

pISSN 2073-039X
eISSN 2311-8725

Экономическое развитие

РОЛЬ ЦИФРОВЫХ КОМПАНИЙ В ТРАНСФОРМАЦИИ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ МОДЕЛИ

Вера Геннадьевна КОГДЕНКО

доктор экономических наук, доцент, заведующая кафедрой финансового менеджмента,
Национальный исследовательский ядерный университет «МИФИ»,
Москва, Российская Федерация
kogdenko7@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0001-9732-1174>
SPIN-код: 5187-2698

История статьи:

Рег. № 191/2023
Получена 04.05.2023
Получена в
доработанном виде
13.05.2023
Одобрена 22.05.2023
Доступна онлайн
29.06.2023

Специальность: 5.2.3

УДК 338.012

JEL: O10, O11, O12

Ключевые слова:

экономическая модель
страны, цифровые
компании,
промышленная
политика

Аннотация

Предмет. Трансформация российской экономической модели.

Цели. Тестирование гипотезы о влиянии компаний, генерирующих высокую добавленную стоимость (цифровых компаний) на экономическую модель страны.

Методология. Методологическую основу составили общенаучные принципы и методы исследования: абстрагирование, обобщение подходов отечественных и зарубежных авторов по вопросам промышленной политики и экономического анализа.

Результаты. Проанализированы характерные признаки компаний, относящихся к отраслям с высокой и низкой генерируемой добавленной стоимостью. Предложена методика оценки ключевых характеристик компаний, включающая пять этапов. На первом этапе исследуется производственная функция компаний в целях определения эффекта отдачи от вовлекаемых ресурсов и наличия мультипликативного эффекта в масштабах экономики страны. На втором этапе анализируются показатели волатильности, роста, маржинальности для определения влияния этих характеристик на динамику ВВП. На третьем этапе рассчитываются показатели инвестиционной и инновационной активности для оценки их влияния на уровень инвестиций в экономике. Четвертый этап посвящен анализу финансовой деятельности компаний, в том числе их возможности привлекать внешний долевого и долгового капитал, а также оценке распределительной политики, что позволяет обосновать вывод о способности компаний привлекать ресурсы для развития. На пятом этапе оценивается ставка капитализации и ожидаемый темп роста прибыли компаний для оценки их инвестиционной привлекательности.

Выводы. Расчеты, выполненные по данным финансовой и нефинансовой отчетности ПАО «ГМК «Норильский никель» и компании «Яндекс» за 2022 г., позволяют сделать вывод о том, что компании отраслей, генерирующих высокую добавленную стоимость (цифровых компаний), обеспечивают мультипликативный эффект, способствуют ускорению экономического роста, повышению конкурентоспособности, совершенствованию экономической модели страны. Однако для устойчивого развития этих компаний необходима промышленная политика по их поддержке и стимулированию.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2023

Для цитирования: Когденко В.Г. Роль цифровых компаний в трансформации российской экономической модели // *Экономический анализ: теория и практика*. – 2023. – Т. 22, № 6. – С. 1000 – 1030.
<https://doi.org/10.24891/ea.22.6.1000>

Структура национальной экономики, а именно доля в ней отраслей, генерирующих высокую добавленную стоимость, в частности IT-отрасли и электроники, имеет принципиальное значение для темпов экономического роста, благосостояния граждан и обеспечения безопасности страны. Именно эти отрасли создают условия для ускоренного роста экономики, стимулируют развитие инноваций, формируют предпосылки повышения инвестиционной активности. Кроме того, они влияют на производственные факторы экономики: повышают спрос на капитал и высококвалифицированный труд, формируют средний класс, снижают степень дифференциации в оплате труда. Специфическими особенностями IT-отрасли и электроники является то, что они определяют динамику функциональных характеристик продуктов и сервисов других отраслей, а также их конкурентоспособность, что повышает эффективность экономики в целом [1].

Отрасли, генерирующие высокую добавленную стоимость, имеют особенности. Одной из ключевых является то, что без целенаправленной государственной политики, обеспечивающей им преференции, эти отрасли в требуемом масштабе сформироваться не могут. Что и продемонстрировано развитием экономики России за последние 30 лет, когда экономическая политика, основанная на идеях свободного рынка, постепенно сформировала из российской экономики сырьевой придаток, где уровень развития отраслей, выпускающих высокотехнологичную продукцию и генерирующих высокую добавленную стоимость, крайне недостаточна.

Целью исследования является анализ специфических характеристик отраслей с высокой добавленной стоимостью, относящихся к пятому и шестому технологическим укладам, и обоснование вывода о роли этих отраслей в ускорении экономического роста и трансформации российской экономической модели.

После введения санкций стало очевидным, что сформированная в интересах бывших партнеров, а ныне недружественных стран, экономическая модель должна быть реформирована для обеспечения экономической безопасности страны и стимулирования роста национальной экономики. Вопросы ускорения экономического роста, достижения благосостояния, технологического обновления и промышленной политики сейчас широко обсуждаются экспертами. Спектр инструментов, направленных на достижение этих целей, весьма широк, при этом авторы подчеркивают переход к качественно новой модели экономического роста [2].

Эрик С. Райнерт в своем масштабном исследовании [3] убедительно обосновывает вывод о том, что виды экономической деятельности качественно различаются как носители экономического роста, поэтому для развития отраслей, создающих

высокую добавленную стоимость и ускоряющих рост, необходимо государственное регулирование, протекционизм, стратегические инвестиции, а не свободная торговля и открытый рынок. Но для того, чтобы реализовать эти идеи, необходима заинтересованность в развитии страны и крупнейшего бизнеса и властвующей элиты в целом. В связи с этим С.Ю. Глазьев [4], размышляя о факторах роста российской экономики, значении этических ценностей и нравственных норм отмечает, что «упадок в экономике есть результат упадка нравов во властвующей элите». Именно ориентация элиты на национальные интересы является обязательным условием разработки промышленной политики в интересах национальной экономики и ее эффективной реализации.

Одним из непереносимых условий экономического роста является привлечение капитала бизнесом на рыночных условиях, что происходит, если рентабельность активов превышает процентную ставку по привлекаемым ресурсам. Кредитно-денежная политика, роль которой заключается в обеспечении преобразования сбережений в инвестиции, должна способствовать этому процессу через регулирование процентных ставок. Оценивая сложившуюся ситуацию, С.Ю. Глазьев отмечает, что имеет место «хроническое недокредитование реального сектора, в том числе фактическое прекращение инвестиционных кредитов, доля которых в активах коммерческих банков упала до 5%» [5]. Исследуя возможности резкого роста отстающих стран, автор отмечает значимость «кредитования инвестиций под квазинулевые процентные ставки в становление производств нового технологического уклада за счет целевой денежной эмиссии» [6].

Капитал, как фактор экономического роста исследует также О.С. Сухарев [7], используя модели развития промышленности в координатах «темпы роста – капитальные затраты» и подчеркивая необходимость масштабного обновления производственного потенциала страны на основе отечественных технологий, условия для разработки и внедрения которых должны быть созданы «институциональными коррекциями правительства» [2].

Труд, человеческий капитал, как факторы экономического роста являются «стратегическим ресурсом современного этапа развития», аккумулирующим, по мнению С.Ю. Глазьева «интеллектуальный, физиологический, трудовой и социальный потенциал людей». Здесь, как считает автор, «приоритетом является движение в сторону высококачественного человеческого капитала» [8], который востребован именно в отраслях, генерирующих высокую добавленную стоимость, поэтому та экономическая модель общества, которая сможет удержать в стране и обеспечить развитие человеческого капитала, сможет реализовать потенциал роста.

Неотъемлемый фактор экономического роста – инновационные процессы, которые определяются качеством человеческого капитала и генерируют технологическое знание. У России здесь есть резервы роста, заключающиеся в неиспользуемом научно-промышленном потенциале, восстановление и развитие которого должна

стимулировать эффективная кредитно-денежная и промышленная политика [9]. Как считает Н.П. Любушин, необходим «фундаментально новый организационно-управленческий подход в сфере инновационной деятельности» [10], в том числе увеличение затрат на инновации, поскольку имеет место прямая связь между затратами организаций на научные исследования и разработки и результативностью бизнеса. Кроме того, необходимо кардинальное изменение сложившегося положения, когда число изобретений, разрабатываемых отечественными авторами для иностранных организаций, неизменно превышает число новых технических решений, созданных гражданами других стран для России [11], что препятствует экономическому росту.

Вопросы промышленной политики обсуждаются в статье С.А. Толкачева и А.Ю. Теплякова. По мнению авторов, «сегодня мы являемся свидетелями стремления ведущих стран мира добиться критической концентрации научно-инженерной базы на национальной территории, защитить молодые высокотехнологичные отечественные отрасли и обеспечить собственное лидерство на полувековом горизонте» [12]. То есть именно политика протекционизма, а отнюдь не свободного рынка является основой для ускорения роста и перехода к новому технологическому укладу развитых стран. В этом смысле России следует брать пример с этих стран и реализовывать промышленную политику, направленную на защиту высокотехнологичных отраслей национальной экономики.

Вопрос о приоритетах в промышленной политике, причем реальных, а не декларативных, представляется одним из самых значимых. Приоритеты должны быть определены в разных измерениях: отрасли, регионы, рынки, технологические направления [13], но таким образом, чтобы промышленная политика была направлена на достижение мультипликативных эффектов, в частности, за счет поддержки отраслей, обеспечивающих такой эффект.

В данной статье факторы экономического роста исследуются в отраслевом разрезе для тестирования гипотезы о том, что изменение экономической модели, а именно ее структурная трансформация в направлении увеличения доли отраслей с высокой добавленной стоимостью и мультипликативным эффектом, а также коррекция государственной политики в направлении перехода от идей свободного рынка к идеям протекционизма, позволят ускорить развитие экономики страны. В ходе исследования проанализированы предприятия – представители двух отраслей: металлургии и информационных технологий. В качестве представителя металлургии взято ПАО «ГМК «Норильский никель» («Норникель»), крупнейший в мире производитель палладия, один из крупнейших производителей никеля, платины и меди. В качестве представителя IT-отрасли – компания «Яндекс», лидер рейтинга 30 самых дорогих компаний Рунета¹, международная технологическая

¹ «Яндекс» в четвертый раз возглавил рейтинг самых дорогих компаний Рунета.

URL: <https://www.forbes.ru/tekhnologii/456329-andeks-v-cetvertyj-raz-vozglavil-rejting-samyh-dorogih-kompanij-runeta>

компания, развивающая цифровые сервисы. Особенности финансовой модели таких компаний описаны в статьях [14, 15].

Исследование строилось по алгоритму, представленному на *рис. 1*.

На первом этапе тестируется гипотеза о наличии эффекта возрастающей отдачи от вовлекаемых ресурсов у компаний, генерирующих высокую добавленную стоимость. Для проверки этого тезиса применяется производственная функция: выполняется ее линеаризация и строится нелинейная регрессионная модель. Если сумма коэффициентов эластичности по труду и капиталу превышает единицу, то отдача от ресурсов возрастает. Возрастающая отдача от ресурсов – это важнейшая особенность отрасли, определяющая ее значение для роста экономики страны.

Целью второго этапа является оценка волатильности, динамики ключевых показателей и эффективности бизнеса, в ходе которой рассчитываются коэффициенты вариации, долгосрочные темпы прироста, показатели производительности труда и оборачиваемости капитала, маржинальности продаж. Динамика продаж компаний и их волатильность определяют темпы и стабильность роста ВВП страны, поэтому значение этих показателей также высоко в рамках исследования влияния структуры экономики и трансформации экономической модели.

На третьем этапе оценивается инвестиционная и инновационная политика компаний, которая определяет их будущее развитие, и от активности которых зависит тип воспроизводства и будущая конкурентоспособность, в том числе определялся тип инвестиционной стратегии – агрессивный или органический рост, оценивается свободный денежный поток, зависящий от операционной эффективности и инвестиционной активности бизнеса. Инвестиции компаний формируют будущий потенциал экономики страны, что также крайне важно для исследования трансформации экономической модели и экономического роста.

На четвертом этапе исследуется финансовая деятельность компании в части формирования инвестированного капитала и распределения прибыли, которая является важнейшим источником развития бизнеса и фактором устойчивого роста. В частности, оценивается возможность компании привлекать долевой и долговой капитал, устанавливается тип распределительной политики и ее направленность – на интересы акционеров или компании. Возможность компаний привлекать капитал на рыночных условиях, а также желание бенефициаров оставлять прибыль для финансирования развития бизнеса – важнейшие условия эффективного роста экономики страны.

На пятом этапе оценивается ставка капитализации чистой прибыли компаний в целях определения ожидаемого рынком темпа роста будущих прибылей. Ожидания

рынка являются значимым индикатором будущих финансовых результатов компаний, направлений инвестирования и роста экономики страны в целом.

Исследование строилось на основе данных финансовой отчетности компаний, отчетности в области устойчивого развития, данных об операционных результатах за 2015–2022 г. Следует отметить, что ведущие компании не вполне адекватно отражают ситуацию в отраслях, однако ключевые тенденции поведения бизнеса они, безусловно, показывают.

Для построения производственных функций использовалась информация о выпуске продукции, а также производственных факторах – труде и капитале, в этом качестве использовались данные о выручке, численности персонала, затратах на оплату труда, внеоборотных (долгосрочных) активах. Все стоимостные показатели приводились к сопоставимым ценам. В результате расчетов получены следующие уравнения.

Для «Норникеля»:

$$Y = 0,91 \times L^{-0,26} \times C^{1,23},$$

где Y – выручка;

L – фактор «труд», оцениваемый затратами на оплату труда;

C – фактор «капитал», оцениваемый стоимостью внеоборотных активов.

Расчеты показали, что имеет место убывающая отдача, поскольку сумма коэффициентов эластичности по труду и капиталу, которые показывают, как изменится выпуск продукции при увеличении объема привлекаемых ресурсов на один процент, менее единицы (0,96). При этом фактор «труд» характеризуется отрицательной отдачей (коэффициент эластичности отрицательный $-0,26$), это означает, что дополнительный прирост объема производства обеспечивает прирост капитала, прирост труда не оказывает положительного влияния на выпуск продукции.

Производственная функция для компании «Яндекс» имеет вид:

$$Y = 0,73 \times L^{1,13} \times C^{0,14},$$

где Y – выручка;

L – фактор «труд», оцениваемый численностью персонала;

C – фактор «капитал», оцениваемый стоимостью внеоборотных активов.

Расчеты подтвердили возрастающую отдачу от вовлекаемых ресурсов, поскольку сумма показателей эластичности по труду и капиталу превышает единицу (1,27),

при этом более высокая отдача – от труда (коэффициент эластичности 1,13). В результате подтверждается вывод Э.С. Райнерта [3] о том, что растущую отдачу обеспечивают инновации, убывающую отдачу – сырье. Таким образом, важнейшей особенностью отраслей, генерирующих высокую добавленную стоимость, является возрастающая отдача от ресурсов, что обеспечивает мультипликативный эффект.

Для экономики страны отрасли, имеющие возрастающую отдачу от вовлекаемых ресурсов, имеют определяющее значение, поскольку только они могут обеспечить высокий темп роста ВВП, спрос на производственные ресурсы, в том числе – труд высокой квалификации и капитал. Поэтому важнейшим признаком трансформации российской экономической модели и ускорения роста будет увеличение доли таких отраслей.

На втором этапе получены значения показателей волатильности и динамики ключевых показателей, рассчитанных за 2015–2022 гг. (табл. 1), показатели эффективности (маржинальности, производительности, оборачиваемости) (табл. 2).

Для оценки волатильности применялись коэффициенты вариации (отношение стандартного отклонения к среднему значению); для оценки динамики – долгосрочные среднегодовые темпы прироста (CAGR).

Как показывают расчеты, практически все показатели компании «Яндекс» характеризуются более высокой волатильностью и более высоким темпом роста, исключение составляет операционная прибыль, которая увеличивается с невысоким темпом прироста в 4,71% и капитализация с темпом роста 6,22%. Относительно низкий среднегодовой темп прироста капитализации связан со значением 2022 г., когда капитализация компании «Яндекс» снизилась на 58,73%, по сравнению со снижением на 6,73% капитализации «Норникель». Более высокий рост большинства показателей бизнеса, в том числе выручки, у представителя отрасли, генерирующей добавленную стоимость, свидетельствует о высоком потенциале роста, который обуславливает рост ВВП страны в целом, поэтому ускорение роста российской экономики возможно при увеличении доли компаний с высокой добавленной стоимостью, в частности компаний цифровой экономики.

Для оценки эффективности труда использовался показатель производительности (отношение выручки к среднесписочной численности персонала); капитала – коэффициент оборачиваемости капитала (отношение выручки к среднегодовой стоимости инвестированного капитала); для оценки маржинальности – операционная рентабельность продаж (отношение операционной прибыли к выручке) и рентабельность продаж по прибыли до вычета процентов, налога и амортизации (отношение EBITDA к выручке).

Анализ показателей эффективности дает противоречивый результат: производительность труда и оборачиваемость капитала выше у компании «Яндекс»,

однако маржинальность продаж, которая является индикатором операционной эффективности и ценовой конъюнктуры, существенно выше у «Норникеля». Это объясняется доминирующим положением компании на рынках цветных металлов, высокой операционной эффективностью, благоприятной ценовой конъюнктурой, наличием в прибыли не полностью изъятой государством природной ренты и, возможно, недоинвестированием, в частности, ESG-проектов.

Значение рассчитанных показателей для развития экономики страны таково: отрасли, генерирующие добавленную стоимость, характеризуются более высокой производительностью, профессионализмом персонала и поэтому способствуют формированию среднего класса, однако, характеризуются невысокой маржинальностью, что снижает рентабельность активов и капитала и уменьшает их способность привлекать капитал. Следует отметить еще одну особенность отраслей информационной экономики, касающуюся структуры расходов: доля постоянных расходов существенно выше, чем у компаний добывающего сектора (54,13% у «Яндекса» против 25,51% у «Норникеля»). Это усиливает волатильность прибыли (эффект операционного рычага) и свидетельствует о более выраженном положительном эффекте масштаба, который проявляется в снижении себестоимости при увеличении объема производства и распределении постоянных расходов на больший объем продаж.

Переходя далее к оценке инвестиционной деятельности компаний, следует отметить особенности структуры внеоборотных активов: в них у «Норникеля» доминируют основные средства (доля 93,52% в структуре внеоборотных активов на конец 2022 г.), у «Яндекса» их доля – 33,89%, другие значимые активы – это деловая репутация (38,16%), следствие приобретения долей в других компаниях, нематериальные активы, признак наличия интеллектуальной собственности и средств индивидуализации (8,43%), активы в форме права пользования в операционной аренде (7,6%). Таким образом, структура внеоборотных активов свидетельствует о более высокой инновационной активности, в том числе осуществляемой посредством сделок слияния и поглощения бизнесов, генерирующих инновации.

Оценивая активность инвестиционной деятельности (табл. 3) надо также учитывать, что срок эксплуатации активов в IT-отрасли гораздо короче, поэтому потребность в инвестициях выше. По приблизительным оценкам, средняя норма амортизации, характеризующая скорость начисления износа, у «Норникеля» составила 3,69%, у «Яндекса» – 14,03%. В структуре инвестиций также очень существенные различия: в «Норникеле» преобладают вложения в основные средства, у «Яндекса» – значительные инвестиции в нематериальные активы и вложения в приобретение долей в уставном капитале других организаций.

В качестве показателя инвестиционной активности использовалась норма инвестирования, которая рассчитывалась как отношение чистых инвестиций

(инвестиции за вычетом амортизации) к чистой прибыли до вычета процентов (EBI). Свободный денежный поток рассчитывался как сумма чистого операционного денежного потока и платежей в счет приобретения основных средств, нематериальных активов, вкладов в уставные капиталы других организаций.

Анализ инвестиционной деятельности позволяет сделать вывод о расширенном типе воспроизводства у обеих компаний, однако масштабы расширения гораздо выше у «Яндекса» (среднегодовой темп прироста выручки 36,27%, у «Норникеля» ежегодный прирост – 13,5%), а также о более высокой норме инвестирования у «Яндекса»: в среднем более половины чистой прибыли до вычета процентов (51,14%) идет на инвестиции, в то время как у «Норникеля» – только 21,7%. Однако в 2022 г. имело место повышение инвестиционной активности у горно-металлургической компании и ее относительное снижение у IT-компаний, что связано со спецификой периода и санкционными ограничениями, которые в гораздо большей степени были направлены на отрасль информационных технологий.

Существенно (в два раза) выше темп прироста внеоборотных активов у IT-компаний (в этом росте существенна доля гудвилла), в структуре инвестиций значительный удельный вес имеют инвестиции в приобретение новых бизнесов. Все это свидетельствует о том, что такие компании имеют значительный потенциал для развития, обеспечивая будущий рост экономики страны в целом. Оценивая свободный денежный поток, можно подтвердить ранее сделанный вывод: IT-компания ориентирована на развитие, поэтому весь операционный поток направлен на инвестиции, сырьевая компания ориентирована на получение высокого денежного потока в целях его дальнейшего использования на дивидендные выплаты. Причины, объясняющие столь высокое значение денежного потока «Норникеля» уже упоминались – это благоприятная ценовая конъюнктура, высокая операционная эффективность, а также не в полной мере изъятая государством природная рента и недоинвестирование, в частности, экологических проектов.

Переходя далее к финансовой деятельности компаний, необходимо отметить, что если бизнес генерирует доходность, достаточно высокую для того чтобы привлекать долговой капитал (рентабельность активов должна превышать процентную ставку) и долевого капитал (совокупная доходность акционеров должна превышать требуемую), то он имеет ресурсы для развития. Государственная промышленная политика должна обеспечить эти условия для отраслей, развитие которых критически необходимо для страны. Результаты расчета показателей финансовой деятельности представлены в *табл. 4, 5*.

Требуемая доходность собственного капитала определялась на основе CAPM по формуле:

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f),$$

где r_f – безрисковая доходность (доходность долгосрочных государственных облигаций);

β – коэффициент систематического риска компании, рассчитывался на основе отраслевого бета с корректировкой на структуру капитала;

$(r_m - r_f)$ – рыночная премия за риск (использовались данные с сайта А. Дамодарана²).

Совокупная доходность акционеров рассчитывалась по формуле:

$$TSR = (P_1 - P_0 + DPS) / P_0,$$

где P_0, P_1 – курс акции на начало и конец года соответственно;

DPS – дивиденды, приходящиеся на одну акцию компании.

Коэффициент бета рассчитан по методу восходящего бета на основе фундаментального бета³. Его значения для компаний достаточно высоки, это объясняется высоким значением отраслевого бета для IT-отрасли и компании «Яндекс» и большой долговой нагрузкой для «Норникеля». Соответственно, требуемая доходность также очень высока, особенно в 2022 г., поскольку премия за риск, по оценкам А. Дамодарана, составила 18,88%⁴.

Анализируя способность компаний обеспечить требуемую доходность, следует отметить, что фактическая доходность оценивалась на основе балансового показателя рентабельности собственного капитала и совокупной доходности акционеров, рассчитываемой на основе рыночных котировок и дивидендной доходности. Расчеты показали, что «Норникель» обеспечивает акционерам достаточно высокий уровень рентабельности собственного капитала, однако совокупная доходность акционеров не достигает требуемого уровня (с учетом рисков компании), хотя превышает среднерыночный. Особенно велик разрыв в 2022 г. в связи с падением фондового рынка и ростом странового риска. По рентабельности собственного капитала «Норникель» существенно превосходит «Яндекс», однако совокупная доходность выше у «Ядекса», несмотря на отсутствие дивидендных выплат.

Таким образом, несмотря на то, что привлекательность обеих компаний для собственников достаточно высока, доходность не вполне компенсирует риски

² Damodaran online. URL: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

³ Там же.

⁴ Там же.

бизнеса (требуемая доходность с учетом коэффициента бета компаний выше фактической совокупной доходности). То обстоятельство, что бизнес не обеспечивает требуемой доходности с учетом рисков, отчасти объясняет недостаточный объем привлечения капитала на российском фондовом рынке.

Расчеты выполнены на основе следующих алгоритмов. Фактическая процентная ставка оценивалась как отношение финансовых расходов (процентов к уплате) компаний к среднегодовой стоимости заемного капитала; плечо финансового рычага рассчитывалось как отношение среднегодовых значений заемного капитала к значениям собственного; дифференциал финансового рычага – разность между рентабельностью активов и фактической процентной ставкой. Эффект финансового рычага определялся по формуле:

$$EFL = FL \times DFL (1 - t_e),$$

где FL – плечо финансового рычага;

DFL – дифференциал финансового рычага;

t_e – эффективная ставка налога на прибыль.

Расчеты показывают, что возможности привлечения заемного капитала существенно выше у «Норникеля», поскольку рентабельность активов почти на порядок превышает фактическую процентную ставку, что обеспечивает высокую кредитоспособность и возможность привлекать заемный капитал, повышая при этом рентабельность собственного капитала за счет эффекта финансового рычага. Что касается компании «Яндекс», то рентабельность активов не так высока, и хотя компания, безусловно, характеризуется высокой кредитоспособностью, но рентабельность активов существенно ниже показателя компаний добывающего сектора. Это отражает сложившиеся диспропорции в экономике, широко обсуждаемые экспертами [5, 6, 9], а именно неспособность обрабатывающего сектора, отраслей, генерирующих высокую добавленную стоимость, привлекать достаточный объем кредитных ресурсов из-за низкой рентабельности активов. Для формирования эффективной экономической модели необходимо обеспечить привлекательность сектора, генерирующего добавленную стоимость, для кредиторов и собственников не меньшую, чем у добывающего сектора.

Существенное значение для трансформации экономической модели страны имеет поведение компаний в части распределительной политики (включает дивидендную политику и политику выкупа акций). Если бенефициары компаний ориентированы на агрессивную политику и выплаты акционерам, зачастую превышающие чистую прибыль, с их перечислением в зарубежные офшоры, то, очевидно, экономика страны лишается необходимых ресурсов для развития.

Разительные отличия в поведении компаний в отношении распределительной политики показаны в *табл. 6*.

Коэффициент выплат определялся как отношение выплат дивидендов и платежей в счет выкупа акций к чистой прибыли. Коэффициент реинвестирования прибыли – это разность между единицей и коэффициентом выплат акционерам.

Расчеты иллюстрируют два типа поведения компаний в отношении распределения прибыли: с одной стороны, политика «Норникеля» ориентирована на максимальные выплаты акционерам. Так, среднее значение коэффициента выплат равно 0,98, то есть 98% чистой прибыли выплачивается акционерам. Следует отметить, что в 2022 г. вектор политики заметно изменился – выплачено 43% прибыли. У компании «Яндекс» политика кардинально иная: средний коэффициент выплат (выплаты в счет выкупа акций) равен 0,12, то есть преобладающая доля прибыли (88%) реинвестируется, при этом совокупная акционерная доходность формируется исключительно за счет роста курса акций, без текущего дохода. Показательно соотношение выплат акционерам с инвестициями: у «Норникеля» соотношение сложилось за исследуемый период в пользу акционеров, у IT-компаний, наоборот, в пользу бизнеса.

Для комплексной оценки поведения компаний использована четырехфакторная модель устойчивого темпа роста, которая агрегирует четыре ключевых аспекта деятельности компаний, включая распределительную политику [16]:

$$g = k_R \times ROS \times k_{IC} \times M,$$

где k_R – коэффициент реинвестирования чистой прибыли (направление распределительной политики);

ROS – рентабельность продаж по чистой прибыли (эффективность рыночной деятельности);

k_{IC} – коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала (эффективность операционной деятельности);

M – мультипликатор собственного капитала (активность финансовой деятельности).

Результаты такой оценки представлены на *рис. 2, 3*.

Комплексная оценка показала сверхвысокую маржинальность добывающей компании, относительно низкую оборачиваемость капитала, высокую долговую нагрузку (высокий эффект финансового рычага), крайне агрессивную распределительную политику и, как результат, относительно низкий устойчивый темп роста (среднее значение за период).

В свою очередь IT-компания характеризуется относительно невысокой маржинальностью, более высокой оборачиваемостью капитала, относительно низкой долговой нагрузкой, распределительной политикой, ориентированной на интересы компании и, как результат, более высоким устойчивым темпом роста бизнеса (среднее значение за период). Безусловно, такие показатели в большей степени способствуют развитию экономики страны, поскольку не происходит изъятия капитала из бизнеса и обеспечивается его устойчивый рост.

Переходя к заключительному этапу, а именно к оценке ожиданий инвесторов на основе расчета и анализа мультипликаторов (*табл. 7*) следует отметить, что наиболее подходящим для этой цели является мультипликатор P/E (отношение цены акции к прибыли на акцию). Кроме информации о том, сколько инвесторы готовы платить за рубль прибыли компании, инвестируя в ее акции, он показывает срок окупаемости вложений в акции, текущую доходность вложений в акцию и ставку капитализации – это величины, обратные мультипликатору.

Есть мнение, что низкое значение для акций компаний-лидеров является индикатором инвестиционной привлекательности. Так, М. Харрисон отмечает, что «с 1967 по 1988 г. доходность американских фирм с самыми низкими коэффициентами P/E составила в среднем 16,26%, а фирм с самыми высокими коэффициентами – только 6,64%» [17]. Однако при этом следует отметить, что высокие значения мультипликаторов свидетельствуют об ожиданиях инвесторов вероятного роста прибыли в будущем.

К недостаткам мультипликатора P/E исследователи относят его высокую волатильность и колебания в широком диапазоне, а также зависимость от прибылей и убытков от прочей деятельности, имеющих нерегулярный, разовый характер [18, 19].

На основе мультипликатора можно определить ожидаемый рынком темп роста прибыли как разность между требуемой доходностью и ставкой капитализации, которая определяется величиной, обратной мультипликатору, это следует из формулы ставки капитализации:

$$k = r - g,$$

где r – ставка дисконта;

g – долгосрочный темп прироста прибыли.

Капитализация компании рассчитывалась как сумма капитализации бизнеса и чистого долга.

Расчеты, представленные в *табл. 7*, показывают, что в среднем ожидаемый темп роста прибыли компании «Яндекс», превышает аналогичный показатель

«Норникеля» на 8,3 п.п., в 2022 г. это превышение составило 11,31 (значения рассчитаны как разность между ставками капитализации прибыли компаний).

Как показывают расчеты, мультипликаторы компании «Яндекс» выше соответствующих мультипликаторов «Норникеля». Хотя сравнение мультипликаторов компаний разных отраслей не вполне корректно, тем не менее высокий уровень мультипликаторов компании «Яндекс» отражает тот факт, что инвесторы за каждый рубль прибыли, выручки готовы платить больше в расчете на дальнейший рост как выручки, так и прибыли. Это показывает инвестиционную привлекательность ИТ-компаний. Не случайно в 2020–2022 гг. произошло несколько IPO российских ИТ-компаний, что отражает их инвестиционную привлекательность и веру инвесторов в развитие цифровой экономики России. К ним относятся, в частности, такие компании, как Ozon», ведущая площадка электронной торговли в России, показавшая рост выручки за 2022 г. на 86%⁵; ПАО «Группа Позитив», разработчик программных продуктов для ИТ-безопасности, рост выручки на 95%⁶; компания «Циан», занимающаяся созданием и использованием баз данных и информационных ресурсов, рост выручки 35%⁷. Эксперты считают, что в будущем вероятны новые IPO цифровых компаний, поскольку в связи с взрывным ростом спроса у них быстро растет выручка, а многие из них прибыльны⁸.

Как было отмечено ранее, отрасли с высокой добавленной стоимостью, имеющие определяющее значение для трансформации экономической модели страны, не могут сформироваться без поддержки государства и его действенного участия. Направление промышленной политики и поведение крупнейшего системообразующего бизнеса, которые находятся в системе сложнейших взаимосвязей, имеют определяющее значение для развития экономики. Только при условии их ориентации на интересы страны возможно формирование эффективной экономической модели, обеспечивающей доступность капитала для роста, должный уровень инвестиций, требуемый уровень эффективности и приток капитала в страну.

Промышленная политика, включающая разнообразные методы, в том числе государственные инвестиции, налоги, государственные закупки, льготные кредиты, субсидии, таможенное регулирование, должна обеспечить формирование такого уровня кредитоспособности, инвестиционной привлекательности и имиджа работодателей компаний критически важных отраслей, чтобы они могли на рыночных условиях привлекать требуемый им капитал и персонал нужной квалификации. Непременным условием реализации эффективной промышленной

⁵ Ozon объявляет неаудированные финансовые результаты за 4 квартал и полный 2022 год. URL: <https://corp.ozon.ru/tpost/zj80s8ani1-ozon-obyavlyayet-neaudirovannye-finansovi>

⁶ Technologies. Лидер рынка кибербезопасности в России. URL: <https://group.ptsecurity.com/ru>

⁷ Cian. URL: <https://investor.cian.ru/English/overview/default.aspx>

⁸ Рынок IPO. URL: Ждать ли очередного бума? <https://www.finam.ru/publications/item/rynok-ipo-zhdai-li-ocherednogo-buma-20221214-1803>

политики является снижение степени неопределенности, что уменьшает барьерную ставку инвестирования и стимулирует инвестиционную активность. Таким образом, эффективная промышленная политика имеет следующие характеристики:

- снижает уровень неопределенности в экономике;
- обеспечивает возможность привлечения долгового капитала за счет повышения рентабельности активов компаний и снижения ставки привлечения капитала;
- обеспечивает возможность привлечения долевого капитала за счет повышения совокупной доходности акционеров и снижения требуемой доходности за счет снижения странового риска, степени неопределенности в экономике;
- стимулирует инвестиционную и инновационную активность посредством воздействия на барьерную ставку и доходность инвестиций;
- создает условия привлечения высокопроизводительного персонала и оплаты труда на конкурентном уровне;
- создает условия и стимулирует ассимиляцию («клонирование» лучших мировых достижений и эмуляцию технологий – имитацию технологий, продукции, чтобы сравняться с конкурентами и в дальнейшем их превзойти).

Исследование показало, что специфическими чертами отраслей с высокой добавленной стоимостью являются возрастающая отдача от вовлекаемых ресурсов, высокий темп роста продаж и мультипликативный эффект, оказывающий стимулирующее влияние на экономику. Эти особенности определяют финансовую политику предприятий этих отраслей – активную инвестиционную деятельность и расширенный тип воспроизводства, в том числе за счет стратегии агрессивного роста; инновационную активность, направленную на генерацию не только процессных, но и более ценных продуктовых инноваций; консервативную распределительную политику и значительное реинвестирование прибыли. При этом есть проблемы в их развитии – слабость на начальном этапе жизненного цикла, необходимость значительных инвестиций с длительным сроком окупаемости, потребность в протекционизме и защите от иностранной конкуренции, невозможность в достаточном объеме привлекать внешний капитал из-за низкого уровня рентабельности инвестиций.

Роль компаний, генерирующих высокую добавленную стоимость для трансформации российской экономической модели невозможно переоценить. Ключевые факторы влияния этих отраслей на экономику страны представлены в *табл. 8*, которая включает фундаментальные положения [3], основные из которых протестированы в ходе настоящего исследования. Следует отметить, что все сформулированные гипотезы подтвердились, за исключением тезиса о стабильности экономических

показателей предприятий отраслей высокой добавленной стоимости, как показали расчеты (*табл. 1*) показатели волатильности у компании «Яндекс» заметно выше.

Промышленная политика, способная поддержать развитие отраслей, генерирующих высокую добавленную стоимость, доказавшая свою эффективность в странах Восточной Азии, в первую очередь в Китае, характеризуется следующими особенностями⁹ [3, 20, 21]:

- имеет целью увеличение удельного веса в ВВП видов экономической деятельности, относящихся к высшим (пятому и шестому) технологическим укладам» и ограничение развития экологически грязных и энергоемких производств;
- основана на динамическом понимании экономических процессов как созидательного разрушения;
- обеспечивает временную защиту, в том числе таможенную, новых отраслей, отраслей с высокой добавленной стоимостью до тех пор, пока они на равных не смогут конкурировать с импортной продукцией;
- стимулирует экспорт высокотехнологичной продукции, «усложнение экспорта»;
- сохраняет конкуренцию на внутреннем рынке для поддержания стимула для развития;
- обеспечивает контроль ключевых технологий внутри страны, привлекая из-за рубежа, создавая, копируя передовые технологии;
- создает условия для развития образования, роста спроса на высокопроизводительный персонал, снижения неравенства в распределении доходов, опережающего роста производительности труда;
- предоставляет возможности для получения прибыли за счет динамического (инновации), а не статического (природные ресурсы) соискания ренты;
- создает условия для меритократии¹⁰;
- обеспечивает эффективное взаимодействие и сотрудничество между отечественными производителями и поставщиками.

⁹ Чжан Бинь. Промышленная политика Китая: ретроспективный анализ // Тенденции экономического развития в XXI веке: материалы III Международной научной конференции. Минск: БГУ, 2021. С. 805–807.

¹⁰ Меритократия (букв. – власть достойных, от лат. *meritus* – достойный и греч. *κράτος* – власть), форма правления, в основу которой положен принцип индивидуальной заслуги. При такой форме власти к управлению обществом приходят наиболее достойные, компетентные, талантливые люди из различных социальных слоев.

Сложившиеся в стране условия дают уникальный шанс для развития высокотехнологичных производств и отраслей, которые могут обеспечить устойчивый рост экономики. Но для реализации этого шанса необходима промышленная политика, основанная на протекционизме и на верховенстве интересов страны.

Таблица 1**Показатели волатильности и динамики за 2015–2022 гг., %****Table 1****Indicators of volatility and dynamics for 2015–2022, percentage**

Показатель	Норникель		Яндекс	
	коэффициент вариации	среднегодовые темпы прироста	коэффициент вариации	среднегодовые темпы прироста
Активы	27,75	10,98	65,06	27,53
Внеоборотные активы	27,54	13,64	71,6	28,82
Собственный капитал	31,17	11,96	58,33	25,3
Долгосрочные обязательства	17,6	6,93	93,89	20,82
Краткосрочные обязательства	51,04	17,51	90,79	45,69
Выручка	38,2	13,5	78,8	36,27
Операционная прибыль	48,18	15,76	93,91	4,71
Чистая прибыль	56,38	22,44	120,66	25,56
Чистые денежные средства от операционной деятельности	46,99	5,71	40,86	11,4
Инвестиции	48,01	15,86	76,02	21,18
Дивиденды	46,05	15,25	0	0
Численность персонала	44,41	(2,12)	50,33	21,09
Капитализация бизнеса	9,21	19,68	61,51	6,22

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring**Таблица 2****Показатели эффективности****Table 2****Performance indicators**

Показатель	Норникель		Яндекс	
	средние значения (2015–2022 гг.)	2022 г.	средние значения (2015–2022 гг.)	2022 г.
Производительность труда, тыс. руб./чел.	10 403	15 278	15 116	25 022
Коэффициент оборачиваемости инвестированного капитала	0,9	0,88	0,85	1,26
Операционная рентабельность продаж, %	45,32	48,3	10,4	2,54
Рентабельность продаж по прибыли до вычета процентов, налога и амортизации (EBITDA), %	56,02	63,25	27,07	20,05

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring

Таблица 3**Показатели инвестиционной активности****Table 3****Indicators of investment activity**

Показатель	Норникель		Яндекс	
	средние значения (2015–2022 гг.)	2022 г.	средние значения (2015–2022 гг.)	2022 г.
Отношение инвестиций к амортизации	2,55	3	1,72	1,31
Отношение инвестиций к выручке, %	16,91	25,64	17,13	9,97
Отношение чистых инвестиций к выручке, %	10,92	19,56	6,97	2,34
Норма инвестирования, %	21,7	33,46	51,14	24,43
Темп прироста внеоборотных активов (по среднегодовой стоимости), %	13,8	17,12	28,03	36,52
Доля портфельных инвестиций (приобретение бизнесов) в суммарных инвестициях, %	0,32	0,67	12,55	2,82
Свободный денежный поток, млн руб.	230 490	314 164	(3 522)	(10 325)

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring**Таблица 4****Индикаторы привлечения долевого капитала****Table 4****Indicators of equity capital attraction**

Показатель	Норникель		Яндекс	
	средние значения (2015–2022 гг.)	2022 г.	средние значения (2015–2022 гг.)	2022 г.
Среднерыночная доходность (среднее с 31.12.2014 по 31.12.2021), %	16,33	30,55	16,33	30,55
Фундаментальный бета отрасли (unlevered beta)	0,99	1,04	1,29	1,36
Коэффициент бета компании	1,99	2,06	2,42	2,43
Требуемая стоимость (доходность) собственного капитала компании, %	27,15	50,55	30,91	57,54
Рентабельность собственного капитала (ROE), %	91,49	89,61	11,39	15,61
Совокупная доходность акционеров (TSR) (среднее с 31.12.2014 по 31.12.2021)	17,8	(33,19)	21,29	(60,18)

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring

Таблица 5**Индикаторы привлечения долгового капитала****Table 5****Indicators of debt capital attraction**

Показатель	Норникель		Яндекс	
	средние значения (2015–2022 гг.)	2022 г.	средние значения (2015–2022 гг.)	2022 г.
Средняя рыночная процентная ставка (по рублевым инструментам), %	10,59	10,84	10,59	10,84
Фактическая процентная ставка, %	5,35	4,63	3,95	3,1
Рентабельность активов, %	40,81	44,94	14,44	17,79
Плечо финансового рычага	2,18	1,67	0,26	0,36
Дифференциал финансового рычага, %	35,46	40,31	10,99	14,69
Эффект финансового рычага, %	59,84	53,75	1,46	3,56

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring**Таблица 6****Характеристики распределительной политики компаний****Table 6****Characteristics of the payout policy of companies**

Показатель	Норникель		Яндекс	
	средние значения (2015–2022 гг.)	2022 г.	средние значения (2015–2022 гг.)	2022 г.
Коэффициент выплат акционерам (дивиденды и выкуп акций)	0,98	0,43	0,12	0
Коэффициент реинвестирования прибыли	0,02	0,57	0,88	1
Доля нераспределенной прибыли в балансе, %	16,8	18,74	43,02	26,95
Отношение выплат к активам, %	17,98	23,44	1,23	0
Отношение выплат к инвестициям, %	183,24	144,16	9,24	0

Источник: авторская разработка*Source:* Authoring

Таблица 7
Мультипликаторы

Table 7
Multipliers

Показатель	Норникель		Яндекс	
	средние значения (2015–2022 гг.)	2022 г.	средние значения (2015–2022 гг.)	2022 г.
Капитализация бизнеса *, млн руб.	2 430 921	2 338 810	900 300	675 200
Капитализация компании EV, млн руб.	2 823 683	2 867 256	886 709	703 373
Мультипликатор P/E	10,23	5,45	31,95	14,18
Мультипликатор $EV/EBITDA$	9,3	5,33	26,72	6,72
Ставка капитализации, %	10,9	18,36	2,6	7,05

* Яндекс (YNDX): годовая финансовая отчетность МСФО. URL: <https://smart-lab.ru/q/YNDX/f/y/>;
ГМК Норникель (GMKN): годовая финансовая отчетность МСФО.
URL: <https://smart-lab.ru/q/GMKN/f/y/>

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Таблица 8
Сравнительная характеристика отраслей

Table 8
Comparative characteristics of industries

Влияние на экономическую модель страны	Предприятия отраслей с низкой добавленной стоимостью (добывающая промышленность)	Предприятия отраслей, генерирующих высокую добавленную стоимость (обрабатывающая промышленность, наукоемкие услуги)
Темп экономического роста	Отсутствие или низкий темп роста	Высокий темп роста. Ускоряют рост экономики страны
Эффективность вовлекаемых ресурсов	Убывающая отдача от вовлекаемых ресурсов. Относительно незначительный положительный эффект масштаба	Возрастающая отдача. Значительный положительный эффект масштаба. Повышают эффективность экономики
Конкуренция на внутреннем рынке	Работают в условиях конкуренции на мировом рынке и олигополии на внутреннем рынке. Не обладают возможностью влиять на мировые цены (price-taker). Подвержены высокому рыночному ценовому риску. Входные барьеры в отрасль труднопреодолимы	Работают в условиях динамической несовершенной конкуренции. Обладают возможностью влиять на цены (price-maker). Имеют невысокий рыночный ценовой риск. Входные барьеры в отрасль преодолимы. Способствуют развитию конкуренции
Стабильность спроса, цикличность	Подвержены цикличности, значительным ценовым колебаниям, кризисам перепроизводства	Характеризуются определенной степенью стабильности
Динамика спроса на продукцию при росте дохода населения	При росте дохода спрос растет с более низким темпом (коэффициент эластичности спроса по доходу не превышает единицу)	При росте дохода спрос имеет тенденцию к росту (коэффициент эластичности спроса по доходу положителен, по отдельным отраслям превышает единицу). Ускоряют рост спроса при росте дохода

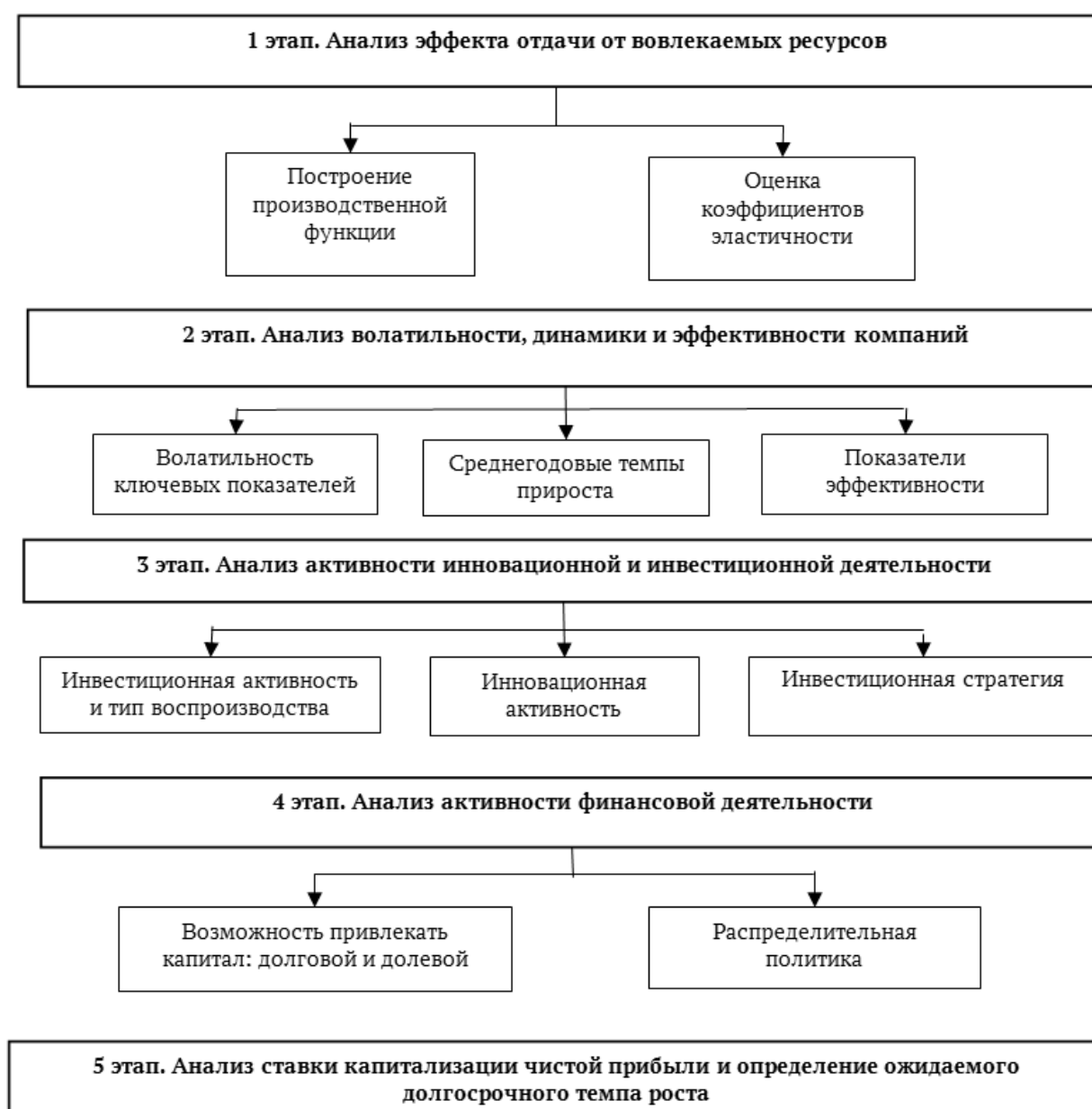
Динамика производительности труда	Относительно медленный рост производительности. Относительно невысокая производительность труда	Относительно высокий рост производительности. Относительно высокая производительность труда
Квалификация работающих, уровень и динамика оплаты труда	Относительно невысокая квалификация работающих; невысокий уровень оплаты труда	Относительно высокий уровень квалификации работающих и оплаты их труда. Способствуют увеличению ценности человеческого капитала
Предпосылки к увеличению доли среднего класса	Не создают предпосылок увеличения доли среднего класса. Способствуют росту дифференциации в оплате труда	Создают предпосылки увеличения доли среднего класса. Способствуют снижению дифференциации в оплате труда
Инновации	В меньшей степени требуют инноваций. Преобладают процессные инновации, способствующие снижению издержек. Технологический процесс приводит к снижению цен для потребителей	Требуют новых знаний; характеризуются значительными нематериальными активами. Преобладают продуктовые инновации, способствующие росту доходов производителей. Технологический процесс приводит к росту цен, прибылей, заработных плат, налогов у производителей. Стимулируют инновации
Внешние эффекты	Отрицательные: экологические, социальные	Положительные: формирование среднего класса; инновации; обеспечение синергетического эффекта – ускорение экономического роста
Условия внешней торговли	Имеют тенденцию к ухудшению	Имеют тенденцию к улучшению
Предпосылки формирования и развития	Отрасли формируются естественным образом в условиях открытого рынка. При свободной торговле вытесняют отрасли с высокой добавленной стоимостью (угроза деиндустриализации)	Отрасли самостоятельно не формируются в условиях открытого рынка и свободной торговли, поскольку вытесняются более сильными конкурентами. Необходима промышленная политика
Вклад в развитие экономики страны	Приводит к замедлению экономического роста, отставанию страны, снижению конкурентоспособности, деградации экономической модели	Приводит к экономическому росту, развитию страны, росту конкурентоспособности, совершенствованию экономической модели страны

Источник: [3]

Source: [3]

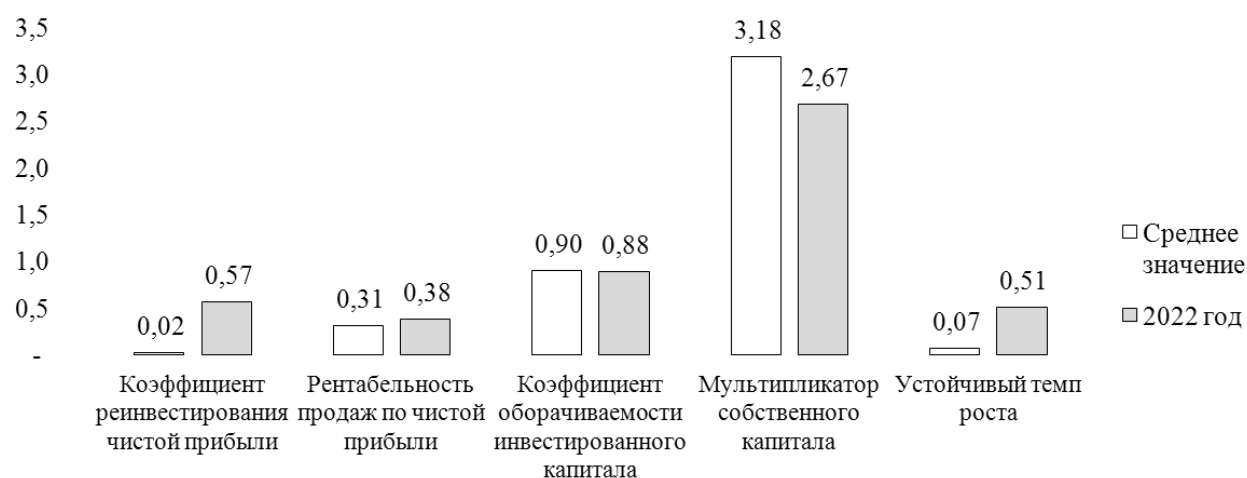
Рисунок 1
Алгоритм анализа компаний

Figure 1
Algorithm for company analysis



Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Рисунок 2**Факторы устойчивого роста ПАО «ГМК «Норильский никель»****Figure 2****Factors of sustainable growth of PAO MMC Norilsk Nickel**

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Рисунок 3**Факторы устойчивого роста компании «Яндекс»****Figure 3****Factors for sustainable growth of Yandex**

Источник: авторская разработка

Source: Authoring

Список литературы

1. Ганичев Н.А., Кошовец О.Б. Цифровая экономика России: к стратегии развития в условиях санкций // Проблемы прогнозирования. 2022. № 6. С. 94–108.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/tsifrovaya-ekonomika-rossii-k-strategii-razvitiya-v-usloviyah-sanktsiy?ysclid=>
2. Сухарев О.С. Технологический дуализм российской экономики и структурная политика новой модели ее роста // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2023. № 1. С. 75–89.
URL: https://doi.org/10.52180/2073-6487_2023_1_75_89
3. Райнерт Э.С. Как богатые страны стали богатыми, и почему бедные страны остаются бедными / под ред. В. Автономова. М.: ГУ ВШЭ, 2011. 384 с.
4. Глазьев С.Ю. Человеческий потенциал как главный фактор экономического роста в новом мирохозяйственном укладе // Научные труды Вольного экономического общества России. 2022. Т. 238. № 6. С. 157–164.
URL: <https://doi.org/10.38197/2072-2060-2022-238-6-157-164>
5. Глазьев С.Ю. Как денежно-кредитная политика угнетает экономический рост в России и Евразийском экономическом союзе // Российский экономический журнал. 2022. № 2. С. 4–20. URL: <https://doi.org/10.33983/0130-9757-2022-2-4-20>
6. Глазьев С.Ю. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 13–29.
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2014-9-13-29>
7. Сухарев О.С. Промышленный рост и технологическая перспектива // Journal of New Economy. 2022. Т. 23. № 1. С. 6–23.
URL: <https://doi.org/10.29141/2658-5081-2022-23-1-1>
8. Глазьев С.Ю., Воронов А.С., Кудина М.В., Орлова Л.Н. Прогноз развития человеческого капитала в Российской Федерации в условиях изменений в мировой экономике // Государственное управление. Электронный вестник. 2022. № 91. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/prognoz-razvitiya-chelovecheskogo-kapitala-v-rossiyskoy-federatsii-v-usloviyah-izmeneniy-v-mirovoy-ekonomike?ysclid=lhev1wa9tq800022055>
9. Глазьев С.Ю. Регулирование инновационных процессов в новом технологическом и мирохозяйственном укладах // Экономическое возрождение России. 2022. № 2. С. 24–27.
URL: <https://doi.org/10.37930/1990-9780-2022-2-72-24-27>

10. Любушин Н.П., Летягина Е.Н., Перова В.И. Исследование инновационного развития региональной экономики как императива устойчивого социально-экономического роста России с применением нейросетевого моделирования // *Экономический анализ: теория и практика*. 2021. Т. 20. Вып. 8. С. 1394–1414. URL: <https://doi.org/10.24891/ea.20.8.1394>
11. Стрельцова Е.А. Глобальные потоки технологического знания: место России // *Журнал Новой экономической ассоциации*. 2022. № 5. С. 39–54. URL: <https://doi.org/10.31737/2221-2264-2022-57-5-3>
12. Толкачев С.А., Тепляков А.Ю. Технологические и регуляторные циклы в мирохозяйственном развитии: историко-экономическая ретроспектива // *Terra Economicus*. 2022. Т. 20. № 3. С. 72–86. URL: <https://doi.org/10.18522/2073-6606-2022-20-3-72-86>
13. Симачев Ю.В., Федюнина А.А., Кузык М.Г. Российская промышленная политика в условиях трансформации системы мирового производства и жестких ограничений // *Вопросы экономики*. 2022. № 6. С. 5–25. URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2022-6-5-25>
14. Когденко В.Г. Методика финансового анализа компаний цифровой экономики // *Учет. Анализ. Аудит*. 2018. Т. 5. № 3. С. 94–109. URL: <https://doi.org/10.26794/2408-9303-2018-5-3-94-109>
15. Когденко В.Г. Особенности анализа компаний цифровой экономики // *Экономический анализ: теория и практика*. 2018. Т. 17. Вып. 3. С. 424–438. URL: <https://doi.org/10.24891/ea.17.3.424>
16. Брейли Р., Аллен Ф., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. Базовый курс. М.: Вильямс, 2022. 736 с.
17. Харрисон М. Искусный инвестор. Управляйте своими инвестициями профессионально. М.: Олимп-Бизнес, 2006. 272 с.
18. Фаербер Э. Все об акциях. Легкий способ начать свой путь. М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. 336 с.
19. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Паблишер, 2011. 1323 с.
20. Байнев В.Ф., Бинь Чжан. Промышленная политика Китая как главный фактор его социально-экономического развития // *Экономическая наука сегодня*. 2020. Вып. 12. С. 100–114. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/promyshlennaya-politika-kitaya-kak-glavnyy-faktor-ego-sotsialno-ekonomicheskogo-razvitiya?ysclid=lhevmlvagh468106289>

21. Андрианов К.А. Промышленная политика Китая: эволюция и современное содержание // Горизонты экономики. 2019. № 4. С. 97–102.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

THE ROLE OF DIGITAL COMPANIES IN THE TRANSFORMATION OF THE RUSSIAN ECONOMIC MODEL

Vera G. KOGDENKO

National Research Nuclear University MEPhI,
Moscow, Russian Federation
kogdenko7@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0001-9732-1174>

Article history:

Article No. 191/2023
Received 4 May 2023
Received in revised form
13 May 2023
Accepted 22 May 2023
Available online
29 June 2023

JEL classification: O10,
O11, O12

Keywords: economic
model, digital company,
industrial policy

Abstract

Subject. The article deals with the transformation of the Russian economic model.

Objectives. The purpose is to test the hypothesis about the impact of companies generating high added value (digital companies) on the economic model of the country.

Methods. The study rests on general scientific principles and research methods, like abstraction, generalization of approaches of domestic and foreign authors to industrial policy, and the economic analysis.

Results. I analyzed characteristic features of companies operating in industries with high and low generated added value, offered a five-stage methodology for assessing the key characteristics of companies. At the first stage, the production function of companies is investigated to determine the impact of the return on the resources involved and the presence of a multiplicative effect on the scale of the country's economy. At the second stage, the indicators of volatility, growth, marginality are analyzed to determine the impact of these characteristics on the dynamics of GDP. At the third stage, indicators of investment and innovation activity are calculated to assess their impact on the level of investment in the economy. The fourth stage is devoted to the analysis of the financial activities of companies, including their ability to attract external equity and debt capital, and to the evaluation of the distribution policy, which enables to conclude on company's ability to attract resources for development. At the fifth stage, the capitalization rate and expected rate of profit growth of companies are evaluated to assess their investment attractiveness.

Conclusions. The calculations performed on the basis of financial and non-financial statements of PAO MMC Norilsk Nickel and Yandex for 2022 lead to the conclusion that companies in industries generating high added value (digital companies) provide a multiplier effect, contribute to accelerating economic growth, increasing competitiveness, and improving the country's economic model. However, for the sustainable development of these companies, an industrial policy is needed to support and stimulate them.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2023

Please cite this article as: Kogdenko V.G. The Role of Digital Companies in the Transformation of the Russian Economic Model. *Economic Analysis: Theory and Practice*, 2023, vol. 22, iss. 6, pp. 1000–1030. <https://doi.org/10.24891/ea.22.6.1000>

References

1. Ganichev N.A., Koshovets O.B. [Rethinking Russian digital economy development under sanctions]. *Problemy prognozirovaniya = Problems of Forecasting*, 2022, no. 6, pp. 94–108. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/tsifrovaya-ekonomika-rossii-k-strategii-razvitiya-v-usloviyah-sanktsiy?ysclid=> (In Russ.)
2. Sukharev O.S. [Technological dualism of the Russian economy and the structural policy of its new growth model]. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossiiskoi akademii nauk = Bulletin of Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences*, 2023, no. 1, pp. 75–89. (In Russ.) URL: https://doi.org/10.52180/2073-6487_2023_1_75_89
3. Reinert E.S. *Kak bogatye strany stali bogatymi, i pochemu bednye strany ostayutsya bednymi* [How Rich Countries Got Rich... And Why Poor Countries Stay Poor]. Moscow, SU HSE Publ., 2011, 384 p.
4. Glaz'ev S.Yu. [Human potential as the main factor of economic growth in the new world economy]. *Nauchnye trudy Vol'nogo ekonomicheskogo obshchestva Rossii = Scientific Works of the Free Economic Society of Russia*, 2022, vol. 238, no. 6, pp. 157–164. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.38197/2072-2060-2022-238-6-157-164>
5. Glaz'ev S.Yu. [How monetary policy depresses economic growth in Russia and the Eurasian Economic Union]. *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal = Russian Economics Journal*, 2022, no. 2, pp. 4–20. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.33983/0130-9757-2022-2-4-20>
6. Glaz'ev S.Yu. [Sanctions of the USA and the Policy of Bank of Russia: Double Blow to the National Economy]. *Voprosy Ekonomiki*, 2014, no. 9, pp. 13–29. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2014-9-13-29>
7. Sukharev O.S. [Industrial growth and technological prospects]. *Journal of New Economy*, 2022, vol. 23, no. 1, pp. 6–23. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.29141/2658-5081-2022-23-1-1>
8. Glaz'ev S.Yu., Voronov A.S., Kudina M.V., Orlova L.N. [Forecast of Human Capital Development in the Russian Federation in the Context of Global Economy Changes]. *Gosudarstvennoe upravlenie. Elektronnyi vestnik*, 2022, no. 91. (In Russ.)
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/prognoz-razvitiya-chelovecheskogo-kapitala-v-rossiyskoy-federatsii-v-usloviyah-izmeneniy-v-mirovoy-ekonomike?ysclid=lhev1wa9tq800022055>
9. Glaz'ev S.Yu. [Management of innovative processes in the new technological and world economic structures]. *Ekonomicheskoe vozrozhdenie Rossii = Economic Revival*

- of Russia*, 2022, no. 2, pp. 24–27. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.37930/1990-9780-2022-2-72-24-27>
10. Lyubushin N.P., Letyagina E.N., Perova V.I. [Studying the innovative development of regional economy as an imperative of sustainable socio-economic growth in Russia, using neural network modeling]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*, 2021, vol. 20, iss. 8, pp. 1394–1414. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.24891/ea.20.8.1394>
 11. Strel'tsova E.A. [Global flows of technological knowledge: The position of Russia]. *Zhurnal Novoi ekonomicheskoi assotsiatsii = Journal of the New Economic Association*, 2022, no. 5, pp. 39–54. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.31737/2221-2264-2022-57-5-3>
 12. Tolkachev S.A., Teplyakov A.Yu. [Technological and regulatory cycles in world economic development: Historical and economic retrospective]. *Terra Economicus*, 2022, vol. 20, no. 3, pp. 72–86. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.18522/2073-6606-2022-20-3-72-86>
 13. Simachev Yu.V., Fedyunina A.A., Kuzyk M.G. [Russian industrial policy in the context of global production system transformation and severe constraints]. *Voprosy Ekonomiki*, 2022, no. 6, pp. 5–25. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2022-6-5-25>
 14. Kogdenko V.G. [Methodology of the Financial Analysis of Digital Companies]. *Uchet. Analiz. Audit = Accounting. Analysis. Auditing*, 2018, vol. 5, no. 3, pp. 94–109. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.26794/2408-9303-2018-5-3-94-109>
 15. Kogdenko V.G. [Specifics of analysis of companies operating in the digital economy]. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika = Economic Analysis: Theory and Practice*, 2018, vol. 17, iss. 3, pp. 424–438. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.24891/ea.17.3.424>
 16. Brealey R., Allen F., Myers S. *Printsiipy korporativnykh finansov. Bazovyi kurs* [Principles of Corporate Finance]. Moscow, Vil'yams Publ., 2022, 736 p.
 17. Harrison M. *Iskusnyi investor. Upravlyajte svoimi investitsiyami professional'no* [Empowered Investor: Manage Your Investments the Way the Professionals Do (Investor's Guide)]. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2006, 272 p.
 18. Faerber E. *Vse ob aktsiyakh. Legkii sposob nachat' svoi put'* [All About Stocks: The Easy Way to Get Started]. Moscow, Mann, Ivanov i Ferber Publ., 2013, 336 p.
 19. Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka: Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov* [Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets]. Moscow, Al'pina Publisher Publ., 2011, 1323 p.

20. Baineв V.F., Zhang Bin. [China's industrial policy as the main factor of its socio-economic development]. *Ekonomicheskaya nauka segodnya = Economic Science Today*, 2020, iss. 12, pp. 100–114.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/promyshlennaya-politika-kitaya-kak-glavnyy-faktor-ego-sotsialno-ekonomicheskogo-razvitiya?ysclid=lhevm1vagh468106289>
(In Russ.)
21. Andrianov K.A. [China's industrial policy: Evolution and modern content]. *Gorizonty ekonomiki = Horizons of Economics*, 2019, no. 4, pp. 97–102. (In Russ.)

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.