Международный научно-исследовательский журнал
«Прогрессивная экономика»
№ 5 / 2026 https://progressive-economy.ru/vypusk_1/finansovyj-rezerv-i-finansovye-rezultaty-rossijskih-proizvodstvennyh-firm-mezhfirmennaya-i-vnutrifirmennaya-sostavlyayushhie/
Научная статья / Original article
Шифр научной специальности ВАК: 5.2.4
УДК 336.67
DOI: 10.54861/27131211_2025_5_431



ФИНАНСОВЫЙ РЕЗЕРВ И ФИНАНСОВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ РОССИЙСКИХ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ ФИРМ: МЕЖФИРМЕННАЯ И ВНУТРИФИРМЕННАЯ СОСТАВЛЯЮЩИЕ

***Витман Е.Д.**, аспирант, Санкт-Петербургский университет технологий управления и экономики, Санкт-Петербург, Россия*
190103, г. Санкт-Петербург, Лермонтовский пр., д. 44, лит. А
ORCID: https://orcid.org/0009-0005-2649-3581
e-mail: wittmann.egor@gmail.com

Аннотация. В статье эмпирически оценивается связь трёх источников финансового запаса прочности – денежных средств, незанятой долговой ёмкости и чистого оборотного капитала – с результатами российских производственных фирм. Сложившаяся практика рассматривает запас прочности как единое благо, наращивание которого улучшает положение фирмы. За такой трактовкой скрываются два разных механизма, неразличимых в обычной регрессии: запас может быть признаком изначально сильной фирмы, а может быть результатом управленческого решения, отдача от которого воспроизводима. Для прикладного вывода различие существенно, поскольку рекомендация накопить запас осмысленна только во втором случае. Эмпирическую основу исследования составили панельные данные Российской базы данных финансовой отчётности по обрабатывающим производствам за 2013-2024 гг. – около 1,2 млн наблюдений по 250 тысячам фирм. Запас прочности измерен как превышение показателя над нормой сопоставимых фирм по отрасли, размеру, структуре активов, рентабельности и возрасту. Связь оценена двумя способами: регрессионным сравнением фирм между собой и панельной регрессией с фиксированными эффектами фирмы и года. Денежный запас устойчиво сопровождается лучшими результатами при межфирменном сравнении, тогда как внутри одной фирмы во времени связь ослабевает. В случае долговой ёмкости и оборотного капитала связь меняет знак с положительного на отрицательный при переходе от межфирменного к внутрифирменному сравнению, отражая обычную механику финансирования и оборота. Источники финансирования работают преимущественно по отдельности. Накопление сразу нескольких резервов не приносит выигрыша сверх их суммы. Научная новизна состоит в разделении структурной и динамической составляющих связи на полной совокупности производственных фирм. Результаты применимы при оценке устойчивости непубличных компаний.

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Ключевые слова: финансовый запас прочности, финансовая гибкость, денежные средства, долговая ёмкость, оборотный капитал.

Конфликт интересов. Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Для цитирования: Витман Е.Д. Финансовый резерв и финансовые результаты российских производственных фирм: межфирменная и внутрифирменная составляющие // Прогрессивная экономика. 2026. № 5. С. 431–452. https://doi.org/10.54861/27131211_2026_5_431.

Статья поступила в редакцию: 12.04.2026 г. Одобрена после рецензирования: 22.05.2026 г. Принята к публикации: 27.05.2026 г.

FINANCIAL HEADROOM AND FINANCIAL PERFORMANCE OF RUSSIAN MANUFACTURING FIRMS: BETWEEN-FIRM AND WITHIN-FIRM COMPONENTS

Vitman E.D., *Postgraduate Student, St. Petersburg University of Management Technologies and Economics, Saint Petersburg, Russia*
190103, St. Petersburg, Lermontovsky pr., 44, lit. A
ORCID: https://orcid.org/0009-0005-2649-3581
e-mail: wittmann.egor@gmail.com

Abstract. This paper empirically examines how three sources of financial headroom – cash, unused debt capacity, and net working capital – relate to the performance of Russian manufacturing firms. Current practice treats headroom as a single good whose accumulation improves a firm's position. Behind this view stand two distinct mechanisms that an ordinary regression cannot separate: headroom may be a marker of an inherently strong firm, or it may be the result of a managerial choice with a reproducible payoff. The distinction is critical for practice, since the recommendation to accumulate a buffer is meaningful only in the second case. The empirical base is the Russian Financial Statements Database for manufacturing firms over 2013-2024 – about 1.2 million observations on 250 thousand firms. Headroom is measured as the excess of the indicator over the norm for comparable firms by industry, size, asset structure, profitability, and age. The link is estimated in two ways: by comparing firms with one another and by a panel regression with firm and year fixed effects. Cash buffers are robustly associated with better outcomes across firms, while within a firm over time the association weakens, and for debt capacity and working capital it reverses sign, reflecting the ordinary financing and operating cycle. The sources work largely in isolation: accumulating several buffers brings no gain beyond their sum. The novelty lies in separating the structural and dynamic components of the link on the full population of manufacturing firms. The findings are applicable when assessing the resilience of private companies.

Keywords: financial headroom, financial flexibility, cash holdings, debt capacity, working capital.

JEL classification: G30, G32.

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Conflict of interest. The author declares that there is no conflict of interest.

For citation: Vitman E.D. (2026). Finansovyi rezerv i rezul'taty rossiiskikh proizvodstvennykh firm: mezhfirmennaya i vnutrifirmennaya sostavlyayushchie svyazi [Financial headroom and financial performance of Russian manufacturing firms: between-firm and within-firm components]. Progressivnaya ekonomika [Progressive Economy], 5, 431–452. https://doi.org/10.54861/27131211_2026_5_431. (In Russ., abstract in Eng.)

The article was submitted to the editorial office: 12/04/2026. Approved after review: 22/05/2026. Accepted for publication: 27/05/2026.

Введение

Доступ российских производственных фирм к внешнему финансированию ограничен и неустойчив. Банковский кредит для средней необращающейся фирмы нормирован и дорог, а рынки облигаций и долевого капитала остаются для неё фактически закрытыми. Информационная асимметрия между фирмой и поставщиком капитала проявляется здесь острее, чем на развитых рынках [1; 2]. В этих условиях устойчивость фирмы определяется прежде всего её внутренним финансовым резервом, принимающим три формы: денежные средства, незадействованная долговая ёмкость и капитал, связанный в обороте. Вопрос о том, какая из форм сопровождается лучшими результатами, имеет прямую практическую цену. На ответ опираются и банк при решении о кредите, и поставщик при отгрузке с отсрочкой, и собственник при оценке шансов фирмы пережить очередной спад.

Сложившаяся практика отвечает на этот вопрос единообразно и трактует резерв как единое благо: чем он выше, тем устойчивее фирма [3]. За такой трактовкой стоят, однако, два разных по своей природе механизма, которые в обычной регрессии на совокупности фирм неразличимы. По первому механизму резерв служит признаком: прибыльная и устойчиво управляемая фирма закономерно держит более высокие резервы, и резерв лишь сопровождает её силу, не порождая её. По второму механизму резерв выступает рычагом: фирма наращивает его и за счёт этого улучшает собственные показатели. Различие двух механизмов существенно для прикладного вывода, ведь рекомендация накопить резерв осмысленна для отдельной компании только во втором случае.

Разделить эти механизмы позволяет сама структура панельных данных. Сравнение фирм между собой улавливает устойчивые межфирменные различия и отвечает на вопрос, расходятся ли результаты у фирм с разным типичным уровнем резерва. Прослеживание отдельной фирмы во времени, напротив, устраняет всё постоянное в её характеристиках и обнаруживает, как меняется результат, когда фирма отклоняется от собственной нормы. Такое разделение восходит к работе Mundlak [4] и положено в основу эмпирического дизайна настоящего исследования.

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Актуальность работы связана с тем, что для непубличных производственных фирм природа связи резерва с результатами эмпирически не выяснена. Имеющиеся работы по российским данным опираются на узкие выборки – публичные компании, для которых открыта расширенная отчётность [5], либо отдельные предприятия [6], – и не разделяют структурную и динамическую составляющие. Основное противоречие, на которое отвечает статья, состоит в следующем. Привычная трактовка резерва как универсального блага верна только в том случае, если наблюдаемая связь отражает отдачу от самого резерва. Если же связь порождается отбором изначально сильных фирм, рекомендация накопить резерв теряет смысл для отдельной компании. Цель работы – оценить связь трёх форм финансового резерва с результатами российских производственных фирм раздельно по межфирменной и внутрифирменной составляющим.

Эмпирическую базу исследования составили панельные данные обрабатывающих производств за 2013-2024 гг. из Российской базы данных финансовой отчётности [7], охватывающей практически всю совокупность сдающих отчётность организаций. Полученные оценки складываются в последовательную картину. Денежный резерв устойчиво сопровождается более высокими темпами роста, рентабельностью и инвестициями при сопоставлении фирм, тогда как внутри отдельной фирмы эта связь ослабевает. Для долговой ёмкости и оборотного капитала внутрифирменная связь меняет знак и отражает обычную механику финансирования и оборота, а не отдачу от самого резерва. Три формы резерва к тому же действуют по отдельности, и одновременное наличие нескольких резервов не приносит выигрыша сверх их раздельного вклада. Научная новизна работы состоит в разделении структурной и динамической составляющих связи резерва с результатами, выполненном на полной совокупности производственных фирм, а не на ограниченной выборке публичных компаний или отдельных предприятий.

Обзор литературы

Ценность финансового резерва вытекает из высокой стоимости и непостоянства внешнего финансирования. Когда привлечение средств извне обходится дорого из-за информационной асимметрии, фирма выстраивает иерархию источников, в которой внутренние ресурсы предпочтительнее заёмных, а оставленная незадействованной способность занять образует резерв на будущее [1; 8]. В этой логике резерв – отложенное право профинансировать вложение, когда оно появится, не выходя на дорогой внешний рынок. Современная литература связывает такую финансовую гибкость со способностью фирмы проходить периоды стеснённого финансирования и не упускать инвестиционные возможности [9; 10]. В российском корпоративном контексте это понятие операционализируется преимущественно через резервный долговой потенциал [11].

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Денежный резерв изучен полнее прочих форм. Фирма держит денежные средства по нескольким мотивам, и предупредительный мотив, страхующий от перебоев в финансировании, усиливается тем заметнее, чем дороже фирме внешний капитал [12; 13]. Само накопление денежных резервов корпоративным сектором за последние десятилетия T.W. Bates, K.M. Kahle, R.M. Stulz [14] связывают с ростом неопределённости выручки. Функцией страховки денежный резерв, однако, не исчерпывается. L. Frésard [15] показал, что фирмы с крупным резервом ведут себя на товарном рынке агрессивнее и отвоёвывают долю у конкурентов. R. Duchin, O. Ozbas, B.A. Sensoy [16] на материале кризиса 2008-2009 гг. установили, что именно накопленный заранее резерв позволяет не сокращать вложения в момент удорожания внешних средств. Денежный резерв совмещает поэтому две функции – страховку и простаивающий капитал. Эта двойственность порождает вопрос, не решаемый без обращения к данным: сопровождается ли резерв лучшими результатами потому, что защищает фирму, или потому, что его держат изначально сильные фирмы.

Свободная долговая ёмкость устроена иначе и представляет собой не резерв на балансе, а незадействованную способность привлечь заём. Фирма сознательно удерживает рычаг ниже предельного, сохраняя возможность профинансировать будущие вложения [17], тогда как сам уровень долга предопределён устойчивым набором характеристик – размером фирмы, долей материальных активов и рентабельностью [2; 18]. M.-T. Marchica, R. Mura [19] установили, что располагающие незанятой ёмкостью фирмы впоследствии инвестируют больше и достигают лучших долгосрочных результатов, а D.J. Denis, S.B. McKeon [20] показали, что наращивание долга происходит тогда, когда под него имеется производительное вложение. Из этого следует, что долговая ёмкость связана прежде всего с инвестиционной активностью, а не с текущей прибыльностью.

Чистый оборотный капитал – наиболее неоднозначная из трёх форм. Средства, связанные в складских запасах и дебиторской задолженности за вычетом задолженности перед поставщиками, поддерживают бесперебойность операций, но одновременно отвлекают капитал от более доходных применений. Сокращение периода, на который средства застревают в обороте, как правило повышает рентабельность [21]. Поддержание ликвидности, напротив, требует удлинения оборота, что ставит фирму перед выбором между двумя несовместимыми целями [5; 22]. Задолженность перед поставщиками выступает здесь источником финансирования, а не нагрузкой [23], и высокий чистый оборотный капитал означает не резерв, а иммобилизованные средства. Для производственных предприятий, где доля складских запасов велика, его прямо предлагают рассматривать как индикатор ликвидности [6].

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Применительно к российским производственным фирмам финансовый резерв изучается преимущественно в логике диагностики финансового состояния. Авторы устанавливают, какие значения коэффициентов ликвидности и устойчивости считать нормальными и как они ведут себя под внешним давлением [3; 22]. Эмпирические работы по отдельным формам резерва покрывают при этом узкие сегменты совокупности – публичные компании, для которых открыта расширенная отчётность [5], или отдельные предприятия [6]. Систематического сопоставления того, как разные формы резерва связаны с результатами на полной совокупности фирм, не предпринималось.

Очерченный пробел сводится к следующему. Связь резерва с результатами почти всегда оценивается на сопоставлении фирм и интерпретируется как единый эффект, без разграничения двух механизмов – резерва как признака изначально сильной фирмы и резерва как отдачи от воспроизводимого управленческого решения. Между тем эти механизмы дают разные ответы и требуют разных источников вариации в данных. Сформулированные ниже гипотезы отражают данное разделение.

Гипотеза 1 (H1). При сопоставлении фирм между собой более высокий уровень финансового резерва, в первую очередь денежного, сопровождается лучшими финансовыми результатами.

Гипотеза 2 (H2). При прослеживании отдельной фирмы во времени связь резерва с результатами существенно слабее, нежели при межфирменном сопоставлении, поскольку резерв выступает преимущественно признаком фирмы, а не рычагом немедленного улучшения её показателей.

Гипотеза 3 (H3). Формы финансового резерва действуют автономно, и одновременное наличие нескольких резервов не усиливает отдачу каждого из них.

Материалы и методы

Методологическую основу исследования составляют данные годовой финансовой отчётности из Российской базы данных финансовой отчётности (RFSD), сводящей в единый гармонизированный массив отчётность практически всех сдающих её российских организаций [7]. Из генеральной совокупности отобраны обрабатывающие производства (раздел С ОКВЭД) за 2013-2024 гг. В выборке оставлены действующие фирмы с положительными активами и выручкой, а наблюдения с экономически невозможными значениями показателей исключены – они свидетельствуют о дефектах отчётности. Поскольку оценка внутрифирменной динамики опирается на изменения за два последовательных года, в рабочую панель включены фирмо-годы, для которых наблюдаются три подряд идущих года отчётности. Итоговый объём панели составил около 1,2 млн наблюдений по 250 тысячам фирм.

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Финансовый резерв операционализирован тремя отношениями к совокупным активам. Денежный резерв измерен долей денежных средств и их эквивалентов в активах. Чистый оборотный капитал рассчитан как сумма складских запасов и дебиторской задолженности за вычетом задолженности перед поставщиками, отнесённая к активам. Долговая нагрузка определена долей заёмных средств в активах:

$$\text{Деньги}_{it} = \frac{\text{Денежные средства}_{it}}{\text{Активы}_{it}},$$

$$\text{ЧОК}_{it} = \frac{\text{Складские запасы}_{it} + \text{Дебиторская задолж.}_{it} - \text{Кредиторская задолж.}_{it}}{\text{Активы}_{it}},$$

$$\text{Долг}_{it} = \frac{\text{Заёмные средства}_{it}}{\text{Активы}_{it}}.$$

Долговая нагрузка преобразована в показатель свободной долговой ёмкости инверсией знака, так что более высокое значение соответствует большей незадействованной способности привлечь заём. После такого преобразования все три формы читаются единообразно, и рост показателя в каждом случае означает увеличение доступного резерва. Сырое отношение, однако, смешивает уровень, обусловленный самой природой фирмы, с избытком над этим уровнем: крупная, прибыльная и материалоёмкая фирма закономерно держит иные доли денежных средств и долга, нежели мелкая. Сопоставимым следует считать не абсолютную величину резерва, а её отклонение от нормы сопоставимых фирм. Нормой выступает значение показателя, типичное для фирмы с такой же отраслью, размером, долей основных средств, рентабельностью и возрастом. Норма оценивается отдельно для каждой формы резерва:

$$g(s_{it}) = \beta_1\ \textit{Размер}_{it} + \beta_2\ \textit{Материальность}_{it} + \beta_3\ \textit{Рентабельность}_{it} + \beta_4\ \textit{Возраст}_{it} + \eta_j + \tau_t + h_{it},$$

где s_{it} – резерв фирмы i в году t, члены η_j и τ_t задают отраслевую и годовую поправки, а остаток h_{it} соответствует искомому резерву. Фирмы с одинаковым остатком h_{it} держат одинаковый резерв сверх ожидаемого для их типа, и именно этот избыток интересует исследование. Чтобы крайние значения и многочисленные нулевые остатки не искажали оценку, показатели предварительно сглажены преобразованием, мягко поджимающим хвосты распределения и сохраняющим нули. Нулевая корректировка особенно важна для долговой нагрузки, поскольку заёмные средства отсутствуют почти у половины фирм. Для оборотного капитала доля основных средств из числа

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

характеристик исключена, так как она механически связана с оборотной стороной баланса.

В качестве результатов деятельности рассматриваются годовой прирост выручки, изменение операционной маржи, изменение рентабельности активов и прирост основных средств. Резерв фиксируется на конец предыдущего года и сопоставляется с изменением результата в текущем; крайние значения изменений обрезаны по первому и девяносто девятому процентилям внутри каждого года. Связь оценивается двумя взаимодополняющими способами, отвечающими на разные вопросы. Первый способ – сопоставление фирм между собой. Каждая фирма сводится к средним за период значениям, и её средний результат регрессируется на средний резерв. Такая оценка выявляет устойчивые межфирменные различия:

$$\overline{\Delta y_i} = \alpha + \gamma\, \bar{h}_i + \bar{z}_i'\,\delta + \varepsilon_i .$$

Второй способ – прослеживание фирмы во времени через панельную регрессию с фиксированными эффектами фирмы и года. Фиксированный эффект фирмы устраняет всё постоянное в её характеристиках, от качества управления до рыночной ниши. Остаётся лишь связь между отклонением резерва от собственной нормы фирмы и отклонением её результата. Динамика результата предыдущего года вводится дополнительным регрессором:

$$\Delta y_{it} = \theta\, h_{i,t-1} + \phi\, \Delta y_{i,t-1} + \mu_i + \tau_t + u_{it} .$$

Содержательная нагрузка лежит на коэффициентах γ и θ: согласно гипотезам, межфирменный коэффициент γ положителен и количественно значим прежде всего для денежного резерва, тогда как внутрифирменный коэффициент θ существенно слабее. Чтобы установить, действуют ли формы резерва совместно, при анализе каждой из них фирмы разделены по медиане двух остальных на четыре группы – от низкого уровня обоих сопутствующих резервов до высокого. Связь оценивается с учётом их пересечения. Если резерв в одной форме усиливает отдачу другой, эффект в группе с двумя высокими резервами превосходит сумму их раздельных вкладов. Чтобы сопоставляемые группы не различались по размеру, возрасту, структуре активов и рентабельности, наблюдения предварительно выравниваются по этим характеристикам процедурой балансировки ковариат [24], а стандартные ошибки группируются на уровне фирмы.

Результаты и обсуждение

Три формы резерва обнаруживают разную природу уже на уровне распределений (табл. 1). Денежные средства производственные фирмы держат скупо: у половины из них денежный резерв не превышает трёх процентов активов, и лишь у верхней четверти заметно выходит за десятую долю баланса.

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Долговая нагрузка устроена ещё резче: почти половина фирм вовсе не пользуется заёмными средствами. Для большинства речь идёт не о выборе уровня рычага, а об отсутствии отношений с кредиторами как таковых. Чистый оборотный капитал, напротив, у типичной фирмы положителен и значителен, с медианой около пятой части активов, однако у четверти фирм он отрицателен, и их текущая деятельность фактически финансируется поставщиками.

Таблица 1

Описательная статистика долей форм финансового резерва в активах, 2013-2024 гг.

Table 1

Descriptive statistic of financial reserves as percentages of assets, 2013-2024

Показатель	Нижняя четверть	Медиана	Верхняя четверть
Денежные средства к активам	0,4%	3,0%	14,3%
Заёмные средства к активам	0,0%	0,2%	24,7%
Чистый оборотный капитал к активам	−2,1%	19,8%	52,6%

Источник: расчёты автора по данным RFSD
Source: compiled by the author based on RFSD

При сопоставлении фирм между собой денежный резерв выделяется среди трёх форм отчётливее прочих (табл. 2, панель А). Фирмы, которые типично держат денежных средств больше нормы, растут быстрее по выручке, превосходят сопоставимые фирмы по рентабельности активов и активнее вкладывают в основные средства, причём все три связи положительны и статистически устойчивы. Полученная картина согласуется с трактовкой денежного резерва как признака изначально сильной фирмы [14; 15] и подтверждает первую гипотезу. Свободная долговая ёмкость ведёт себя так, как предсказывает теория финансовой гибкости (панель В). Незадействованная способность занять сопряжена прежде всего с инвестициями: фирмы с большей ёмкостью заметнее наращивают основные средства, тогда как с текущей рентабельностью устойчивой связи не обнаруживается. Долговая ёмкость предстаёт в этом смысле ресурсом роста, а не страховкой прибыльности [19; 20].

Чистый оборотный капитал действует в противоположном направлении (панель С). Чем больше средств фирма удерживает связанными в обороте сверх отраслевой нормы, тем ниже её рентабельность активов и тем сдержаннее вложения в основные средства. Избыточный оборотный капитал предстаёт здесь иммобилизованным капиталом, и его связь с отдачей отрицательна, что отвечает выводам об обратной зависимости между длиной оборота и рентабельностью [5; 21].

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Таблица 2

Межфирменная оценка связи финансовых резервов и результатов

Table 2

Results of the between firm regression of financial results on financial reserves

Панель А. Денежный резерв

	Прирост выручки	**Изменение маржи**	**Изменение рентабельности активов**	**Прирост основных средств**
Общий эффект	0,037*** (0,002)	0,003*** (0,001)	0,011*** (0,001)	0,034*** (0,003)
Группа: Низкая долговая ёмкость, низкий оборотный капитал	0,020*** (0,003)	−0,000 (0,001)	−0,000 (0,002)	0,055*** (0,004)
Группа: Низкая долговая ёмкость, высокий оборотный капитал	0,078*** (0,005)	0,012*** (0,002)	0,031*** (0,004)	0,004 (0,007)
Группа: Высокая долговая ёмкость, низкий оборотный капитал	0,038*** (0,003)	0,002* (0,001)	0,006** (0,002)	0,042*** (0,005)
Группа: Высокая долговая ёмкость, высокий оборотный капитал	0,046*** (0,007)	−0,003 (0,004)	0,011** (0,005)	−0,014* (0,008)
Вклад долговой ёмкости	−0,007 (0,005)	−0,006*** (0,002)	−0,007** (0,003)	−0,015** (0,006)
Вклад оборотного капитала	0,033*** (0,005)	0,004 (0,002)	0,018*** (0,003)	−0,053*** (0,006)
Разница «оба других резерва высокие − оба низкие»	0,026*** (0,008)	−0,003 (0,004)	0,012** (0,005)	−0,068*** (0,009)

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Панель В. Свободная долговая ёмкость (строки – денежный резерв, столбцы – оборотный капитал)

	Прирост выручки	**Изменение маржи**	**Изменение рентабельности активов**	**Прирост основных средств**
Общий эффект	−0,002 (0,002)	0,009*** (0,001)	−0,002 (0,001)	0,022*** (0,002)
Группа: Низкий денежный резерв, низкий оборотный капитал	−0,023*** (0,004)	0,010*** (0,002)	0,005* (0,003)	0,027*** (0,005)
Группа: Низкий денежный резерв, высокий оборотный капитал	−0,001 (0,003)	0,005*** (0,002)	−0,016*** (0,002)	0,023*** (0,004)
Группа: Высокий денежный резерв, низкий оборотный капитал	0,002 (0,004)	0,012*** (0,002)	0,003 (0,002)	0,017*** (0,005)
Группа: Высокий денежный резерв, высокий оборотный капитал	0,010** (0,004)	0,006** (0,002)	−0,011*** (0,002)	0,031*** (0,006)
Вклад денежного резерва	0,018*** (0,004)	0,002 (0,002)	0,001 (0,002)	−0,001 (0,005)
Вклад оборотного капитала	0,015*** (0,004)	−0,006*** (0,002)	−0,018*** (0,002)	0,005 (0,005)
Разница «оба других резерва высокие − оба низкие»	0,032*** (0,006)	−0,004 (0,003)	−0,017*** (0,004)	0,004 (0,008)

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Панель С. Чистый оборотный капитал (строки – денежный резерв, столбцы – долговая ёмкость)

	Прирост выручки	**Изменение маржи**	**Изменение рентабельности активов**	**Прирост основных средств**
Общий эффект	0,003 (0,002)	−0,005*** (0,001)	−0,023*** (0,002)	−0,022*** (0,003)
Группа: Низкий денежный резерв, низкая долговая ёмкость	0,004 (0,005)	−0,001 (0,003)	−0,013*** (0,003)	0,005 (0,006)
Группа: Низкий денежный резерв, высокая долговая ёмкость	0,009** (0,004)	−0,005** (0,002)	−0,018*** (0,002)	−0,011* (0,006)
Группа: Высокий денежный резерв, низкая долговая ёмкость	0,018*** (0,005)	−0,001 (0,003)	−0,020*** (0,004)	−0,028*** (0,006)
Группа: Высокий денежный резерв, высокая долговая ёмкость	0,020*** (0,006)	−0,011*** (0,003)	−0,037*** (0,004)	−0,050*** (0,009)
Вклад денежного резерва	0,013*** (0,005)	−0,003 (0,003)	−0,013*** (0,003)	−0,036*** (0,007)
Вклад долговой ёмкости	0,004 (0,005)	−0,007*** (0,003)	−0,011*** (0,003)	−0,019*** (0,007)
Разница «оба других резерва высокие − оба низкие»	0,017** (0,007)	−0,010** (0,004)	−0,024*** (0,005)	−0,056*** (0,011)

*В ячейках – коэффициент при стандартизованном резерве (на одно стандартное отклонение) и стандартная ошибка в скобках. Прирост выручки и основных средств измерен, как логарифмический прирост, маржа и рентабельность – в долях активов и выручки. * p – < 0,10; ** – p < 0,05; *** p – < 0,01.*

Источник: расчёты автора по данным RFSD
Source: compiled by the author based on RFSD

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Картина меняется при переходе от межфирменного сопоставления к прослеживанию отдельной фирмы во времени (табл. 3). Связь денежного резерва с приростом выручки, устойчиво положительная между фирмами, во внутрифирменном измерении исчезает и даже приобретает слабо отрицательный знак. Годы, в которые фирма накапливает денежные средства сверх своей нормы, оказываются не годами ускоренного роста, а скорее годами осторожности. С рентабельностью и маржой внутрифирменная связь денежного резерва сохраняет положительный знак, оставаясь количественно умеренной. В этом и состоит содержание второй гипотезы: денежный резерв выступает признаком сильной фирмы, а не рычагом, обращение к которому немедленно улучшает результат.

Свободная долговая ёмкость во внутрифирменном измерении меняет знак на противоположный (панель В). Объяснение лежит в обычном ходе финансирования. Фирма наращивает инвестиции в тот момент, когда занимает, то есть, когда её свободная ёмкость сокращается. Годы с высокой незадействованной ёмкостью оказываются поэтому годами пониженных вложений. Оборотный капитал удерживает отрицательную связь с рентабельностью и в этом измерении: рост связанных в обороте средств угнетает отдачу независимо от того, сопоставляются ли фирмы или прослеживается одна. Связь с приростом активов внутри фирмы положительна, однако и она отражает совместное расширение операций и баланса, а не выигрыш от самого резерва.

Третья гипотеза затрагивает совместное действие форм. Если бы резервы усиливали друг друга, эффект в группе с двумя высокими сопутствующими резервами заметно превосходил бы сумму их раздельных вкладов, а разность между группами с двумя высокими и двумя низкими резервами оказалась бы крупной и положительной. Наблюдается, однако, обратное. Для денежного резерва вклады оборотного капитала и долговой ёмкости в основном независимы. Там, где взаимодействие значимо, оно чаще отрицательно, и располагающая сразу несколькими резервами фирма извлекает из каждого не больше, а порой меньше. Из этого следует практический вывод: фирме важнее располагать хотя бы денежным буфером, чем накапливать все три формы одновременно.

Сопоставление двух измерений и образует главный результат работы. Денежный резерв прочно сопровождается лучшими результатами при межфирменном сравнении, но эта связь почти не воспроизводится внутри фирмы. Денежный резерв оказывается в первую очередь признаком изначально устойчивой компании, а не средством, обращение к которому выводит слабую фирму на лучшие показатели.

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Таблица 3

Сравнение динамики связь изменения финансового резерва с изменением результатов внутри фирмы

Table 3

Within effect of change in financial reserves on financial results

Панель А. Денежный резерв (строки – свободная долговая ёмкость, столбцы – оборотный капитал)

	Прирост выручки	**Изменение маржи**	**Изменение рентабельности активов**	**Прирост основных средств**
Общий эффект	−0,002* (0,001)	0,008*** (0,001)	0,022*** (0,001)	0,052*** (0,003)
Группа: Низкая долговая ёмкость, низкий оборотный капитал	−0,015*** (0,002)	−0,004*** (0,001)	−0,012*** (0,001)	0,103*** (0,004)
Группа: Низкая долговая ёмкость, высокий оборотный капитал	0,011*** (0,003)	0,023*** (0,001)	0,064*** (0,002)	0,022*** (0,006)
Группа: Высокая долговая ёмкость, низкий оборотный капитал	−0,001 (0,002)	0,005*** (0,001)	0,023*** (0,001)	0,090*** (0,004)
Группа: Высокая долговая ёмкость, высокий оборотный капитал	−0,015*** (0,003)	0,017*** (0,002)	0,053*** (0,002)	0,008 (0,006)
Вклад долговой ёмкости	−0,006*** (0,002)	0,002* (0,001)	0,012*** (0,002)	−0,013*** (0,005)
Вклад оборотного капитала	0,006** (0,002)	0,020*** (0,001)	0,053*** (0,002)	−0,081*** (0,005)
Разница «оба других резерва высокие − оба низкие»	−0,001 (0,004)	0,021*** (0,002)	0,065*** (0,002)	−0,094*** (0,007)

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Панель В. Свободная долговая ёмкость (строки – денежный резерв, столбцы – оборотный капитал)

	Прирост выручки	**Изменение маржи**	**Изменение рентабельности активов**	**Прирост основных средств**
Общий эффект	−0,040*** (0,002)	−0,011*** (0,001)	−0,005*** (0,001)	−0,064*** (0,003)
Группа: Низкий денежный резерв, низкий оборотный капитал	−0,021*** (0,003)	−0,006*** (0,002)	0,008*** (0,002)	−0,047*** (0,006)
Группа: Низкий денежный резерв, высокий оборотный капитал	−0,060*** (0,002)	−0,016*** (0,001)	−0,020*** (0,001)	−0,059*** (0,005)
Группа: Высокий денежный резерв, низкий оборотный капитал	−0,020*** (0,003)	−0,009*** (0,002)	0,001 (0,002)	−0,041*** (0,004)
Группа: Высокий денежный резерв, высокий оборотный капитал	−0,069*** (0,003)	−0,023*** (0,002)	−0,023*** (0,002)	−0,065*** (0,005)
Вклад денежного резерва	−0,004 (0,002)	−0,005*** (0,001)	−0,005*** (0,002)	−0,000 (0,004)
Вклад оборотного капитала	−0,044*** (0,003)	−0,012*** (0,002)	−0,026*** (0,002)	−0,018*** (0,004)
Разница «оба других резерва высокие − оба низкие»	−0,048*** (0,004)	−0,017*** (0,002)	−0,031*** (0,003)	−0,018*** (0,007)

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Панель С. Чистый оборотный капитал (строки – денежный резерв, столбцы – долговая ёмкость)

	Прирост выручки	**Изменение маржи**	**Изменение рентабельности активов**	**Прирост основных средств**
Общий эффект	−0,008*** (0,002)	−0,018*** (0,001)	−0,041*** (0,001)	0,020*** (0,003)
Группа: Низкий денежный резерв, низкая долговая ёмкость	0,009*** (0,003)	−0,014*** (0,002)	−0,021*** (0,002)	0,058*** (0,006)
Группа: Низкий денежный резерв, высокая долговая ёмкость	−0,017*** (0,003)	−0,020*** (0,002)	−0,041*** (0,002)	0,045*** (0,006)
Группа: Высокий денежный резерв, низкая долговая ёмкость	0,019*** (0,003)	−0,001 (0,002)	−0,001 (0,002)	0,003 (0,005)
Группа: Высокий денежный резерв, высокая долговая ёмкость	−0,035*** (0,003)	−0,021*** (0,001)	−0,060*** (0,002)	−0,025*** (0,005)
Вклад денежного резерва	−0,004 (0,003)	0,006*** (0,002)	0,001 (0,002)	−0,062*** (0,005)
Вклад долговой ёмкости	−0,040*** (0,003)	−0,013*** (0,002)	−0,039*** (0,002)	−0,020*** (0,005)
Разница «оба других резерва высокие − оба низкие»	−0,044*** (0,004)	−0,008*** (0,002)	−0,039*** (0,003)	−0,083*** (0,008)

Оценки получены панельной регрессией с фиксированными эффектами фирмы и года; резерв взят на конец предыдущего года. Обозначения и единицы как в таблице 2.

Источник: расчёты автора по данным RFSD
Source: compiled by the author based on RFSD

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

Свободная долговая ёмкость сопряжена с инвестициями положительно между фирмами и отрицательно внутри фирмы, поскольку вложения финансируются именно её расходованием. Межфирменный взгляд с внутрифирменным отвечают здесь на разные вопросы, и подмена одного другим недопустима. Оборотный капитал сверх нормы остаётся иммобилизованным капиталом, угнетающим отдачу в обоих измерениях. Полученные выводы уточняют распространённое в прикладном анализе отождествление резерва с устойчивостью [3; 9]. Связь реальна, однако по природе своей структурна: она отличает сильные фирмы от слабых, а не измеряет отдачу от управленческого наращивания резерва. Отсюда вытекают конкретные ориентиры для оценки устойчивости непубличной производственной фирмы. Денежный резерв служит наиболее информативным из трёх показателей, поскольку сопровождает результат сразу по всем измерениям. Свободную долговую ёмкость уместнее интерпретировать как потенциал роста, а избыточный оборотный капитал – как сигнал иммобилизованных средств, а не резерва.

Заключение

В работе оценена связь финансового резерва с результатами российских производственных фирм, причём наблюдаемая связь разложена на две составляющие – устойчивые различия между фирмами и динамику внутри отдельной фирмы. На панели обрабатывающих производств за 2013-2024 гг. установлено следующее. Денежный резерв устойчиво сопровождается более высоким ростом, рентабельностью и инвестициями при сопоставлении фирм, тогда как внутри отдельной фирмы эта связь почти не воспроизводится. Денежный резерв тем самым оказывается признаком изначально сильной компании, а не рычагом немедленного улучшения её показателей. Свободная долговая ёмкость связана с инвестициями положительно при межфирменном сопоставлении и отрицательно внутри фирмы, поскольку вложения финансируются именно её расходованием. Избыточный оборотный капитал в обоих измерениях остаётся иммобилизованным капиталом, угнетающим отдачу. Три формы резерва к тому же действуют автономно, и одновременное наличие нескольких резервов не усиливает вклад каждого.

Теоретический вклад работы состоит в пересмотре привычного отождествления более крупного резерва с большей устойчивостью. Данные показывают, что такое отождествление верно лишь как утверждение о различиях между фирмами и не переносится на отдельную компанию: накопление резерва не выводит слабую фирму на показатели сильной. Результат уточняет границы концепции финансовой гибкости применительно к непубличному корпоративному сектору и согласуется с тем, что денежный резерв в большей мере отражает накопленную силу фирмы, тогда как долговая ёмкость – её потенциал роста. Методический вклад заключается в разделении

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

структурной и динамической составляющих связи на полной совокупности производственных фирм. Прежние исследования по российским данным опирались на узкие выборки – публичные компании [5] или отдельные предприятия [6] – и не разграничивали эти два механизма, что и порождало смешение «резерва как признака» и «резерва как рычага» в эмпирических выводах.

Для практики корпоративных финансов полученные выводы означают следующее. При оценке устойчивости непубличной производственной фирмы наиболее информативным ориентиром служит денежный резерв, поскольку он сопровождает результат сразу по всем измерениям. Свободную долговую ёмкость уместнее интерпретировать как потенциал роста, а не как страховую подушку прибыльности. Избыточный оборотный капитал стоит воспринимать как сигнал замороженных средств, а не резерва. Кредитному аналитику, поставщику капитала и собственнику стоит трактовать три формы резерва раздельно, а не сводить их к единому показателю устойчивости. Ограничения исследования связаны с несколькими факторами. Работа опирается на наблюдательные данные и фиксирует связи, а не причинно-следственные эффекты, причём внутрифирменные оценки частично отражают обычную механику финансирования и оборота, а не отдачу от самого резерва. Показатели рассчитаны по данным бухгалтерской отчётности, огрубляющей экономическое содержание операций. Идентификация резерва как отклонения от нормы зависит от спецификации этой нормы, и иной выбор контрольных характеристик может изменить отдельные количественные оценки, не затрагивая общего вывода.

Перспективным направлением будущих исследований выступает учёт отраслевой неоднородности внутри обрабатывающих производств: связь резерва с результатами может различаться между подотраслями с разной капиталоёмкостью и длиной операционного цикла. Отдельный интерес представляет проверка нелинейности связи, при которой отдача от резерва убывает по мере его роста. Анализ поведения резерва вокруг резких изменений условий финансирования – ужесточения денежно-кредитной политики, санкционных шоков – позволил бы проверить, действительно ли накопленный заранее резерв смягчает последствия таких событий для отдельной фирмы.

Литература

1. Myers S.C., Majluf N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. 1984. Vol. 13, № 2. P. 187–221. https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0.

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

2. Rajan R.G., Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data // The Journal of Finance. 1995. Vol. 50, № 5. P. 1421–1460. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x.

3. Асхабова М.А., Сулейманова Д.А. Финансовая устойчивость российских предприятий в условиях санкций // Региональная и отраслевая экономика. 2023. № 6. С. 145–151. https://doi.org/10.47576/2949-1916_2023_6_145.

4. Mundlak Y. On the pooling of time series and cross section data // Econometrica. 1978. Vol. 46, № 1. P. 69–85. https://doi.org/10.2307/1913646.

5. Волков Д.Л., Никулин Е.Д. Управление оборотным капиталом: анализ влияния финансового цикла на рентабельность и ликвидность компаний // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. 2012. № 2. С. 3–32.

6. Зимина Г.А., Сахирова И.П. Чистый оборотный капитал как индикатор ликвидности станкостроительного предприятия // Вестник Восточно-Сибирского государственного университета технологий и управления. 2018. № 1 (68). С. 93–97.

7. Bondarkov S., Ledenev V., Skugarevskiy D. Russian Financial Statements Database: A firm-level collection of the universe of financial statements // Scientific Data. 2025. Vol. 12. P. 71. https://doi.org/10.1038/s41597-025-05150-1.

8. Myers S.C. The capital structure puzzle // The Journal of Finance. 1984. Vol. 39, № 3. P. 575–592. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x.

9. Denis D.J. Financial flexibility and corporate liquidity // Journal of Corporate Finance. 2011. Vol. 17, № 3. P. 667–674. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.03.006.

10. Gamba A., Triantis A. The value of financial flexibility // The Journal of Finance. 2008. Vol. 63, № 5. P. 2263–2296. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01397.x.

11. Долгов П.А. Теоретические и методологические аспекты проведения оценки финансовой гибкости российских компаний // Финансовые рынки и банки. 2023. № 8. С. 110–113.

12. Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. The determinants and implications of corporate cash holdings // Journal of Financial Economics. 1999. Vol. 52, № 1. P. 3–46. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3.

13. Almeida H., Campello M., Weisbach M.S. The cash flow sensitivity of cash // The Journal of Finance. 2004. Vol. 59, № 4. P. 1777–1804. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x.

14. Bates T.W., Kahle K.M., Stulz R.M. Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? // The Journal of Finance. 2009. Vol. 64, № 5. P. 1985–2021. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x.

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

15. Frésard L. Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings // The Journal of Finance. 2010. Vol. 65, № 3. P. 1097–1122. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01564.x.

16. Duchin R., Ozbas O., Sensoy B.A. Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis // Journal of Financial Economics. 2010. Vol. 97, № 3. P. 418–435. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.008.

17. DeAngelo H., DeAngelo L., Whited T.M. Capital structure dynamics and transitory debt // Journal of Financial Economics. 2011. Vol. 99, № 2. P. 235–261. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.09.005.

18. Frank M.Z., Goyal V.K. Capital structure decisions: Which factors are reliably important? // Financial Management. 2009. Vol. 38, № 1. P. 1–37. https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x.

19. Marchica M.-T., Mura R. Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity // Financial Management. 2010. Vol. 39, № 4. P. 1339–1365. https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01116.x.

20. Denis D.J., McKeon S.B. Debt financing and financial flexibility: Evidence from proactive leverage increases // The Review of Financial Studies. 2012. Vol. 25, № 6. P. 1897–1929. https://doi.org/10.1093/rfs/hhs005.

21. Deloof M. Does working capital management affect profitability of Belgian firms? // Journal of Business Finance & Accounting. 2003. Vol. 30, № 3-4. P. 573–588. https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008.

22. Мокина Л.С. Проблемы управления ликвидностью и рентабельностью отечественных предприятий на современном этапе // Вестник Сургутского государственного университета. 2019. № 1 (23). С. 116–124.

23. Petersen M.A., Rajan R.G. Trade credit: Theories and evidence // The Review of Financial Studies. 1997. Vol. 10, № 3. P. 661–691. https://doi.org/10.1093/rfs/10.3.661.

24. Hainmueller J. Entropy balancing for causal effects: A multivariate reweighting method to produce balanced samples in observational studies // Political Analysis. 2012. Vol. 20. № 1. P. 25–46. https://doi.org/10.1093/pan/mpr025.

References

1. Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13(2), 187–221. https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0. (In Eng.)

2. Rajan, R.G., Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. The Journal of Finance, 50(5), 1421–1460. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x. (In Eng.)

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

3. Askhabova, M.A., Suleimanova, D.A. (2023). Finansovaia ustoichivost' rossiiskikh predpriiatii v usloviiakh sanktsii [Financial sustainability of Russian enterprises under sanctions]. Regional'naia i otraslevaia ekonomika [Regional and Sectoral Economy], 6, 145–151. https://doi.org/10.47576/2949-1916_2023_6_145. (In Russ., abstract in Eng.)

4. Mundlak, Y. (1978). On the pooling of time series and cross section data. Econometrica, 46(1), 69–85. https://doi.org/10.2307/1913646. (In Eng.)

5. Volkov, D.L., Nikulin, E.D. (2012). Upravlenie oborotnym kapitalom: analiz vliianiia finansovogo tsikla na rentabel'nost' i likvidnost' kompanii [Working capital management: analysis of the impact of the financial cycle on profitability and liquidity of companies]. Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Menedzhment [Vestnik of Saint Petersburg University. Management], 2, 3–32. (In Russ., abstract in Eng.)

6. Zimina, G.A., Sakhirova, I.P. (2018). Chistyi oborotnyi kapital kak indikator likvidnosti stankostroitel'nogo predpriiatiia [Net working capital as an indicator of liquidity of a machine-tool enterprise]. Vestnik Vostochno-Sibirskogo gosudarstvennogo universiteta tekhnologii i upravleniia [Bulletin of East Siberia State University of Technology and Management], 1(68), 93–97. (In Russ., abstract in Eng.)

7. Bondarkov, S., Ledenev, V., Skugarevskiy, D. (2025). Russian Financial Statements Database: A firm-level collection of the universe of financial statements. Scientific Data, 12, 71. https://doi.org/10.1038/s41597-025-05150-1. (In Eng.)

8. Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. The Journal of Finance, 39(3), 575–592. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x. (In Eng.)

9. Denis, D.J. (2011). Financial flexibility and corporate liquidity. Journal of Corporate Finance, 17(3), 667–674. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.03.006. (In Eng.)

10. Gamba, A., Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. The Journal of Finance, 63(5), 2263–2296. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01397.x. (In Eng.)

11. Dolgov, P.A. (2023). Teoreticheskie i metodologicheskie aspekty provedeniia otsenki finansovoi gibkosti rossiiskikh kompanii [Theoretical and methodological aspects of assessing the financial flexibility of Russian companies]. Finansovye rynki i banki [Financial Markets and Banks], 8, 110–113. (In Russ., abstract in Eng.)

12. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. Journal of Financial Economics, 52(1), 3–46. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3. (In Eng.)

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.

13. Almeida, H., Campello, M., Weisbach, M.S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. The Journal of Finance, 59(4), 1777–1804. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x. (In Eng.)

14. Bates, T.W., Kahle, K.M., Stulz, R.M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? The Journal of Finance, 64(5), 1985–2021. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x. (In Eng.)

15. Frésard, L. (2010). Financial strength and product market behavior: The real effects of corporate cash holdings. The Journal of Finance, 65(3), 1097–1122. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01564.x. (In Eng.)

16. Duchin, R., Ozbas, O., Sensoy, B.A. (2010). Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis. Journal of Financial Economics, 97(3), 418–435. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.008. (In Eng.)

17. DeAngelo, H., DeAngelo, L., Whited, T.M. (2011). Capital structure dynamics and transitory debt. Journal of Financial Economics, 99(2), 235–261. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.09.005. (In Eng.)

18. Frank, M.Z., Goyal, V.K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? Financial Management, 38(1), 1–37. https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x. (In Eng.)

19. Marchica, M.-T., Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. Financial Management, 39(4), 1339–1365. (In Eng.)

20. Denis, D.J., McKeon, S.B. (2012). Debt financing and financial flexibility: Evidence from proactive leverage increases. The Review of Financial Studies, 25(6), 1897–1929. https://doi.org/10.1093/rfs/hhs005. (In Eng.)

21. Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? Journal of Business Finance & Accounting, 30(3-4), 573–588. https://doi.org/10.1111/1468-5957.00008. (In Eng.)

22. Mokina, L.S. (2019). Problemy upravleniia likvidnost'iu i rentabel'nost'iu otechestvennykh predpriiatii na sovremennom etape [Problems of liquidity and profitability management of domestic enterprises at the present stage]. Vestnik Surgutskogo gosudarstvennogo universiteta [Surgut State University Journal], 1(23), 116–124. (In Russ., abstract in Eng.)

23. Petersen, M.A., Rajan, R.G. (1997). Trade credit: Theories and evidence. The Review of Financial Studies, 10(3), 661–691. https://doi.org/10.1093/rfs/10.3.661. (In Eng.)

24. Hainmueller, J. (2012). Entropy balancing for causal effects: A multivariate reweighting method to produce balanced samples in observational studies. Political Analysis, 20(1), 25–46. https://doi.org/10.1093/pan/mpr025. (In Eng.)

© Витман Е.Д., 2026

Контент доступен под лицензией Creative Commons Attribution 4.0 License.
The content is available under Creative Commons Attribution 4.0 License.