperformed the group of the companies that did not show the restarting growth. However, they have problems with financial sustainability. The groups of the firms with the long-term restarting growth are riskier. Consequently, most firms finance the restarting growth with borrowed funds. These results should be considered in the current conditions, when the Russian Federation (hereinafter referred to as RF) is undergoing significant tightening of monetary policy. The growth of interest rates will become a strong obstacle for the continuation of the restarting growth and actualise the problem of the financial stability of the growing firms. The paper proposes several recommendations to investors, firm managers and regulatory authorities based on the current economic situation in the RF.

Keywords: structural and technological development, fast-growing companies, restarting growth, financial results of growth, profitability, turnover, capital structure, manufacturing, Russian enterprises

Acknowledgments. The study is financially supported by the Russian Science Foundation within the framework of the research project of the Russian Science Foundation No. 23-28-01404 “Changing the development trajectory: investigating drivers of entering the growth highway by enterprises”.

For citation: Spitsin V.V., Hasanov M.A., Yudakhina O.B. (2024). Rapid growth of firms after recession: evaluating financial results. *Upravlenie / Management (Russia)*, 12 (4), pp. 48–59. DOI: 10.26425/2309-3633-2024-12-4-48-59



Введение / Introduction

В начале XXI в. экономика Российской Федерации (далее – РФ, Россия) столкнулась с беспрецедентными внешними вызовами, чередой кризисных событий и длительным периодом стагнации [Аганбегян, 2022]. Экономическая система показала хорошую адаптацию к кризисам и внешним вызовам [Земцов, Барина, Михайлов, 2023; Алтунин, 2024]. После проблемного 2022 г., когда валовый внутренний продукт (далее – ВВП) России упал на 1,2 %, последовали успешные 2023 г. и 2024 г.¹. В 2023 г. ВВП вырос на 3,6 %, также рост ожидается по итогам 2024 г. Однако период турбулентности еще далеко не завершен [Малкина, Балакин, 2024]. Новым вызовом становятся инфляционные риски, которые вынуждают Центральный банк РФ (далее – ЦБ РФ, Банк России) вести жесткую денежно-кредитную политику и поднимать ставку рефинансирования. Рост процентных ставок и налогов станет новым вызовом для бизнеса в 2024–2025 гг. [Тиндова, Кублин, Толстяков, 2024; Луценко, 2024].

В условиях кризисных событий многие предприятия вместо ожидаемого роста оказались в длительной рецессии с ежегодным снижением объемов продаж [Savin, Novitskaya, 2023; Kohler, Stockhammer, 2022]. При улучшении экономической конъюнктуры такие компании способны демонстрировать быстрые темпы роста продаж (возобновляемый рост). В текущих условиях предприятия с возобновляемым ростом становятся одним из источников структурной трансформации экономики России наряду с молодыми быстрорастущими компаниями, как показано в работе В.В. Спицына, Л.Ю. Спицыной, М.А. Гасанова, С.Н. Поповой [Спицын, Спицына, Гасанов, Попова, 2024].

Молодые фирмы имеют ряд преимуществ и способны демонстрировать высокие темпы роста [Goswami, Medvedev, Olafsen, 2019; Nightingale, Coad, 2014; Глазев, Сухарев, 2024]. Однако рост большинства из них ограничен и только отдельные фирмы становятся крупными и крупнейшими в своих отраслях [Баранова, 2019]. Кроме того, их немного и для быстрого роста требуются значительные финансовые ресурсы, которые в России сейчас также ограничены. Данный способ трансформации является, несомненно, актуальным, но в текущих условиях он имеет незначительное влияние на структуру российской экономики.

Другой способ – это оздоровление и возобновляемый рост фирм, оказавшихся в длительной рецессии [Газгиреев, 2024; Фузик, 2023]. В работах

показано, что их доля велика (более 25 % в промышленности России) и потерять их или в краткие сроки заместить новыми практически невозможно [Спицын, Леонова, Спицына, Брагин, 2023]. Переход таких фирм к быстрому возобновляемому росту будет одним из драйверов развития экономики России и одним из направлений ее структурной трансформации.

Цели и задачи исследования / Purposes and objectives of the study

В контексте проблемы исследования возобновляемого роста возникает несколько прикладных научных задач:

1) выявление факторов, позволяющих фирме перейти к возобновляемому росту после длительного периода падения продаж. Данная задача актуальна для менеджеров фирм и регулирующих органов с позиций создания условий перехода к росту, а также для инвесторов с позиций поиска перспективных компаний для вложения средств;

2) оценка финансовых результатов возобновляемого роста. Данная задача актуальна для тех же субъектов. Менеджеры фирм и регулирующие органы должны получить представление об ожидаемом финансовом состоянии и финансовых проблемах фирм после возобновляемого роста. Инвесторы должны оценить целесообразность финансирования таких компаний, исходя из ожидаемых финансовых результатов роста.

Первая задача исследована в ряде публикаций в мировой литературе. Первоначально ученые занимались выявлением факторов быстрого роста так называемых фирм-газелей. Этому направлению посвящено множество научных статей и монографий [Goswami, Medvedev, Olafsen, 2019; Nightingale, Coad, 2014; Coad, Srhoj, 2019]. Фирмы, демонстрирующие рост после длительной рецессии, долгое время были вне сферы научных интересов. Согласно теории жизненного цикла организации они не рассматривались как перспективные, и ученые ставили под сомнение тот факт, что такие фирмы могут вновь перейти к быстрому росту [Hanks, 1990; Adizes, 2004; Downs, 1967]. Однако постепенно был накоплен материал, подтверждающий возможность их роста, и выявлен перечень его факторов [Hegarty, Gallagher, Cunningham, Stephens, 2020; Süß, Höse, Götze, 2021]. Систематизация таких факторов по данным мировой литературы и эмпирический анализ отличительных признаков российских фирм с возобновляемым ростом был выполнен, в частности, в работе В.В. Спицына, Д.Б. Вуковича, М. Рыжковой, В.А. Леоновой [Spitsin, Vuković, Ryzhkova, Leonova, 2024]. Таким образом,

¹ GOGOV. ВВП России. Режим доступа: <https://gogov.ru/articles/vpr-rg> (дата обращения: 05.10.2024).

данное научное направление уже отражено в работах ряда ученых, хотя таких трудов еще недостаточно.

Вторая задача, напротив, является малоисследованной в мировой литературе. Анализируя фирмы-газели, ученые фокусируются на выявлении факторов роста и оценке его темпов, но не рассматривают финансовые результаты роста через систему важнейших финансовых индикаторов предприятия. В ряде работ отмечаются финансовые проблемы стартапов, однако такие фирмы не рассматриваются как успешные и растущие бизнесы. Некоторые результаты по этому направлению получены в работе В.В. Спицына, Д. Вуковича, А. Михальчука, Л.Ю. Спицыной и Д. Новосельцевой [Spitsin, Vuković, Mikhalchuk, Spitsina, Novoseltseva, 2022]. Финансовые результаты возобновляемого роста в настоящее время практически не исследованы в мировой литературе. Появляются только первые работы в этом направлении [Спицын, Спицына, Гасанов, Попова, 2024; Spitsin, Ryzhkova, Spitsina, Leonova, 2024], которые рассматривают влияние такого роста на отдельные финансовые показатели. В данной работе мы заполняем этот пробел в научных исследованиях и фокусируемся на комплексной оценке финансовых результатов возобновляемого роста.

Целью нашей работы является комплексная оценка финансовых результатов возобновляемого роста российских предприятий. Мы рассматриваем четыре группы финансовых результатов роста (размер фирмы, финансовая устойчивость, оборачиваемость и рентабельность) и проводим исследование на выборке российских промышленных предприятий по данным за 2016–2021 гг.

Мы реализуем два направления анализа:

1) сравнение финансовых результатов групп фирм с возобновляемым ростом с группой фирм, не показавших его;

2) оценку динамики финансовых результатов групп организаций с возобновляемым ростом (сравнение финансовых показателей на момент начала роста и по его результатам).

Дополнительно мы выявляем различия в финансовых результатах между группами фирм с разными типами возобновляемого роста.

Разработка гипотез исследования / Development of research hypotheses

Мы формулируем гипотезы, исходя из указанных выше двух направлений анализа и результатов работы [Spitsin, Vuković, Mikhalchuk, Spitsina, Novoseltseva, 2022]. В ней на примере анализа российских

быстрорастущих фирм в высокотехнологичных отраслях было установлено:

- все группы быстрорастущих фирм стали больше по размеру, чем прочие организации, не показавшие быстрый рост. Наибольший прирост размера демонстрирует группа фирм с быстрым долгосрочным ростом;
- все группы быстрорастущих фирм существенно повысили свою рентабельность и стали более рентабельными, чем группа прочих компаний;
- группы фирм с умеренным и быстрым долгосрочным ростом улучшили свою финансовую устойчивость, и их доля заемного капитала не отличается от прочих фирм. Группа компаний с быстрым краткосрочным ростом сохраняет рискованную структуру капитала.

В нашем случае мы рассматриваем растущие фирмы после длительного падения продаж, которые, скорее, все будут отличаться от молодых фирм-газелей. Однако оценка финансовых результатов возобновляемого роста еще не проводилась, поэтому мы руководствуемся описанными выше результатами при определении гипотез.

Соответственно, мы формулируем следующие гипотезы.

Н.1. Фирмы с возобновляемым ростом при сравнении с фирмами, не показавшими его, характеризуются следующими финансовыми результатами.

Н.1.1. Большим размером (все группы организаций).

Н.1.2. Сопоставимой структурой капитала (группы фирм с долгосрочным ростом).

Н.1.3. Более высокой оборачиваемостью активов (все группы компаний).

Н.1.4. Более высокой рентабельностью (все группы фирм).

Н.2. Фирмы с возобновляемым ростом улучшили свои финансовые показатели за период роста.

Н.2.1. Увеличили свой размер (все группы компаний).

Н.2.2. Улучшили структуру капитала (группы фирм с долгосрочным ростом).

Н.2.3. Улучшили оборачиваемость активов (все группы организаций).

Н.2.4. Улучшили рентабельность (все группы фирм).

Все указанные выше гипотезы тестируются в разрезе четырех типов возобновляемого роста и соответствующих им групп фирм.

Методика исследования / Research methodology

Эмпирический анализ проводится на выборке предприятий, которые в течение трех лет подряд показывали падение продаж в период с 2013 г.

Анализируемый период составляет четыре года пост-стагнационного развития начиная с 2016 г. Выборка была получена на основе данных СПАРК-Интерфакс² и составила 2 198 предприятий обрабатывающей промышленности России, соответствующих этому критерию. По каждому из них рассматривался 7-летний период, включающий в себя падение продаж в первые три года. Затем в течение четырех лет часть предприятий продемонстрировала возобновляемый рост выручки, а другие его не показали. Соответственно, эта выборка была разделена на следующие группы предприятий (критерии формирования данных групп фирм описаны в некоторых работах [Спицын, Спицына, Гасанов, Попова, 2024; Spitsin, Ryzhkova, Spitsina, Leonova, 2024]):

- группа 1: 101 предприятие с быстрым долгосрочным возобновляемым ростом (далее – БДР);
- группа 2: 207 предприятий с умеренным долгосрочным возобновляемым ростом (далее – УДР);
- группа 3: 241 предприятие с быстрым краткосрочным возобновляемым ростом (далее – БКР);
- группа 4: 295 предприятий с умеренным краткосрочным возобновляемым ростом (далее – УКР);
- группа 0: 1 354 предприятия, не показавших описанные выше типы возобновляемого роста (прочие предприятия).

В соответствии с изложенными выше гипотезами мы исследуем следующие переменные, отражающие финансовые результаты возобновляемого роста (табл. 1).

² СПАРК-Интерфакс. Официальный сайт. <http://www.spark-interfax.ru/> (дата обращения: 05.10.2024).

Представленные в табл. 1 показатели рассчитываются для каждого предприятия выборки в конце периода возобновляемого роста.

Этапы анализа / Analysis stages

Рассмотрим этапы анализа.

1. Сравнение финансовых результатов групп фирм с возобновляемым ростом с группой фирм, не показавших его.

2. Для указанных выше групп предприятий с помощью дисперсионного анализа проводится сравнение значений показателей, представленных в табл. 1. Так как распределение не соответствует нормальному закону, оно выполняется посредством непараметрического критерия Манна-Уитни [Zekić-Sušac, Šarlija, Has, Bilandžić, 2016]. Результаты исследования визуализируются с помощью диаграммы размаха, где точка – среднее, линия – медиана, границы прямоугольника – 25- и 75-процентные квартили, усы – минимальное и максимальное наблюдаемые значения, или 1,5-интерквартильный размах.

3. Оценка динамики финансовых результатов групп фирм с возобновляемым ростом.

В разрезе групп фирм с возобновляемым ростом выполняется сравнение финансовых показателей на момент начала роста и по результатам роста. Так как распределение не соответствует нормальному закону, сравнение проводится с помощью непараметрического критерия Вилкоксона.

Дополнительный анализ различий в финансовых результатах между группами фирм с разными типами возобновляемого роста выполняется аналогично первому этапу анализа.

Таблица 1

Система показателей для сравнения групп предприятий

Table 1. System of indicators for comparing the groups of the companies

Название показателя	Обозначение	Особенности расчета показателя
Размер предприятия по выручке	Размер / size (sales)	Натуральный логарифм выручки
Размер предприятия по активам	Размер / size (assets)	Натуральный логарифм активов
Доля СК	Доля СК / capital	Доля СК = Собственный капитал / Активы · 100 %
Оборачиваемость активов	Оборачиваемость / asset turnover	Оборачиваемость = Выручка / Активы · 100 %
Чистая рентабельность активов	Рентабельность / ROA	Рентабельность = Чистая прибыль / Активы · 100 %
Чистая рентабельность СК	Рентабельность / ROE	Рентабельность = Чистая прибыль / Собственный капитал · 100 %

Примечание: СК – собственный капитал; ROA – return on assets; ROE – return on equity

Составлено авторами по материалам исследования / Compiled by the authors on the materials of the study

Результаты / Results

Сравнение финансовых результатов групп фирм с возобновляемым ростом с группой фирм, не показавших его / Comparison of the financial results of the groups of the firms with the restarting growth with the group of the firms that did not show it

Значения финансовых показателей по всем группам предприятий на начало и конец периода роста приведены на рис. 1 и рис. 2. Медианы показателей и значимость их различий с группой прочих предприятий по критерию Манна-Уитни представлены в табл. 2.

На начало периода большинство групп предприятий с возобновляемым ростом существенно уступали группе прочих предприятий по размеру, структуре капитала и оборачиваемости. Однако в рамках данной работы нас больше интересует сравнение показателей на конец исследуемого периода роста. Такое сравнение представлено на рис. 2 и в табл. 2.

Соответственно, на конец исследуемого периода все группы предприятий, демонстрирующие четыре типа возобновляемого роста, в сравнении с предприятиями без возобновляемого роста:

- больше по размеру;
- имеют более рискованную структуру капитала;
- показывают более высокую оборачиваемость активов;
- имеют более высокую рентабельность.

Гипотезы № 1.1, 1.3, 1.4 подтверждаются, гипотеза № 1.2 – нет.

Оценка динамики финансовых результатов групп фирм с возобновляемым ростом / Dynamics assessment of the financial results of the groups of the firms with the restarting growth

Медианы показателей на начало и конец периода роста в разрезе групп предприятий с возобновляемым

ростом и значимость их различий по критерию Вилкоксона представлены в табл. 3.

Следовательно, все четыре группы предприятий с возобновляемым ростом увеличили размер, рентабельность и оборачиваемость, причем эти различия высоко значимые. Гипотезы № 2.1, 2.2, 2.4 подтверждены. Однако у всех этих групп фирм остается проблема со структурой капитала, которая не изменилась за период роста. Медина структур капитала у группы 1 находится ниже критического значения (ниже 40 %), у группы 2 – на уровне критического значения (40 %). Это означает, что около половины предприятий каждой из данных групп не выполняют нормативы финансовой устойчивости в конце исследуемого периода роста. Гипотеза № 2.2 не подтверждается.

Дополнительный анализ: значимые различия в финансовых результатах между группами фирм с возобновляемым ростом / Additional analysis: significant differences in the financial results between the groups of the firms with the restarting growth

Расчеты выявили следующие значимые различия на конец исследуемого периода:

- размер (по выручке): группа 1 (БДР) превосходит группы 3 и 4 (краткосрочный рост);
- доля собственного капитала: группа 1 (БДР) уступает всем группам по этому показателю и имеет более рискованную структуру капитала;
- чистая рентабельность активов: группа 1 (БДР) превосходит все остальные группы;
- чистая рентабельность собственного капитала: группа 1 (БДР) существенно превосходит все остальные группы, группа 2 (УДР) слабо значимо превосходит группу 4 (УКР);
- оборачиваемость и размер (по активам): значимых различий между группами не выявлено.

Таблица 2

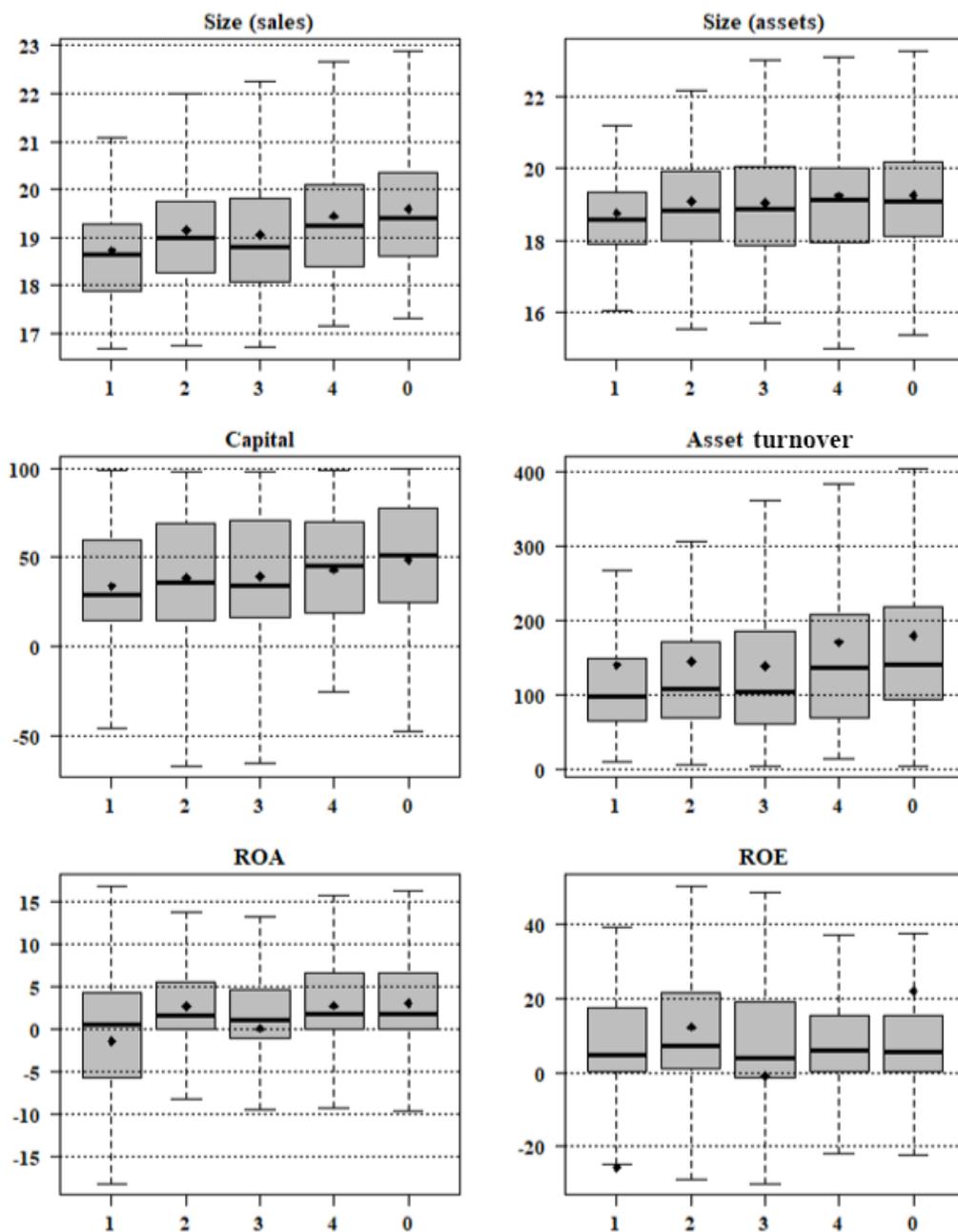
Медианы значений показателей и значимость различий в сравнении с группой предприятий без возобновляемого роста (на конец периода роста)

Table 2. Medians of indicator values and significance of differences in comparison with the group of the firms without the restarting growth (at the end of the growth period)

Показатель	Группа 1 БДР	Группа 2 УДР	Группа 3 БКР	Группа 4 УКР	Группа 0. Прочие
Размер предприятия по выручке	19,92***	19,59***	19,61***	19,62***	19,24
Размер предприятия по активам	19,23*	19,17*	19,12 †	19,28 †	18,98
Доля собственного капитала	36,18***	40,66***	43,08**	43,87*	53,07
Оборачиваемость активов	164,96**	157,15*	168,37*	157,8*	138,61
Чистая рентабельность активов	8,09***	6,01***	6,49***	5,16***	2,12
Чистая рентабельность собственного капитала	25,13***	16,41***	17,89***	13,36***	6,33

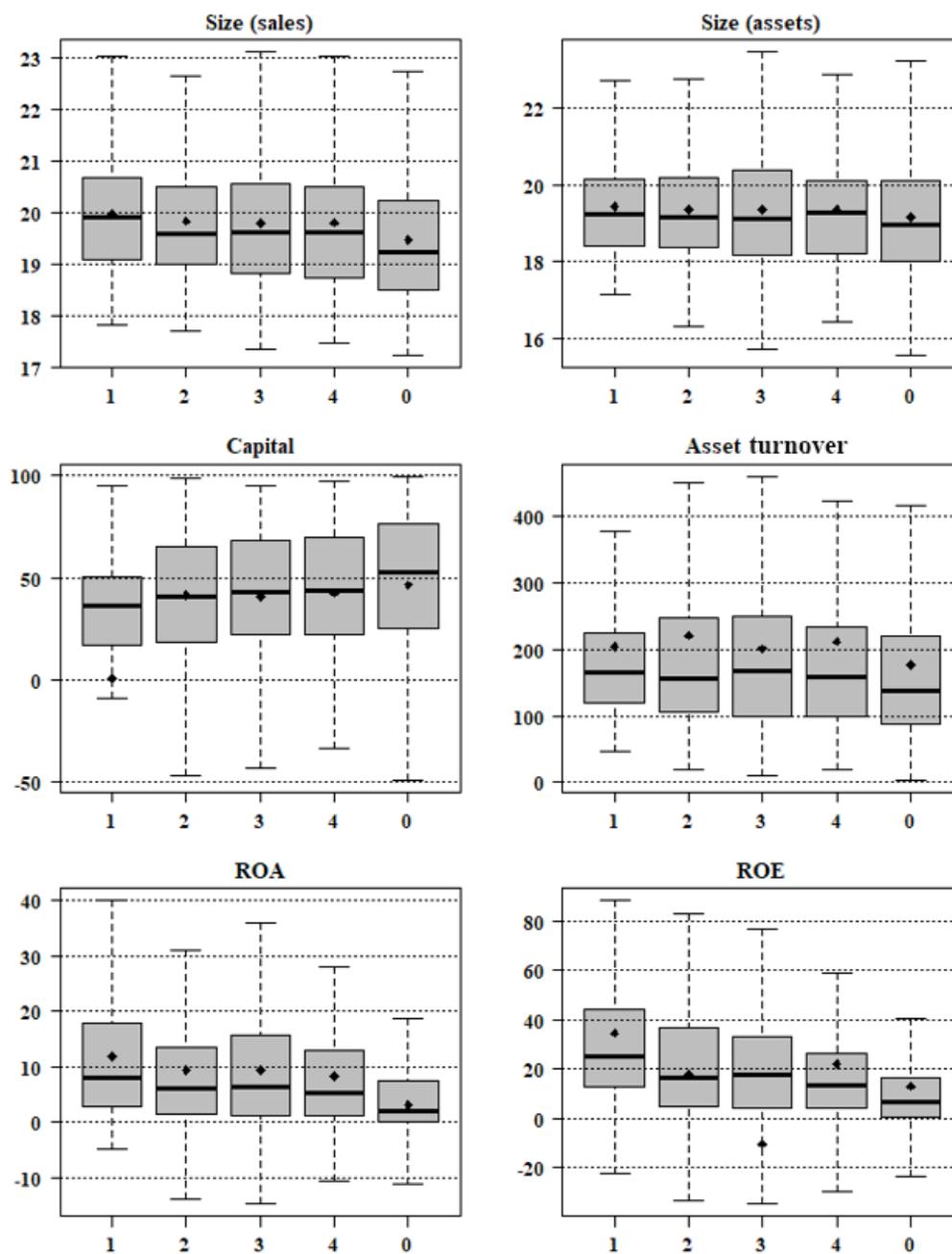
Примечание: ***p < 0,001; **p < 0,01; *p < 0,05; †p < 0,10.

Составлено авторами по материалам исследования / Compiled by the authors on the materials of the study



Составлено авторами по материалам исследования / Compiled by the authors on the materials of the study

Рис. 1. Диаграммы размаха финансовых показателей фирм на начало периода возобновляемого роста (в разрезе групп фирм)
Fig. 1. Boxplots of the financial indicators of the firms at the beginning of the period of the restarting growth (by the groups of the firms)



Составлено авторами по материалам исследования / Compiled by the authors on the materials of the study

Рис. 2. Диаграммы размаха финансовых показателей фирм на конец периода возобновляемого роста (в разрезе групп фирм)
 Fig. 2. Boxplots of the financial indicators of the firms at the end of the period of the restarting growth (by the groups of the firms)

Медианы значений показателей на начало и конец периода роста и значимость различий

Table 3. Medians of the indicator values at the beginning and end of the growth period and significance of the differences

Показатель	Группа 1 БДР	Группа 2 УДР	Группа 3 БКР	Группа 4 УКР
Размер предприятия по выручке	18,63 / 19,92***	18,98 / 19,59***	18,81 / 19,61***	19,25 / 19,62***
Размер предприятия по активам	18,57 / 19,23***	18,82 / 19,17***	18,86 / 19,12***	19,14 / 19,28***
Доля собственного капитала	28,94 / 36,18	35,61 / 40,66	34,34 / 43,08	45,49 / 43,87
Оборачиваемость активов	98,08 / 164,96***	108,39 / 157,15***	104,87 / 168,37***	136,58 / 157,8***
Чистая рентабельность активов	0,62 / 8,09***	1,55 / 6,01***	1,03 / 6,49***	1,84 / 5,16***
Чистая рентабельность собственного капитала	4,86 / 25,13***	7,13 / 16,41***	3,78 / 17,89***	5,95 / 13,36***

Составлено авторами по материалам исследования / Compiled by the authors on the materials of the study

Дискуссия / Discussion

Большинство ученых фокусируются на выявлении отличительных признаков быстрорастущих компаний [Goswami, Medvedev, Olafsen, 2019; Nightingale, Coad, 2014; Coad, Srhoj, 2019] или компаний, демонстрирующих возобновляемый рост после длительной стагнации или падения продаж [Hegarty, Gallagher, Cunningham, Stephens, 2020; Süß, Höse, Götze, 2021; Spitsin, Vuković, Ryzhkova, Leonova, Novoseltseva, 2024]. Проблема оценки результатов быстрого роста и особенно быстрого возобновляемого роста в настоящее время мало исследована в мировой литературе. В работе В.В. Спицына, Л.Ю. Спицыной, М.А. Гасанова, С.Н. Поповой выполнена оценка темпов прироста выручки и показано, что прирост выручки в период роста существенно превышал ее падение в период рецессии [Спицын, Спицына, Гасанов, Попова, 2024]. За полный временной период (период падения продаж и период роста) динамика выручки оказалась положительной с учетом инфляции. Это важный аспект развития предприятий с возобновляемым ростом, который позволяет рассматривать их как одно из направлений структурной трансформации экономики России. Однако неисследованной оставалась динамика других финансовых показателей фирм с возобновляемым ростом.

Мы сопоставляем полученные в настоящей работе результаты с работой В.В. Спицына, Д. Вуквича, А. Михальчука, Л.Ю. Спицыной и Д. Новосельцевой, оценивающей результаты роста фирм-газелей в российских высокотехнологичных отраслях за аналогичный временной период [Spitsin, Vuković, Mikhanchuk, Spitsina, Novoseltseva, 2022]. Выявленные нами преимущества всех групп предприятий с возо-

бновляемым ростом по размеру, оборачиваемости и рентабельности согласуются с указанной выше работой и особенностями роста фирм-газелей.

Напротив, по финансовой устойчивости возобновляемый рост и рост фирм-газелей различается. Высокотехнологичные фирмы-газели существенно улучшили структуру капитала, и на конец периода роста она была сопоставима со структурой капитала прочих высокотехнологичных компаний. Проблемы остались только у группы предприятий с быстрым краткосрочным ростом. В нашем случае проблемы со структурой капитала остаются у всех четырех групп фирм с возобновляемым ростом. Более того, медианы доли собственного капитала у первых двух групп с долгосрочным ростом (группа 1 БДР, группа 2 УДР) составляют 36,18 и 40,66 %, то есть ниже и на уровне критического значения. Это означает, что около половины предприятий каждой из этих групп не выполняют нормативы финансовой устойчивости в конце исследуемого периода роста. В отличие от высокотехнологичных газелей, здесь проблемы с капиталом более остро выражены у предприятий с долгосрочным ростом. Впрочем, все четыре группы фирм не улучшили структуру капитала за период роста и имеют более рискованную структуру по сравнению с группой компаний, не показавших возобновляемый рост. Следовательно, последний финансируется во многом за счет привлечения заемных средств.

В настоящей работе был подтвержден ряд преимуществ фирм с БДР (в частности, более высокая рентабельность). Однако в отличие от высокотехнологичных быстрорастущих фирм-газелей, данная группа фирм с возобновляемым ростом оказывается самой финансово рискованной. Таким образом,

в отношении фирм с возобновляемым ростом инвесторам придется принять повышенные финансовые риски, если они стремятся получить более высокую рентабельность.

Описанная проблема со структурой капитала была получена для периода 2016–2021 гг., однако она становится критической именно в настоящее время. В 2023–2024 гг. экономика России демонстрировала рост и многие предприятия улучшали свои показатели (возобновляемый рост) после сложного 2022 г. Этот процесс восстановления очень непростой и требует существенных финансовых затрат, связанных с поиском новых товарных ниш, выходом на новые рынки сбыта и т.д. Однако проблема заемного капитала в настоящее время сильно обостряется. Если в 2016–2021 гг. ставка рефинансирования ЦБ РФ не превышала 11 % и снижалась до 4,25 %, то в октябре 2024 г. она достигла 19 %, и ожидается ее дальнейшее увеличение³. Высокая ставка ЦБ РФ приводит к высоким банковским процентным ставкам по вкладам и кредитам, которые оказывают выраженное негативное воздействие по следующим причинам:

- повышают стоимость кредитов и долю отказов в кредитах (риск для предприятий с большой долей заемного капитала, а также падение спроса со стороны бизнеса);
- снижают объемы кредитования населения (снижение спроса со стороны населения);
- повышают привлекательность вкладов для людей и бизнеса (дополнительное снижение спроса и инвестиционной активности).

Эти факторы станут серьезным вызовом для фирм с возобновляемым ростом, которые не смогли улучшить структуру капитала.

Соответственно, сформулируем ряд практических рекомендаций:

- инвесторам следует искать и финансировать перспективные фирмы, способные перейти к росту с учетом структуры капитала и отдавать предпочтение финансово-устойчивым предприятиям;
- менеджерам фирм необходимо сфокусироваться на снижении доли заемного капитала путем капитализации заработанной прибыли, использования способов привлечения финансирования без заемных средств или кредитования под фиксированные процентные ставки;
- регулирующим органам требуется предложить перспективным, социально и экономически значимым фирмам приемлемые способы решения проблемы

заемных средств (кредитование под льготные ставки, развитие рынка акций и др.).

Заключение / Conclusion

В настоящей работе была выполнена оценка финансовых результатов возобновляемого роста фирм после длительного периода падения продаж. Расчеты проведены в разрезе групп фирм по четырем типам возобновляемого роста. Показано, что за период роста все четыре группы значительно улучшили свои основные финансовые показатели:

- размер (по выручке и активам);
- оборачиваемость;
- рентабельность (ROA и ROE).

По этим индикаторам они существенно превзошли группу фирм, не показавших возобновляемый рост после рецессии.

Однако у всех четырех групп предприятий наблюдаются проблемы с финансовой устойчивостью. Основной показатель финансовой устойчивости (коэффициент автономии или доля собственного капитала в балансе) остался на низком уровне и не улучшился за период роста. При этом более рискованными оказываются группы фирм с долгосрочным возобновляемым ростом. Таким образом, получен вывод о том, что большинство компаний финансирует возобновляемый рост за счет заемных средств.

Мы также выявили ряд различий между группами фирм с разными типами возобновляемого роста и обнаружили, что существенное преимущество группы предприятий с быстрым долгосрочным ростом по рентабельности сопровождается недостатком в виде более рискованной структуры капитала, когда большинство этих фирм имеют коэффициент автономии ниже критического значения на конец периода роста.

Полученные в данной работе результаты необходимо учитывать в современных экономических условиях России, когда происходят существенные ужесточение денежно-кредитной политики и увеличение банковских процентных ставок по вкладам и кредитам. Кризисные события 2022 г. привели к снижению продаж многих российских фирм, которые перешли к возобновляемому росту в 2023–2024 гг. Однако увеличение процентных ставок станет сильным препятствием к продолжению возобновляемого роста и актуализирует проблему финансовой устойчивости растущих фирм. Более того, он может привести к новому циклу экономического спада и рецессии или стагнации в экономике России и предприятий. В работе предложен ряд рекомендаций инвесторам, менеджерам фирм и регулирующим органам исходя из текущей экономической ситуации в России.

³Ключевая ставка и ставка рефинансирования. Режим доступа: <https://base.garant.ru/10180094/> (дата обращения: 05.10.2024).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Аганбегян А.Г.* Россия: от стагнации к устойчивому социально-экономическому росту. Научные труды Вольного экономического общества России. 2022;5(237):310–362. <https://doi.org/10.38197/2072-2060-2022-237-5-310-362>
- Алтунин В.А.* Цифровая трансформация бизнеса как необходимое условие выживания предприятий в период глобальных кризисов на примере пандемии COVID-19. Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2024;3A(14):539–547.
- Баранова Е.И.* Закономерности и стадии эволюции российских быстрорастущих компаний. Вестник Евразийской науки. 2019;1(11).
- Газгиреев А.Ш.* Состояние антикризисного управления малых и средних предприятий в Российской Федерации в современных условиях. Вестник Московского городского педагогического университета. Серия «Экономика». 2024;2(40):110–119. <http://doi.org/10.25688/2312-6647.2024.40.2.09>
- Глазьев С.Ю., Сухарев О.С.* Экономический рост России и структурная модернизация: проектный подход. Российский экономический журнал. 2024;2:4–30. https://doi.org/10.52210/0130-9757_2024_2_4
- Земцов С.П., Баранова В.А., Михайлов А.А.* Санкции, уход иностранных компаний и деловая активность в регионах России. Экономическая политика. 2023;2(18):44–79. <https://doi.org/10.18288/1994-5124-2023-2-44-79>
- Луценко С.* Инвестиционная стратегия компании с поправкой на денежно-кредитную политику государства. Общество и экономика. 2024;2:84–94. <https://doi.org/10.31857/S0207367624020067>
- Малкина М.Ю., Балакин Р.В.* Тенденции развития российской экономики в период новых антироссийских санкций. Russian Journal of Economics and Law. 2024;2(18):287–313. <https://doi.org/10.21202/2782-2923.2024.2.287-313>
- Спицын В.В., Леонова В.А., Спицына Л.Ю., Брагин А.Д.* Стагнация и возобновляемый рост предприятий: эмпирический анализ в разрезе отраслей экономики России. Вестник университета. 2023;7:178–187. <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2023-7-178-187>
- Спицын В.В., Спицына Л.Ю., Гасанов М.А., Попова С.Н.* Экосистема структурно-технологического развития: возобновляемый рост фирм и предпринимательский фактор. Управление. 2024;3(12):91–101. <https://doi.org/10.26425/2309-3633-2024-12-3-91-101>
- Тиндова М.Г., Кублин И.М., Толстяков Р.Р.* Ключевая ставка: анализ динамики и оценка влияния на инвестиционный рост. Вопросы современной науки и практики. Университет им. В.И. Вернадского. 2024;2(92):106–118. <https://doi.org/10.17277/voprosy.2024.02.pp.106-118>
- Фузик А.В.* Антикризисное управление промышленным производством в условиях санкций. Экономика и управление: проблемы, решения. 2023;9(139(2)):24–36. <https://doi.org/10.36871/ek.up.p.r.2023.09.02.004>
- Adizes I.* Managing corporate lifecycles. Santa Barbara: Adizes Institute; 2004. 460 p.
- Coad A., Srhoj S.* Catching gazelles with a lasso: big data techniques for the prediction of high-growth firms. Small Business Economics. 2020;55:541–565. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00203-3>

REFERENCES

- Adizes I.* Managing corporate lifecycles. Santa Barbara: Adizes Institute; 2004. 460 p.
- Aganbegyan A.G.* Russia: from stagnation to sustainable socio-economic growth. Scientific works of the Free Economic Society of Russia. 2022;5(237):310–362. (In Russian). <https://doi.org/10.38197/2072-2060-2022-237-5-310-362>
- Altunin V.A.* Digital transformation of business as a necessary condition for the survival of enterprises during global crises on the example of the COVID-19 pandemic. Economics: Yesterday, Today and Tomorrow. 2024;3A(14):539–547. (In Russian).
- Baranova E.I.* Patterns and evolution stages of the Russian high-growth firms. The Eurasian Scientific Journal. 2019;1(11). (In Russian).
- Coad A., Srhoj S.* Catching gazelles with a lasso: big data techniques for the prediction of high-growth firms. Small Business Economics. 2020;55:541–565. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00203-3>
- Downs A.* The life cycle of bureaus. In: Inside bureaucracy. Boston: Little, Brown; 1967. Pp. 5–24.
- Fuzik A.V.* Anti-crisis management of industrial production under sanctions. Ekonomika i upravlenie: problemy, resheniya. 2023;9(139(2)):24–36. (In Russian). <https://doi.org/10.36871/ek.up.p.r.2023.09.02.004>
- Gazgireev A.Sh.* The state of crisis management of small and medium-sized enterprises in the Russian Federation in modern conditions. MCU Journal of Economic Studies. 2024;2(40):110–119. (In Russian). <http://doi.org/10.25688/2312-6647.2024.40.2.09>
- Glazyev S.Yu., Sukharev O.S.* Economic growth of Russia and structural modernization: project approach. Russian Economic Journal. 2024;2:4–30. (In Russian). https://doi.org/10.52210/0130-9757_2024_2_4
- Goswami A.G., Medvedev D., Olafsen E.* High-growth firm. Facts, fiction, and policy options for emerging economies. Washington: World Bank Publications; 2019. 193 p.
- Hanks S.H.* The organization life cycle: integrating content and process. Journal of Small Business Strategy. 1990;1(1).
- Hegarty C., Gallagher P., Cunningham I., Stephens S.* ReSTART. Developing entrepreneurial competencies for second chance entrepreneurs. In: Developing entrepreneurial competencies for start-ups and small business. Hershey: IGI Global; 2020. Pp. 253–270.
- Kohler K., Stockhammer E.* Growing differently? Financial cycles, austerity, and competitiveness in growth models since the global financial crisis. Review of International Political Economy. 2022;4(29):1314–1341. <http://dx.doi.org/10.1080/09692290.2021.1899035>
- Lutsenko S.* On investment strategy of the company adjusted to the state monetary policy. Society and Economics. 2024;2:84–94. <https://doi.org/10.31857/S0207367624020067>
- Malkina M.Yu., Balakin R.V.* Trends in the Russian economy development during the new anti-Russian sanctions. Russian Journal of Economics and Law. 2024;2(18):287–313. (In Russian). <https://doi.org/10.21202/2782-2923.2024.2.287-313>
- Nightingale P., Coad A.* Muppets and gazelles: political and methodological biases in entrepreneurship research. Industrial

- Downs A.* The life cycle of bureaus. In: Inside bureaucracy. Boston: Little, Brown; 1967. Pp. 5–24.
- Goswami A.G., Medvedev D., Olafsen E.* High-growth firm. Facts, fiction, and policy options for emerging economies. Washington: World Bank Publications; 2019. 193 p.
- Hanks S.H.* The organization life cycle: integrating content and process. *Journal of Small Business Strategy*. 1990;1(1).
- Hegarty C., Gallagher P., Cunningham I., Stephens S.* ReSTART. Developing entrepreneurial competencies for second chance entrepreneurs. In: Developing entrepreneurial competencies for start-ups and small business. Hershey: IGI Global; 2020. Pp. 253–270.
- Kohler K., Stockhammer E.* Growing differently? Financial cycles, austerity, and competitiveness in growth models since the global financial crisis. *Review of International Political Economy*. 2022;4(29):1314–1341. <http://dx.doi.org/10.1080/09692290.2021.1899035>
- Nightingale P., Coad A.* Muppets and gazelles: political and methodological biases in entrepreneurship research. *Industrial and Corporate Change*. 2014;1(23):113–143. <https://doi.org/10.1093/icc/dtt057>
- Savin I., Novitskaya M.* Data-driven definitions of gazelle companies that rule out chance: application for Russia and Spain. *Eurasian Business Review*. 2023;3(13):507–542. <http://dx.doi.org/10.1007/s40821-023-00239-2>
- Spitsin V., Ryzhkova M., Spitsina L., Leonova V.* Post-recession business growth: impact on ROE in the long and short term. *Retos*. 2024;28(14):293–310. (In Spanish). <https://doi.org/10.17163/ret.n28.2024.07>
- Spitsin V., Vuković D., Mikhalchuk A., Spitsina L., Novoseltseva D.* High-tech gazelle firms at various stages of evolution: performance and distinctive features. *Journal of Economic Studies*. 2022;4(50):674–695. <https://doi.org/10.1108/jes-12-2021-0644>
- Spitsin V., Vuković D.B., Ryzhkova M., Leonova V.* Pathways to prosperity: navigating post-stagnation growth and revitalizing business. *Economies*. 2024;3(12). <https://doi.org/10.3390/economies12030055>
- Süß A., Höse K., Götze U.* Sustainability-oriented business model evaluation – a literature review. *Sustainability*. 2021;19(13). <https://doi.org/10.3390/su131910908>
- Zekić-Sušac M., Šarlija N., Has A., Bilandžić A.* Predicting company growth using logistic regression and neural networks. *Croatian Operational Research Review*. 2016;2(7):229–248. <http://dx.doi.org/10.17535/crorr.2016.0016>
- and Corporate Change*. 2014;1(23):113–143. <https://doi.org/10.1093/icc/dtt057>
- Savin I., Novitskaya M.* Data-driven definitions of gazelle companies that rule out chance: application for Russia and Spain. *Eurasian Business Review*. 2023;3(13):507–542. <http://dx.doi.org/10.1007/s40821-023-00239-2>
- Spitsin V.V., Leonova V.A., Spitsina L. Yu., Bragin A.D.* Stagnation and renewable growth of enterprises: an empirical analysis by sectors of the Russian economy. *Vestnik universiteta*. 2023;7:178–187. <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2023-7-178-187>
- Spitsin V., Ryzhkova M., Spitsina L., Leonova V.* Post-recession business growth: impact on ROE in the long and short term. *Retos*. 2024;28(14):293–310. (In Spanish). <https://doi.org/10.17163/ret.n28.2024.07>
- Spitsin V.V., Spitsina L. Yu., Hasanov M.A., Popova S.N.* Ecosystem of structural and technological development: restarting growth of firms and the entrepreneurial factor. *Management*. 2024;3(12):91–101. (In Russian). <https://doi.org/10.26425/2309-3633-2024-12-3-91-101>
- Spitsin V., Vuković D., Mikhalchuk A., Spitsina L., Novoseltseva D.* High-tech gazelle firms at various stages of evolution: performance and distinctive features. *Journal of Economic Studies*. 2022;4(50):674–695. <https://doi.org/10.1108/jes-12-2021-0644>
- Spitsin V., Vuković D.B., Ryzhkova M., Leonova V.* Pathways to prosperity: navigating post-stagnation growth and revitalizing business. *Economies*. 2024;3(12). <https://doi.org/10.3390/economies12030055>
- Süß A., Höse K., Götze U.* Sustainability-oriented business model evaluation – a literature review. *Sustainability*. 2021;19(13). <https://doi.org/10.3390/su131910908>
- Tindova M.G., Kublin I.M., Tolstyakov R.R.* Key rate: analysis of dynamics and assessment of the impact on investment growth. *Problems of Contemporary Science and Practice*. Vernadsky University. 2024;2(92):106–118. (In Russian). <https://doi.org/10.17277/voprosy.2024.02.pp.106-118>
- Zekić-Sušac M., Šarlija N., Has A., Bilandžić A.* Predicting company growth using logistic regression and neural networks. *Croatian Operational Research Review*. 2016;2(7):229–248. <http://dx.doi.org/10.17535/crorr.2016.0016>
- Zemtsov S.P., Barinova V.A., Mikhailov A.A.* Sanctions, exit of foreign companies and business activity in the Russian regions. *Economic Policy*. 2023;2(18):44–79. (In Russian). <https://doi.org/10.18288/1994-5124-2023-2-44-79>