



**С. И. ЛУЦЕНКО**  
Ведущий эксперт  
Контрольного управления  
президента Российской  
Федерации. Область научных  
интересов: корпоративное  
управление, финансирование  
компаний.

E-mail: [scorp\\_ante@rambler.ru](mailto:scorp_ante@rambler.ru)

Рассматривается влияние основных факторов на финансовую политику российских компаний. Автор исследует процесс перераспределения собственного капитала в условиях финансовых ограничений. Модели, рассматриваемые в работе, тестируются в целях выбора наиболее адекватной с точки зрения прогнозирования. Для каждой из моделей оцениваются три вида регрессий: сквозная регрессия, регрессия со случайным эффектом и регрессия с фиксированным эффектом. Задачей представленной работы является проникновение в суть финансовой политики российских компаний: происходит ли выплата дивидендов акционерам в процессе перераспределения собственного капитала или полученные доходы направляются на развитие компании (реинвестирование). Новизна представленной работы состоит в рассмотрении перераспределения собственного капитала как механизма, с помощью которого российские компании направляют доход от собственного капитала на выкуп акций и аккумуляцию прибыли для последующего реинвестирования. Перераспределение собственного капитала дает возможность резервировать компании определенный уровень долга для дальнейшего использования в качестве источника финансирования. Кроме того, рассматривается влияние иных источников финансирования в условиях финансовых ограничений. Российские компании решают проблему неблагоприятного отбора (выбор наиболее дешевого источника финансирования – прибыли). Автор отмечает, что низкая информационная асимметрия позволяет компаниям выбирать более дешевый источник финансирования. Механизм перераспределения собственного капитала дает возможность компаниям регулировать свой долговой уровень, активно корректируя структуры капитала.

#### КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:

перераспределение, прибыль, собственный капитал, структура капитала, финансовая политика, финансовые ограничения, финансовый левередж.

# Перераспределение собственного капитала VS финансовые ограничения

## Введение

Большая часть современных исследований в области структуры капитала компании основана на фундаментальной работе Миллера и Модigliани [Modigliani F., Miller M., 1958, p. 264]. Авторы выделяют компромиссную модель: компании стремятся установить целевой уровень финансового левереджа с целью сбалансировать

различные затраты (например, затраты, связанные с финансовой неустойчивостью компании, с агентскими конфликтами между менеджментом компании и собственниками), с одной стороны, и преимущества (например, налоговые льготы, снижение агентских затрат, связанных с мониторингом со стороны акционеров за действиями руководства компании) – с другой.

Майерс и Мейлаф [Myers S., Majluf N., 1984, p. 209] рассматривают иерархическую теорию, в которой компании следуют некоему иерархическому поведению при выборе источника финансирования своей хозяйственной деятельности, чтобы снизить затраты, связанные с неблагоприятным отбором (издержки при выборе того или иного источника финансирования).

На сегодняшний день ни компромиссная теория, ни иерархическая теория (как самостоятельная) не преуспели в объяснении гетерогенности структуры капитала, уровня финансового левереджа или решений в отношении выпуска ценных бумаг. Грэхем и Лири [Graham J., Leary M., 2010, p. 4] к недостаткам традиционных теорий относят неправильность оценки (выбора) зависимых и объясняющих переменных. Исследователи в области структуры капитала заключают, что типы активов и асимметричная информация являются факторами, влияющими друг на друга. Компании, обладающие преимущественно материальными (осязаемыми) активами, предпочитают более высокий уровень финансового левереджа [Myers S., 1977, p. 171]. Другими словами, низкая информационная асимметрия предоставляет возможность найти более дешевый источник финансирования. Кредитор обладает большей информацией о зданиях, сооружениях, оборудовании, и данные объекты обладают более низким риском, нежели нематериальные активы (объекты интеллектуальной собственности). Следовательно, кредитор предпочтет предоставить финансирование под активы с более низким уровнем риска [Harris M., Raviv A., 1991, p. 308].

Как замечает правоприменитель, ценность права управления компанией напрямую зависит от ее имущественного положения [Постановление Тринадцатого..., 2012]. Активы компании влияют на условия и результаты бизнеса компании в дальнейшем, а значит, и на благосостояние акционеров. Благодаря активам компании принимаются управленческие решения, направленные, прежде всего, на получение выгод от его использования в интересах акционеров [Постановление Президиума, 2011].

В данной статье рассматривается механизм перераспределения собственного капитала в условиях финансовых ограничений. При его изучении Фарре-Менса и Лунквист [Farre-Mensa J., Ljungqvist A., 2013, p. 2] акцентировали внимание на выплате доходов от дополнительной эмиссии собственного капитала (имеется в виду эмиссионный доход). Компании, осуществляющие значительные выплаты собственникам за счет эмиссионного дохода, вряд ли являются финансово ограниченными.

Необходимо пояснить позицию Фарре-Менса и Лунквиста применительно к российским реалиям. Доход, полученный от эмиссии акций, является инвестиционным ресурсом компании. В соответствии с действующим Положением по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации [Приказ Минфина, 1998] эмиссионный доход может быть получен, если стоимость размещения акций выше их номинальной стоимости при проведении дополнительной эмиссии акций. Эмиссионный доход учитывается на счете «Добавочный капитал». В действующем законодательстве нет запрета на распределение собственниками добавочного капитала между собой, поэтому у акционеров есть такая возможность.

Несмотря на то что главной целью эмиссии собственного капитала является привлечение дополнительных денежных средств в целях улучшения финансовой ситуации, в российской практике допускаются случаи, когда решение о дополнительной эмиссии акций принимается не в целях действительного привлечения денежных средств для увеличения капитала компании, поводом может стать получение одним из акционеров или их группой необоснованного корпоративного контроля над компанией в ущерб интересам других собственников. Группа акционеров (или мажоритарный собственник) стремится сохранить свое влияние на компанию (корпоративный контроль) путем создания препятствий для получения дополнительных инвестиций от других лиц. К таким помехам относится увеличение размера уставного капитала, то есть действия данной группы акционеров направлены во вред фирме, которая стремится развиваться и привлекать инвестиции [Постановление Семнадцатого..., 2013].

В данной работе рассматривается перераспределение собственного капитала как механизм, с помощью которого российские компании направляют доход от него на развитие компании (реинвестирование). Кроме того, необходимо объяснить, как в условиях финансовых ограничений данный механизм позволяет компании пассивно накапливать прибыль с целью сократить финансовый левередж [8, стр. 52]. За счет перераспределения собственного капитала компания может поддерживать долг на некотором уровне для дальнейшего использования в качестве источника финансирования (о проблеме долгового консерватизма см.: [Minton B., Wruck K., 2001]). Наряду с данным механизмом необходимо рассмотреть влияние иных источников финансирования в условиях финансовых ограничений. Следует пояснить, что перераспределение собственного капитала не обязательно сопряжено с влиянием

финансовых ограничений, поскольку российские компании стремятся активно регулировать свою структуру капитала.

## Методология исследования и описание выборки

В представленной работе рассматриваются две спецификации (модели) и особенности их выбора. Первая спецификация является общей, в ней зависимой переменной является финансовый левередж, а объясняющими переменными являются прибыльность, осязаемость активов, величина компании и показатель инвестиционных возможностей. Данная модель была заимствована у Франк и Гойала [Frank M., Goyal V., 2008, 2007]. Вторая спецификация позволяет оценить механизм перераспределения собственного капитала в условиях финансовых ограничений.

Для рассмотрения влияния объясняющих (независимых) переменных на финансовую политику и процесса перераспределения собственного капитала на финансовые ограничения были отобраны 25 публичных российских компаний из 10

отраслей (подотраслей) экономики. Это сельское хозяйство (производство, переработка и реализация сельскохозяйственной продукции), нефтегазовый комплекс (нефтяная и газовая промышленность), пищевая промышленность (производство солода и пива), черная и цветная металлургия, машиностроение (производство частей и принадлежностей автомобилей и двигателей), электроэнергетика, строительство (производство общестроительных работ), торговля (оптовая торговля металлами и металлическими рудами), транспорт (транспортирование по трубам, морской транспорт), телекоммуникации (электросвязь). Наличие наблюдения – с 2009 по 2012 год. Выборка осуществлялась среди крупных компаний с суммарным объемом доходов более 1 млрд руб. и активами более 100 млн руб. [Приказ ФНС, 2007], что соответствует принципам международных стандартов финансовой отчетности. Акции компаний котируются на бирже, а значит, они могут свободно выбирать источники финансирования. Информация о компаниях была получена из годовых (финансовых) отчетов, отчетов эмитентов,

а также данных на их собственных сайтах. Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета Stata.

Таблица 1

Зависимые переменные моделей

Зависимая переменная	Описание зависимой переменной и алгоритм расчета
$\frac{D}{A}$	Финансовый левередж, который определяется как отношение общей задолженности $D$ к общей величине активов компании $A$
$KZ\_Index$	Индекс Каплана – Зингалеса основан на оценочных показателях, которые влияют на финансовое положение компании, определяется: $KZ\_Index = -1,002 * CashFlow + 0,283 * MTB + 3,139 * Debt - 39,368 * Dividends - 1,315 * Cash$ , где $CashFlow$ – отношение денежных средств от операционной деятельности к общей величине активов; $MTB$ – отношение рыночной капитализации к стоимости собственного капитала по балансовой оценке; $Debt$ – отношение общей задолженности к общей величине активов компании; $Dividends$ – отношение дивидендных выплат к общей величине активов; $Cash$ – отношение денежных средств по бухгалтерскому балансу к общей величине активов. Более высокое значение показателя предполагает, что компания является финансово ограниченной. Финансовые ограничения возникают вследствие фрикций в отношении предложения капитала – асимметрия в отношении достоверности информации между инвесторами и компанией. Менеджмент компании обладает большей информацией, нежели инвестор [Tirole J., 2006, p. 26]. Другими словами, затраты от привлечения долгового капитала или эмиссии собственного капитала могут существенно отличаться от альтернативных издержек внутреннего финансирования.

## Описание переменных

**Отбор независимых переменных для оценки их влияния на финансовые решения (модель 1).** В литературе по структуре капитала рассматривается много факторов, которые могут влиять на финансовые решения компании, например уровень дивидендных выплат, ожидаемая инфляция, расходы компании на исследования и разработки, дифференциация по величине доли (акций) владения в компании (мажоритарный собственник) и т. п. Франк и Гойал [Frank M., Goyal V., 2007, p. 3] показали, что существенны прибыльность, осязаемость, величина компании и инвестиционные возможности (отношение рыночной капитализации к балансовой стоимости собственного капитала компании). В дальнейшем при тестировании модели данный аспект будет подтвержден.

**Отбор независимых переменных для оценки перераспределения собственного капитала в условиях финансовых ограничений.** В качестве ориентира взята модель [Farré-Mensa J., Ljungqvist A., 2013], но сделан акцент на том, что при получении дохода от дополнительной эмиссии российская компания ставит своей це-

Таблица 2

Описательная статистика показателей структуры капитала и финансовых ограничений

Характеристики выборки	Показатель структуры капитала	
	$\frac{D}{A}$	$KZ\_Index$
Средняя	0,503	1,766
Стандартное отклонение	0,183	6,104
Значение: минимальное	0,204	-13,810
максимальное	1,000	53,830

люю выкупить собственный капитал и аккумулировать прибыль для последующего реинвестирования, а не выплачивать дивиденды.

При оценке двух моделей в качестве зависимых переменных были взяты финансовый левередж и индекс Каплана – Зингалеса – показатель, который характеризует финансовое положение компании (данный показатель является самым популярным и достаточно легко рассчитывается по доступным бухгалтерским источникам информации). Описание зависимых переменных представлено в табл. 1. Статистический анализ по выбранным зависимым переменным представлен в табл. 2. Для средней российской публичной компании показатель финансовых ограничений составляет 1,766, показатель финансового левереджа – 0,503 (колебания от 0,204 до 0,100). Другими словами, такая компания использует собственный и заемный капитал практически в равных пропорциях. Показатель финансовых ограничений ближе к значению 2 и вполне разумен (нижняя граница показателя).

Описание независимых переменных представлено в табл. 3. Они позволяют менеджменту российских компаний делать разумный выбор с учетом стоимости источников финансирования.

## Оценка и анализ моделей

Модель влияния факторов на структуру капитала (уровень финансового левереджа) выглядит:

$$\left(\frac{D}{A}\right)_{i,t} = a_0 + a_1 (ROA)_{i,t-1} + a_2 \left(\frac{PPE}{A}\right)_{i,t-1} + a_3 (Ln(Assets))_{i,t-1} + a_4 (MTB)_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t},$$

где  $i, t$  – период времени  $t$  для компании  $i$ ;  $a_0$  – свободный член регрессионного уравнения;  $a_1, a_2, a_3, a_4$  – коэффициенты регрессионного уравнения соответствующих переменных,  $\varepsilon$  – ошибка регрессионного уравнения.

При анализе панельных данных для каждой модели оцениваются три вида регрессий: сквозная (Pooled), регрессия со случайным эффектом (RE) и регрессия с фиксированным эффектом (FE). Когда выполняли сравнение с моделью с фиксированными эффектами, для тестирования модели на основе сквозной регрессии использовали тест Вальда. Если такую модель сравнивали

с моделью со случайными эффектами, применяли тест Бройша – Пагана. Наконец, для тестирования модели со случайными эффектами при сравнении с моделью с фиксированными эффектами использовался тест Хаусмана. Тестирование проводилось для выбора наиболее адекватной моде-

Факторы (независимые переменные) моделей

Независимая переменная	Описание и алгоритм расчета
$ROA$	Рентабельность (прибыльность) активов, %, определяется как отношение прибыли после налогообложения к общей величине активов. Данный показатель определяет корпоративную финансовую политику (накопление прибыли для последующего выкупа собственного капитала). Кроме того, прибыльность влияет на финансовый левередж посредством увеличения собственного капитала. Данный показатель является лагированным. Лаг составляет один год
$\frac{PPE}{A}$	Осязаемость активов (коэффициент) определяется как отношение основных средств к общей величине активов компании, используется для оценки имущественного обеспечения компании при заимствованиях на долговых рынках. Показатель связан с информационной асимметрией, то есть позволяет оценивать стоимость привлеченного капитала. Он также является лагированным. Лаг составляет один год
$Ln(Assets)$	Натуральный логарифм общей величины активов компании является индикатором финансового ограничения компании, а также связан с неблагоприятным отбором (выбор источников финансирования с точки зрения их стоимости). Показатель является лагированным. Лаг составляет один год
$MTB$	Показатель, характеризующий инвестиционные возможности компании, рассчитывается как отношение рыночной капитализации к стоимости собственного капитала по балансовой оценке с учетом лага. Лаг составляет один год.
$Equity\_Iss$	Изменение собственного капитала определяется как отношение значения собственного капитала минус значение нераспределенной прибыли (если нераспределенная прибыль имеет отрицательное значение, тогда его принимают равным нулю) к общей величине активов компании. Расчет данного показателя см.: [Ferre-Mensa J., Jungqvist A., 2013]. Показатель является очень важным, поскольку отвечает за процесс перераспределения собственного капитала (использование доходов от дополнительной эмиссии акций или накопленной прибыли для последующего их выкупа). Кроме того, он позволяет понять логику принятия финансовых решений компании, в том числе в ситуации финансовых ограничений, при выборе источников финансирования
$Sources\_F$	Прочие источники финансирования. Данный показатель рассчитывается как отношение изменения задолженности компании плюс величина прибыли после налогообложения плюс амортизация к общей величине активов компании

Таблица 3

ли, соответствующей представленным данным. Его результаты представлены в табл. 4 и 5.

Полученные результаты позволяют сделать вывод, что при оценке влияния факторов на финансовую политику российских компаний наиболее адекватна модель со случайными эффектами (индивидуальные эффекты публичных российских компаний не связаны с выбранными независимыми переменными). Показатели прибыльности и осязаемости активов имеют 5%-ный уровень значимости.

Отрицательная связь между прибылью и финансовым левереджем говорит о том,



Модель, рассматривающая влияние факторов на структуру капитала

Независимая переменная	Модель					
	Сквозная модель		Регрессия с фиксированным эффектом		Регрессия со случайным эффектом	
	Коэффициент	Станд. ошибка	Коэффициент	Станд. ошибка	Коэффициент	Станд. ошибка
ROA	− 0,007 (− 4,09) *	0,007	−0,005 (− 2,66)	0,002	−0,007 (− 4,03)	0,002
$\frac{PPE}{A}$	− 0,394 (− 4,38)	0,09	−0,372 (− 2,79)	0,133	−0,388 (− 3,74)	0,104
Ln(Assets)	− 0,022 (− 2,27)	0,01	−0,0001 (− 0,01)	0,013	−0,013 (− 1,16)	0,001
MTB	0,001 (1,85)	0,008	0,001 (1,80)	0,001	0,001 (1,92)	0,007
Константа	1,032 (8,11)	0,127	0,739 (4,10)	0,180	0,917 (6,33)	0,145
Количество наблюдений	84	—	84	—	84	—
Коэффициент детерминации (R2)	48,56	—	20,49	—	—	—
F-статистика	18,64	—	4,45	—	—	—
Статистика Вальда (Wald chi2)	—	—	—	—	44,10	—
* В круглых скобках представлена t (z)-статистика						

Выбор спецификации модели на предмет адекватности прогнозирования

Показатель	Тест Вальда	Тест Бройша – Пагана	Тест Хаусмана
Статистика p-value	2,85 (0,005)	8,07 (0,002)	2,35 (0,6716)
Закключение	Регрессия с фиксированным эффектом предпочтительнее сквозной регрессии	Регрессия со случайным эффектом предпочтительнее сквозной регрессии	Регрессия со случайным эффектом предпочтительнее регрессии с фиксированным эффектом

что российские компании пассивно накапливают прибыль для последующего выкупа собственного капитала или долга, регулируя целевой уровень задолженности. Данная позиция соответствует логике работ [Kayhan A., Titman S., 2007, p. 14; Strebulaev I., 2007, p. 1771]. В свою очередь, отрицательная связь между осязаемостью активов и финансовой политикой компании характеризуется наличием низкой информационной асимметрии в отношении имущества компании, которая

$$(KZ\_Index)_{i,t} = a_0 + a_1(Equity\_Issuance)_{i,t} + a_2(Sources\_Funds)_{i,t} + a_3(Ln(Assets))_{i,t} + \varepsilon_{i,t}.$$

позволяет последней решать проблему неблагоприятного отбора – выбора наиболее дешевого источника финансирования [Harris M., Raviv A., 1991, p. 308]. В нашем случае в таком качестве выступает прибыль. Скорее всего, российские компании будут следовать иерархической теории: в первую очередь выберут прибыль, потом перейдут к долговому финансированию и завершат процесс эмиссии акций.

Некоторые авторы рассматривают ситуацию между осязаемостью активов и финансовым левереджем по-другому и используют гипотезу о том, что имущественное обеспечение поддерживает долг (служит залогом), а значит, связано с увеличением финансового левереджа [Frank M., Goyal V., 2008; 2007, p. 14]. Мы не можем согласиться с данной гипотезой, поскольку в российских реалиях менеджмент компании иногда намеренно увеличивает активы (например, выпускает векселя) и не заинтересован в создании ликвидного имущества [Постановление ФАС, 2012]. В результате складывается ситуация информационной асимметрии (необъективная оценка имущественного обеспечения, которое является неликвидным) при обращении к заимствованиям.

Рассмотрение модели, оценивающей процесс перераспределения собственного капитала в условиях финансовых ограничений, требует упоминания о позиции правоприменителя. Акционерные общества нацелены на объединение капиталов. Предполагается, что все акционеры должны действовать слаженно, соблюдая правила корпоративной этики, доверяя друг другу, в интересах стабильной работы предприятия, способного конкурировать с иными участниками гражданского оборота. Недопустима ситуация, когда возникают внутрикорпоративные конфликты из-за того, что одни акционеры необоснованно получают определенный приоритет: мажоритарный собственник, злоупотребляя правами, считает, что выплата дивидендов является нецелесообразной. Компания должна реинвестировать свои доходы. При этом он препятствует выплате дивидендов по акциям, стремясь тем самым сохранить за собой корпоративный контроль над компанией [Постановление Пятнадцатого..., 2013].

Модель оценки перераспределения собственного капитала в условиях финансовых ограничений выглядит:

Как и в случае с моделью, рассматривающей влияние факторов на структуру капитала, для модели оценки перераспределения собственного капитала (анализ панельных данных) оцениваются три вида регрессий. Модель тестируется для вы-

бора наиболее адекватной регрессии. Результаты оценки представлены в табл. 6 и 7.

Полученные результаты позволяют сделать вывод, что при оценке процесса перераспределения собственного капитала в условиях финансовых ограничений наиболее адекватна модель со сквозной регрессией (основная гипотеза). Показатели изменения собственного капитала и прочие источники финансирования имеют 5%-ный уровень значимости.

Отрицательная связь между изменением собственного капитала (процесс перераспределения капитала) и показателем финансовых ограничений говорит о том, что публичные российские компании предпочитают не выплачивать дивиденды из доходов, генерируемых собственным капиталом (в том числе за счет дополнительной эмиссии акций – эмиссионного дохода), а накапливать прибыль (инвестировать в компанию) и выкупать собственный капитал.

Данная позиция противоречит позиции Фарре-Менсы и Лунквиста [Farre-Mensa J., Ljungqvist A., 2013, р. 24], которые идентифицируют положительную связь между данными показателями и заключают, что увеличивающиеся доходы компаний от дополнительной эмиссии собственного капитала связаны с существенным увеличением выплат (в частности, в виде дивидендов). Другими словами, реализуя процесс перераспределения собственного капитала, компания предполагает, что у нее нет финансовых ограничений. Они также делают оговорку, что отсутствие перераспределения собственного капитала является необходимым, но недостаточным условием для финансовых ограничений.

Мы согласны с позицией Франка и Гойала [Frank M., Goyal V., 2011, р. 13], которые отмечают, что компании накапливают прибыль, в том числе за счет эмиссионного дохода, с целью выкупить собственный капитал в дальнейшем. О том же свидетельствует отрицательная связь между показателем «прочие источники финансирования» и показателем «финансовые ограничения». Российские компании финансируют свою деятельность путем обращения к внутренним источникам, например прибыли (источнику номер один для капитальных расходов). Представленная логика соответствует позиции Чена и Жао [Chen L., Zhao X., 2004, р. 11].

Кроме того, российские компании разрешают проблему неблагоприятного отбора (выбор наиболее дешевого источника финансирования – прибыли). Процесс перераспределения собственного капитала позволяет создавать резерв долга для дальнейшего его использования в качестве источника финансирования.

**Таблица 6**  
*Модель, рассматривающая процесс перераспределения собственного капитала в условиях финансовых ограничений*

Независимая переменная	Модель					
	Сквозная модель		Регрессия с фиксированным эффектом		Регрессия со случайным эффектом	
	Коэффициент	Станд. ошибка	Коэффициент	Станд. ошибка	Коэффициент	Станд. ошибка
<i>Equity_Issuance</i>	– 6,358 (– 2,02) *	3,154	–9,028 (– 2,10)	4,29	–6,358 (– 2,02)	3,154
<i>Sources_Funds</i>	– 34,469 (– 3,90)	8,839	–35,148 (– 2,31)	15,205	–34,469 (– 3,90)	8,839
<i>Ln(Assets)</i>	– 0,203 (– 0,49)	0,413	–0,136 (– 0,21)	0,636	–0,203 (– 0,49)	0,413
Константа	9,845 (1,84)	5,363	9,58 (1,15)	8,364	9,845 (1,84)	5,363
Количество наблюдений	84	—	84	—	84	—
Коэффициент детерминации (R <sup>2</sup> ), %	16,67	—	8,93	—	—	—
F-статистика	5,33	—	2,29	—	—	—
Статистика Вальда (Wald chi <sup>2</sup> )	—	—	—	—	16,00	—

\* В круглых скобках представлена t (z)-статистика.

## Заключение

Российские публичные компании используют процесс перераспределения собственного капитала для последующей капитализации компании (реинвестиция доходов от собственного капитала). Перераспределение собственного капитала в условиях финансовых ограничений позволяет аккумулировать прибыль, регулируя в последующем свой целевой уровень задолженности, проводя превентивные меры в отношении ситуации финансовой неустойчивости.

Наличие низкой информационной асимметрии в отношении имущественного обеспечения дает возможность решать проблему выбора ис-

**Таблица 7**  
*Выбор спецификации модели на предмет адекватности прогнозирования*

Показатель	Тест Вальда	Тест Бройша – Пагана	Тест Хаусмана
Статистики p-value	0,7 (0,725)	0,00 (1,000)	1,05 (0,7903)
Заключение	Сквозная регрессия предпочтительнее регрессии с фиксированным эффектом	Сквозная регрессия предпочтительнее регрессии со случайным эффектом	Регрессия со случайным эффектом предпочтительнее регрессии с фиксированным эффектом

точников финансирования (неблагоприятный отбор), в чем проявляется следование иерархической теории оптимального финансирования. Наконец, приоритетом финансовой политики российских компаний является не выплата дохо-

дов акционерам, а накопление резерва для последующего выкупа акций. Тем самым российские компании стремятся аккумулировать (накапливать) прибыль для последующей корректировки своей структуры капитала.

1. Луценко С. Природа влияния собственного капитала на финансовую политику российских компаний // Финансовый менеджмент. 2013. № 3. С. 40–53.
2. Постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 4. 02.11.2010 № 8366/10 // Вестник ВАС РФ. 2011. № 2.
3. Постановление Тринадцатого арбитражного апелляционного суда от 25.06.2012 по делу № А56–60825/2009 // КонсультантПлюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=RAPS013;n=99502>.
4. Постановление Пятнадцатого арбитражного апелляционного суда от 29.07.2013 № 15АП-9813/2013 по делу № А53–3054/2013 // КонсультантПлюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=RAPS015;n=56501;dst=0;ts=FD55AF653EF091452C8ABB0CA8C0EA0E;rnd=0.33999235881492496>.
5. Постановление Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 17.10.2013 № 17АП-11496/2013-ГК по делу № А60–14461/2013 // КонсультантПлюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=RAPS017;n=97953;dst=0;ts=FFC980417CB8910D13FB9AC633B9E540;rnd=0.296097360085696>.
6. Постановление ФАС Северо-Западного округа от 17.10.2012 по делу № А56–60825/2009 // КонсультантПлюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=ASZ;n=138717.5>.
7. Приказ ФНС России от 16.05.2007 № ММ-3–06/308@ (в редакции от 27.06.2012 № ММБ-7–2/428@) // Экономика и жизнь. 2007. № 23.
8. Приказ Минфина РФ от 29.07.1998 № 34н (ред. от 24.12.2010) // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. 1998. № 23.
9. Chen L., Zhao X. Profitability, Mean Reversion of Leverage Ratios, and Capital Structure Choices // Working Paper Michigan State University and Kent State University. 2004. P. 1–42.
10. Farre-Mensa J., Ljungqvist A. Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints? // Working Paper Harvard Business School and Stern School of Business New York University and NBER. 2013. P. 1–30.
11. Frank M., Goyal V. Trade-off and pecking order theories of capital structure // Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. New York: Elsevier Science/North-Holland. 2008. Vol. 2. P. 135–197.
12. Frank M., Goyal V. Capital structure decisions: Which factors are reliably important? // Working Paper University of Minnesota and Hong Kong University of Science and Technology. 2007. P. 1–59.
13. Frank M., Goyal V. The Profits-Leverage Puzzle Revisited // Working Paper University of Minnesota and HKUST. 2011. P. 1–42.
14. Graham J., Leary M. A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future // Working Paper Duke University and Washington University. 2010. P. 1–59.
15. Harris M., Raviv A. The theory of capital structure // Journal of Finance. 1991. N 44. P. 297–355.
16. Kayhan A., Titman S. Firms' histories and their capital structures // Journal of Financial Economics. 2007. N 83. P. 1–32.
17. Minton B., Wruck K. Financial conservatism: Evidence on capital structure from low leverage firms // Working Paper University of Ohio. 2001. P. 1–42.
18. Modigliani F., Miller M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment // American Economic Review. 1958. N 48. P. 261–297.
19. Myers S. Determinants of corporate borrowing // Journal of Financial Economics. 1977. N 5. P. 147–175.
20. Myers S., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. 1984. N 13. P. 187–221.
21. Strebulaev I. Do tests of capital structure mean what they say? // Journal of Finance. 2007. N 62. P. 1747–1787.
22. Tirole J. The Theory of Corporate Finance. Princeton: Princeton University Press, 2006. 644 p.