



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

E-mail: scorp_ante@rambler.ru

Рассматривается влияние макроэкономических факторов и характеристик компании на решения, связанные с ее финансированием (источники финансирования, выбор модели оптимального финансирования). Экономическая политика государства обуславливает решения относительно структуры капитала компании в целях капитализации ее стоимости. Представлены причины популярности иерархической теории оптимального финансирования у публичных российских компаний. По аналогии с публичными компаниями государство в области долговой политики также придерживается иерархической теории.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:

структура капитала, финансовый левередж, шок, эмиссионная деятельность.

Рефлексия изменения структуры капитала компаний в ответ на макроэкономическую политику государства

Введение

В силу принципа свободы экономической деятельности компания самостоятельно осуществляет свою политику в области структуры капитала (выбора источников финансирования, способов их привлечения) на свой риск и вправе самостоятельно и единолично оценивать ее эффективность [3, 4]. Правоприменитель не вправе проверять экономическую целесообразность решений, принимаемых менеджментом компании, который обладает самостоятельностью и широкой дискрецией в сфере бизнеса, поскольку в силу рискового характера такой деятельности существуют объективные пределы в отношении совершения деловых просчетов [13].

Такие категории, как платежеспособность, ликвидность, финансовая неустойчивость, относятся к факторам экономического риска компании

при реализации корпоративной политики в области структуры капитала [17]. Судья Европейского суда по правам человека А. Ю. Бушев в Постановлении Европейского суда по правам человека [12] отмечает, что реализация предпринимательской деятельности на собственный риск предполагает согласие коммерческой организации в лице ее органов управления (менеджмента, акционеров) на различные последствия, связанные с условиями неопределенности, включая несовершенство законодательства. Последствия такой неопределенности могут быть положительными или отрицательными. Факторы, которые могут повлиять на структуру капитала компании, сильно дифференцируются, и их очень сложно идентифицировать. К ним можно отнести: долговую политику (доходность государственных ценных бумаг), макроэкономическую политику (уровень инфляции,

рост валового внутреннего продукта), налоговую политику (ставка налога на прибыль) государства.

Дж. Грэхэм, М. Лири и М. Робертс [30] пытались объяснить изменения корпоративной политики в области структуры капитала с помощью макроэкономических инструментариев со стороны государства. Другие ученые объясняли изменения структуры капитала влиянием характеристик компании [31, р. 297; 27–29].

Цель представленной работы состоит в идентификации политики компании в области структуры капитала. Для этого используется подход, который учитывает не только макроэкономические факторы и стандартный набор контрольных переменных характеристик компании, но и основополагающие факторы: промышленный уровень финансового левереджа – предсказатель будущей финансовой политики [26, р. 1] и показатель шока, оказывающий влияние на источники финансирования с точки зрения их стоимости [25, р. 19; 32, с. 2575]. В представленной работе проанализированы российские публичные компании, соответствующие принципам МСФО. Результаты исследования позволяют оценить не только их политику в области структуры капитала, но и долговую политику национального государства.

Представленная работа рассматривает влияние макроэкономических показателей и характеристик компании на финансовую политику (структуру капитала). В частности, положительная связь между уровнем финансового левереджа и ростом ВВП характеризует не только благоприятную возможность у компании привлекать долговое финансирование, но и положительные тенденции в экономике государства, например возможности привлечения долгового финансирования на внешних рынках, регулируя доходность по государственным ценным бумагам, но не допуская перегрева экономики. Создается ситуация конвергенции, когда сближаются корпоративная политика и долговая политика государства. Особенностью конвергенции между государством (при наличии дефицита федерального бюджета) и публичной компанией (потребность в долгом финансировании) является конкуренция между данными акторами за фонды инвестора на долгом рынке [30]. Итак, благоприятная ситуация в макроэкономике является фактором, влияющим на структуру капитала компании.

Другим фактором, от которого зависит корпоративная политика в области структуры капитала, является налоговая политика государства. При уменьшении ставки налога на прибыль компании прибегают к финансированию за счет эмиссии акций. Необходимо отметить, что, принимая решения в отношении финансовой поли-

тики, компания должна учитывать возможные подозрения со стороны фискальных органов в получении налоговой выгоды (проценты за пользование долгового капитала уменьшают налогооблагаемую базу при расчете налога на прибыль). Как отмечает президиум Высшего арбитражного суда Российской Федерации в своих постановлениях, компании самостоятельно выбирают способы достижения результата по своей хозяйственной деятельности [16, 10]. В п. 9 постановления Пленума Высшего арбитражного суда Российской Федерации от 12.10.2006 № 53 [15] отмечается, что обоснованность получения налоговой выгоды не может быть поставлена в зависимость от способов привлечения капитала для ведения экономической деятельности (использование собственного, заемного капитала, эмиссия ценных бумаг, увеличение уставного капитала и т. п.).

Наконец, на политику компании в области структуры капитала влияют издержки корректировки, индикатором которых выступает показатель шока. Кроме того, фактор долгового наведения влияет на финансовую политику компании (уровень долга по отношению к совокупным активам является угрожающим). В данном случае индикатором долга служит показатель промышленного уровня финансового левереджа.

Результаты исследования позволяют совместить и оценить макроэкономическую (долговую) политику государства и корпоративную финансовую политику.

На первом этапе рассматривается влияние макроэкономических показателей и характеристик компании на структуру капитала. На втором этапе анализируется влияние вышеприведенных показателей на активность эмиссионной деятельности компании.

Оценка моделей

Для рассмотрения влияния макроэкономических факторов и особенностей компании на финансовую политику (структуру капитала), эмиссионную деятельность были взяты следующие независимые переменные – макроэкономические показатели: эффективная доходность по выпуску государственных краткосрочных облигаций и облигаций федеральных займов (ГКО-ОФЗ) (индикатор рыночного портфеля, % годовых), индекс потребительских цен (уровень инфляции), темп прироста ВВП и ставка налога на прибыль организаций. К характеристикам компании относятся: рентабельность активов, осязаемость активов, показатель роста (коэффициент Q Тобина), промышленный уровень финансового левереджа и показатель шока. Были отобраны 15 публич-

Зависимые переменные спецификаций

| Зависимая переменная | Описание и порядок расчета |
|----------------------|--|
| $\frac{D}{A}$ | Финансовый левередж, который определяется как отношение общей задолженности к общей величине активов компании |
| <i>Debt _ Iss</i> | Показатель изменения долгового капитала, который рассчитывается как отношение изменения совокупных обязательств к общей величине активов на начало периода |
| <i>Equity _ Iss</i> | Показатель изменения собственного капитала, который определяется как отношение изменения собственного капитала к общей величине активов на начало периода |

Таблица 1

ных российских компаний из 10 отраслей (подотраслей) экономики: сельское хозяйство (производство, переработка и реализация сельскохозяйственной продукции), нефтегазовый комплекс (нефтяная и газовая промышленность), пищевая промышленность (производство солода и пива), металлургия (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, деятельность морского транспорта), телекоммуникации (деятельность в области электросвязи). Период наблюдения – с 2006 по 2012 год. Выборка осуществ-

Независимые переменные спецификаций

| Независимая переменная | Описание и порядок расчета |
|--------------------------|---|
| <i>GKO – OFZ _ Yield</i> | Эффективная доходность по выпускам ГКО-ОФЗ (индикатор рыночного портфеля, % годовых). Включение показателя доходности по государственным ценным бумагам позволяет идентифицировать возможности государства к заимствованиям (с учетом стоимости привлечения долгового капитала) |
| <i>Inflation</i> | Индекс потребительских цен (уровень инфляции, % по отношению к индексу декабря предыдущего года). Более высокий уровень инфляции съедает часть долга |
| <i>GDP _ Growth</i> | Темп прироста валового внутреннего продукта, %. Данный показатель позволяет оценить долговую политику государства |
| <i>Corp _ Tax _ Rate</i> | Ставка налога на прибыль организаций, %. До 1 января 2009 года ставка налога на прибыль составляла 24%. Для смягчения негативных последствий мирового финансового кризиса с 1 января 2009 года снижена до 20% (аргумент снижения ставки налога см. [8]). Представленный показатель позволяет оценить налоговый климат в стране, а также реакцию компаний при снижении налогового бремени |
| <i>ROA</i> | Рентабельность (прибыльность) активов, %, определяется как отношение прибыли после налогообложения к общей величине активов. Данный показатель определяет корпоративную финансовую политику (накопление прибыли для последующего выкупа долга) |
| $\frac{PPE}{A}$ | Осязаемость активов (коэффициент) определяется как отношение основных средств к общей величине активов компании. Осязаемость активов используется для оценки имущественного обеспечения компании при заимствованиях на долговых рынках |
| $\frac{M}{B}$ | Показатель Q Тобина (коэффициент) (показатель роста или инвестиционных возможностей) рассчитывается как отношение рыночной стоимости компании (рыночной капитализации) к величине собственного капитала по балансовой оценке. Показатель роста влияет на финансовые решения компании (позволяет идентифицировать выбор теории оптимального финансирования) |
| $Ind(\frac{D}{A})$ | Медианное значение промышленного финансового левереджа (коэффициент) рассчитывается для каждой отрасли экономики в отдельности (период охвата четыре года) как отношение общей задолженности к общей величине активов компании. Медианное значение промышленного финансового левереджа является важной, если не главной составляющей в определении структуры капитала [26, р. 1] |
| <i>Equity _ Shock</i> | Показатель шока определяется как стандартное среднеквадратическое отклонение (СКО) в отношении доходности собственного капитала по рыночной оценке (рыночная капитализация) (коэффициент). Во-первых, необходимо рассчитать доходность собственного капитала как отношение прибыли после налогообложения к рыночной капитализации. Во-вторых, нужно произвести расчет доходности собственного капитала за предыдущие четыре года (в силу волатильности российского фондового рынка). В-третьих, следует определить стандартное отклонение. В данном случае необходимо учитывать: большой шок в отношении влияния на собственный капитал определяется как не менее 2 СКО в отношении доходности собственного капитала [32, р. 2575]. Данный показатель позволяет оценить действия компании в отношении выбора источников финансирования с учетом постоянных издержек корректировки |

Таблица 2

влялась среди крупных компаний с суммарным объемом полученных доходов более 1 млрд руб. и активами более 100 млн руб. [2], соответствующими принципам МСФО. Информация о компаниях собрана по годовым финансовым отчетам, отчетам эмитентов, а также данным, полученным на корпоративных сайтах. Данные о макроэкономических параметрах были взяты из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс». Проведен анализ выборки на наличие выбросов (резко выделяющихся наблюдений), в результате которого исключены семь наблюдений. В результате были улучшены характеристики регрессионных уравнений.

Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета *Matruxer*, разработанного на экономическом факультете Новосибирского государственного университета А. А. Цыплаковым. В настоящей работе проверка моделей проводилась с помощью инструмента регрессии «Линейная регрессия» (обычный метод наименьших квадратов) программы *Matruxer*. Для предотвращения несостоятельности оценок качества регрессионных моделей (автокорреляция ошибок) выполнена проверка временных рядов на стационарность с помощью критерия Дики – Фуллера. При отсутствии стационарности для исследования взаимосвязей, так как ряды оказались интегрированными первого порядка, выполнен переход к первым разностям (абсолютным приростам). Другими словами, если не учитывать автокорреляцию остатков (серийную корреляцию), отмечается потеря эффективности (оценки регрессионных уравнений получаются менее точными).

Набор независимых контрольных переменных (макроэкономические показатели и индивидуальные характеристики компании) был заимствован у Дж. Грэхема, М. Лири и М. Робертса [30]. В отличие от их моделей, разработанные, представленные в настоящей статье, имеют некоторые особенности. В представленные регрессионные уравнения включены промышленный уровень финансового левереджа и показатель шока. М. Франк и В. Гойал [26, р. 1] отметили, что медианное значение промышленного финансового левереджа является единственной объясняющей переменной для компании среди всех 25 переменных, с ее помощью можно оценить решения компании, связанные с финансированием. Медианный уровень финансового левереджа является мощным определителем, благодаря ему компании могут отслеживать свой уровень структуры капитала, периодически корректируя ее и избегая проблемы, связанной с долговым нависанием (финансовой неустойчивостью). Включение показателя шока позволит

оценить его влияние на величину собственного капитала (наличие постоянных издержек корректировки [25, р. 19]). Показатель шока является сигналом к тому, что из-за издержек корректировки компании необходимо постоянно регулировать свою структуру капитала и отслеживать долговую проблему.

Для анализа влияния на структуру капитала и эмиссионную деятельность в качестве зависимых переменных были взяты показатели финансового левереджа, эмиссий собственного капитала и долгового капитала. Описание зависимых переменных представлено в табл. 1.

При анализе влияния на структуру капитала и эмиссионную деятельность независимые (объясняющие) переменные были взяты у Грэхема, Лири и Робертса [30]. Независимые переменные перечислены в табл. 2.

Спецификации (регрессионные модели)

Модель, которая рассматривает влияние макроэкономических факторов и контрольных характеристик на структуру капитала, имеет вид

$$\begin{aligned} \left(\frac{D}{A}\right)_{i,t} = & a_0 + a_1(GKO - OFZ_Yield)_t + a_2(Inflation)_t + \\ & + a_3(GDP_Growth)_t + a_4(Corp_Tax_Rate)_t + \\ & + a_5(ROA)_{i,t} + a_6\left(\frac{PPE}{A}\right)_{i,t} + a_7\left(\frac{M}{B}\right)_{i,t} + a_8\left(Ind\left(\frac{D}{A}\right)\right)_t + \\ & + a_9(Equity_Shock)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned}$$

Модели, которые рассматривают влияние контрольных переменных на эмиссионную деятельность российских компаний, выглядят так:

$$\begin{aligned} (Debt_Iss)_{i,t} = & b_0 + b_1(GKO - OFZ_Yield)_t + b_2(Inflation)_t + \\ & + b_3(GDP_Growth)_t + b_4(Corp_Tax_Rate)_t + b_5(ROA)_{i,t} + \\ & + b_6\left(\frac{PPE}{A}\right)_{i,t} + b_7\left(\frac{M}{B}\right)_{i,t} + b_8\left(Ind\left(\frac{D}{A}\right)\right)_t + b_9(Equity_Shock)_{i,t} + \gamma_{i,t}; \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} (Equity_Iss)_{i,t} = & c_0 + c_1(GKO - OFZ_Yield)_t + c_2(Inflation)_t + \\ & + c_3(GDP_Growth)_t + c_4(Corp_Tax_Rate)_t + c_5(ROA)_{i,t} + \\ & + c_6\left(\frac{PPE}{A}\right)_{i,t} + c_7\left(\frac{M}{B}\right)_{i,t} + c_8\left(Ind\left(\frac{D}{A}\right)\right)_t + c_9(Equity_Shock)_{i,t} + \lambda_{i,t}, \end{aligned}$$

где i, t – период времени t для компании i ; a, b и c – коэффициенты регрессионного уравнения; ε, γ и λ – ошибка регрессионного уравнения (с учетом трех спецификаций – трех регрессионных уравнений).

Оценка влияния макроэкономических факторов и характеристик компании на структуру капитала

Результаты исследований влияния контрольных показателей на структуру капитала компании с использованием обычного метода наименьших квадратов представлены в табл. 3.

Таблица 3

Оценка влияния контрольных переменных на структуру капитала в отношении российских компаний за 2006–2012 годы с помощью метода наименьших квадратов*

| Контрольная переменная | Коэффициент | t-статистика | |
|------------------------|-------------|--------------|--------------------|
| | | Значение | Уровень значимости |
| Константа | 0,243 | 1,004 | 0,320–0 |
| $GKO - OFZ_Yield$ | 0,051 | 2,741 | 0,009 |
| $Inflation$ | 0,012 | 1,421 | 0,162 |
| GDP_Growth | 0,006 | 2,110 | 0,040 |
| $Corp_Tax_Rate$ | – 0,035 | –2,584 | 0,013 |
| ROA | – 0,003 | –2,169 | 0,035 |
| $\frac{PPE}{A}$ | – 0,011 | –0,143 | 0,887 |
| $\frac{M}{B}$ | 0,020 | 2,577 | 0,013 |
| $Ind(\frac{D}{A})$ | 0,801 | 7,032 | 0,000 |
| $Equity_Shock$ | 0,001 | 4,681 | 0,000 |

* Количество наблюдений: 59; $R^2=83,42\%$; F-статистика = 27,392 [0,000].

Коэффициент детерминации уравнения ($R^2=83,42\%$) является высоким. В целом F-статистика, равная 27,392 (в квадратных скобках значение меньше 5% уровня значимости), указывает на значимость линейной регрессии.

Для повышения точности (адекватности) прогноза представленная регрессионная модель была протестирована на автокорреляцию остатков (критерий Дики – Фуллера с константой и трендом с учетом перехода к первым разностям, ADF-тест). ADF-тест указывает на стационарность временных рядов (уровень значимости τ и z для контрольных переменных меньше 5% уровня значимости). Значит, следует принять гипотезу о правильности спецификации. Остатки регрессионного уравнения являются похожими на белый шум (значения в различные моменты времени являются независимыми и одинаково распределены). Таким образом, по данной модели можно сделать вполне адекватный прогноз.

В представленном регрессионном уравнении показатели $GKO - OFZ_Yield$, GDP_Growth , $Corp_Tax_Rate$,

ROA , $\frac{M}{B}$, $Ind(\frac{D}{A})$ и $Equity_Shock$ являются статистически значимыми. Уровень значимости меньше 5%. Макроэкономические показатели ($GKO - OFZ_Yield$, GDP_Growth , $Corp_Tax_Rate$) играют важную роль при определении финансовой политики компании. В частности, положительная связь между темпом прироста ВВП и корпоративной структурой капитала (0,006) говорит о благоприятных условиях для долгового финансирования (наличие экономического роста в Российской Федерации). В условиях дефицита федерального бюджета государство конкурирует и с публичными компаниями за источники финансирования на долгом рынке [30]. Данная позиция согласуется с «Основными направлениями государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг.» [7]. Основным источником финансирования бюджетного дефицита выступают государственные заимствования на рынках капитала. При заимствовании ключевыми задачами являются расширение базы инвесторов, создание комфортных и конкурентоспособных условий для участников рынка. Стратегия государства обозначена как «занимай и сберегай». Кроме того, при реализации государственных заимствований и сохранении низкого текущего уровня государственного долга (например, таким был уровень государственного долга к ВВП за последние пять лет [7]: в 2008 году – 6,5%, в 2009 – 8,3%, в 2010 – 9,3%, в 2011 – 9,8%, в 2012 – 11,8%) требуется постоянный мониторинг. Другими словами, долговая политика Российской Федерации корреспондирует с долговой политикой компаний (конвергенция). Государство выбирает источник финансирования с учетом издержек корректировки, следуя иерархической теории (теория, направленная на выбор компанией источников финансирования с учетом их стоимости). Накапливая государственный долг с учетом постоянного роста ВВП, российская публичная компания выкупает его в дальнейшем, тем самым регулируя структуру долга государства (по аналогии с регулированием структуры капитала компаний).

Нарастая значение ВВП, государство может себе позволить увеличивать доходность по государственным ценным бумагам (0,051). При уменьшении ставки налога на прибыль с 24 до 20% российские компании обращаются к финансированию своей деятельности посредством собственного капитала (– 0,035). Отрицательная связь между показателем прибыльности и структурой капитала говорит о том, что российские компании выбирают источники финансирования, следуя иерархической теории (– 0,003). Организации накапливают прибыль как инструмент для своего роста, предпочитая внутреннее фи-

нансирование внешнему. Через некоторое время они сокращают свой долг путем выкупа задолженности, стремясь не допустить финансовой неустойчивости [28]. Положительная связь между показателем роста и уровнем финансового левереджа (0,02, при увеличении на один базисный процентный пункт в уровне финансового левереджа происходит увеличение инвестиционных возможностей компании на 2 базисных процентных пункта) позволяет сказать, что компании могут прибегать к заимствованиям при наличии достаточного имущественного обеспечения [33, р. 187; 29, р. 309].

Наконец, положительная связь между промышленным уровнем левереджа и структурой

капитала подтверждает выводы Франка и Гойала о значимости данного показателя ($Ind(\frac{D}{A})$) в отношении предсказания будущей финансовой политики. Другими словами, с помощью данного показателя российские компании могут корректировать свой финансовый левередж в пределах целевого диапазона, не допуская ситуации, связанной с нарастанием долга. Положительная связь между показателем шока и структурой капитала (0,001) позволяет отметить, что компании выбирают источники финансирования, следуя иерархической теории. Данный выбор реализуется с учетом постоянных издержек корректировки, которые связаны с активным регулированием структуры капитала [25, р. 19].

Таблица 4
Оценка влияния контрольных переменных на эмиссионную деятельность российских компаний за период 2006–2012 гг. с помощью метода наименьших квадратов

| Переменная | <i>Debt _ Iss</i> | <i>Equity _ Iss</i> | Переменная | <i>Debt _ Iss</i> | <i>Equity _ Iss</i> |
|---------------------------------|-------------------|---------------------|---------------------------------|--|--|
| Константа | – 0,181 | – 0,463 | $\frac{PPE}{A}$ | – 0,072 | 0,275 |
| t-статистика | – 0,482 | – 1,267 | t-статистика | – 0,600 | 2,344 |
| Уровень значимости t-статистики | 0,632 | 0,211 | Уровень значимости t-статистики | 0,551 | 0,023 |
| <i>GKO – OFZ _ Yield</i> | 0,004 | – 0,024 | $\frac{M}{B}$ | 0,036 | 0,01 |
| t-статистика | 0,145 | – 0,844 | t-статистика | 2,976 | 0,722 |
| Уровень значимости t-статистики | 0,885 | 0,403 | Уровень значимости t-статистики | 0,005 | 0,474 |
| <i>Inflation</i> | – 0,006 | – 0,012 | $Ind(\frac{D}{A})$ | – 0,085 | 0,172 |
| t-статистика | – 0,456 | – 0,931 | t-статистика | – 0,482 | 0,998 |
| Уровень значимости t-статистики | 0,650 | 0,356 | Уровень значимости t-статистики | 0,632 | 0,323 |
| <i>GDP _ Growth</i> | 0,007 | – 0,006 | <i>Equity _ Shock</i> | – 6,968075E – 04 | 1,333694E – 04 |
| t-статистика | 1,630 | – 1,456 | t-статистика | – 1,521 | 0,299 |
| Уровень значимости t-статистики | 0,109 | 0,152 | Уровень значимости t-статистики | 0,135 | 0,766 |
| <i>Corp _ Tax _ Rate</i> | 0,014 | 0,026 | Характеристики уравнения | Количество наблюдений – 59; $R^2=31,95\%$; F-статистика = 2,556 [0,017] | Количество наблюдений – 59; $R^2=35,35\%$; F-статистика = 2,977 [0,006] |
| t-статистика | 0,668 | 1,291 | | | |
| Уровень значимости t-статистики | 0,508 | 0,203 | | | |
| <i>ROA</i> | – 0,003 | 0,005 | | | |
| t-статистика | – 1,471 | 2,923 | | | |
| Уровень значимости t-статистики | 0,148 | 0,005 | | | |

Оценка влияния контрольных переменных на эмиссионную деятельность

Рассмотрим влияние макроэкономических показателей и характеристик компании на эмиссионную деятельность. Прежде всего, нужно определить воздействие контрольных переменных на финансирование компании посредством эмиссии собственного капитала и долговой эмиссии. Результаты исследований представлены в табл. 4.

Коэффициенты детерминации в регрессионных уравнениях в табл. 4 ($R^2=31,95\%$ и $R^2=35,35\%$) являются умеренными. В целом F-статистика уравнений указывает на их значимость.

Как и в случае с первым регрессионным уравнением, в отношении двух уравнений в табл. 4 для повышения точности прогноза был проведен тест на автокорреляцию остатков. ADF-тест показал стационарность временных рядов (уровень значимости и для контрольных переменных меньше 5% уровня значимости). Следует также принять гипотезу о правильности спецификаций. По данным моделям можно также сделать вполне адекватный прогноз.

Показатели $\frac{M}{B}$, ROA и $\frac{PPE}{A}$ в представленных регрессионных уравнениях являются статистически значимыми. Уровень значимости меньше 5%.

Положительная связь между показателем роста и долговой эмиссией (0,036) подтверждает довод М. Франка и В. Гойала [28] о поддержке компаниями иерархической теории. Российские компании накапливают определенный уровень задолженности при сохранении заданного значения роста, а потом прибегают к выкупу долга, сохраняя свою структуру капитала в целевых диапазонах. Положительная связь между показателем прибыльности и эмиссией посредством собственного капитала позволяет сделать вывод о том, что компании накапливают прибыль с целью увеличить свои инвестиционные возможности в дальнейшем, чтобы снова обратиться к иерархической теории оптимального финансирования. Наконец, положительная связь между осязаемостью активов и изменением собственного капитала показывает, что компании используют активы в качестве залогового обеспечения при заимствованиях на рынках капитала (имущество является критерием доступа к финансированию).

Подводя итоги, необходимо отметить: политику в области финансирования хозяйственной деятельности следует строить на четком разде-

лении института контроля и института собственности. При принятии решения совет директоров и общее собрание акционеров обладают самостоятельностью и широкой дискрецией. Что касается института контроля, все права акционера (собственника) вытекают из его права собственности на определенное количество акций в данном акционерном обществе и производны от количества акций, находящихся в собственности члена акционерного общества; личное участие члена акционерного общества в управленческих вопросах (вопросах мониторинга) напрямую связано с находящимися в его собственности акциями [5, 6]. Компания (менеджмент, акционеры) самостоятельно решает вопросы, связанные с ее финансированием, дивидендными выплатами, стратегией развития без вмешательства национальных регуляторов [9, 18]. Вместе с тем менеджмент компании зачастую старается «размыть» границы института контроля и института собственности с целью изъять дополнительные (экономически не обоснованные) денежные потоки. Приведем соответствующий пример из практики российской публичной компании, работающей в электроэнергетике (нарушение разделения института контроля и института собственности).

Общим собранием акционеров энергоснабжающей компании не было принято решение о возможности установить размер выплачиваемого члену совета директоров дополнительного вознаграждения по условиям опционного договора. Размер и выплата вознаграждения в соответствии с данным механизмом не зависели от дальнейшего волеизъявления акционеров и были связаны исключительно с динамикой рыночной капитализации общества. Правоприемитель отметил, что менеджмент компании фактически отстранил акционеров от решения вопроса о выплате вознаграждения членам совета директоров и влияния на размер этого вознаграждения. Соглашение о дополнительном вознаграждении члену совета директоров, заключенное менеджментом, реализовано с превышением полномочий и признано ничтожным [21].

Другой пример экономически не обоснованного изъятия части денежного потока со стороны энергоснабжающей компании связан с созданием искусственного резерва под обесценение ценных бумаг (векселей). Энергокомпания, размещая денежные средства по векселям другой компании (зачастую неблагонадежной, ценные бумаги которой не имеют рейтинга), умышленно совершает рискованные операции, в результате чего возникают расходы в виде резервов под обесце-

нение финансовых вложений (имитация движения денежных средств по расчетным счетам). Вероятность погашения эмитентом данных векселей ставится в зависимость от будущих тенденций на российском рынке ценных бумаг энергетических компаний (возможно, векселя не будут погашены или погашенной окажется только часть векселей). В данной сделке присутствует элемент риска, характерный для сделок с отлагательным условием, по смыслу п. 1 ст. 157 Гражданского кодекса Российской Федерации [1], а также для алеаторных сделок (игры, пари), по которым встречное удовлетворение одной из сторон ставится в зависимость от обстоятельств, не зависящих от действий сторон по договору, что противоречит существу вексельных обязательств, предмет которых должен включать обязанность векселедателя исполнить свои обязательства по уплате оговоренной суммы [20, 14]. В свою очередь, при создании резерва под обесценение финансовых вложений публичные энергоснабжающие организации проводят расчетную оценку ожидаемых финансовых последствий на основе суждения менеджмента компании в соответствии с МСФО (IAS) 37 «Резервы, условные обязательства и условные активы» [22]. Кроме того, менеджмент компании принимает профессиональные суждения в отношении оценочных показателей, которые в основном подвержены неопределенности. Как показывает международная практика, действия компаний в данном случае связаны с нелегитимными схемами манипуляций с отчетностью финансовых вложений в необеспеченные векселя (ведение неоправданно рискованных операций с векселями, у которых отсутствует рейтинг, и сделка является алеаторной). Под данную сделку создается резерв, связанный с обесценением финансовых вложений. Убыточность сделки (денежные средства) скрывается в неконсолидированной компании (другими словами, вексель не будет предъявлен к оплате) (дело банка Barings 1995 года, дело компании Parmalat 2003 года).

Наконец, приведем еще один пример, связанный с экономически не обоснованным изъятием части денежного потока силами менеджмента энергокомпании (нарушении принципа ценообразования). Денежные средства по расчетным счетам контрагентов носят транзитный характер. Полученные денежные средства от энергокомпании перечислялись по цепочке в течение одного или двух банковских дней на расчетные счета участников схемы, далее они перечисляли денежные средства друг другу, а также взаимозависимым организациям, компаниям,

имеющим признаки фирм-однодневок, осуществляющим транзитные платежи и созданным задолго до совершения хозяйственных операций, что также свидетельствует об отсутствии экономического смысла операций в расчетах организаций (изъятые денежные средства аккумулировались на счете и впоследствии переводились на счета других организаций, а также снимались наличными). Тем самым энергокомпания, используя данную схему, искусственным образом завышала свои расходы, которые в конечном итоге повлияли на экономически не обоснованный рост тарифов и незаконное изъятие части денежных потоков [19, 11].

Другими словами, энергоснабжающие компании используют карусельную схему фирм-однодневок (ряд буферных компаний-однодневок продает товары другой буферной компании с наценкой с целью увеличения добавленной стоимости товара и уменьшения налоговой нагрузки [24]).

Заключение

Представлено исследование влияний макроэкономических параметров и характеристик компании на корпоративную структуру капитала, эмиссионную политику компании. Государство и публичные компании конкурируют друг с другом за доступ к рынкам долгового капитала. Государственная долговая политика и корпоративная долговая политика стремятся к конвергенции. Наконец, исследования показали, что промышленный уровень левереджа является ключевым определителем будущей финансовой политики. Российские компании следуют иерархической теории под влиянием больших шоков на источники финансирования.

Причем представленная позиция не противоречит «Основным направлениям государственной долговой политики...» [7]. Кроме того, государство придерживается умеренной долговой нагрузки как важнейшего конкурентного преимущества России (превращение национального рынка капитала в стабильный источник удовлетворения потребностей бюджета). В целях создания конструктивного и взаимовыгодного диалога между государством (эмитентом долга) и инвесторами, предполагающего выявление инвестиционных предпочтений, специфики спроса и ожиданий относительно объемов выпусков государственных облигаций и динамики процентных ставок, будет продолжена реализация стратегии взаимодействия с инвесторами. Другими словами, государство стремится к взвешенной политике долгового финансирования, избегая нарастания долга.

Список литературы:

1. Гражданский кодекс Российской Федерации // Собрание законодательства РФ. 1994. №32. Ст. 3301.
2. О внесении изменений в Приказ МНС России от 16.04.2004 № САЭ 3–30/290@: Приказ ФНС России от 16 мая 2007 г. № ММ-3–06/308@ (ред. 27.06.2012) // КонсультантПлюс. URL: <http://goo.gl/p4TUro>.
3. Определение Конституционного Суда Российской Федерации от 04.06.2007 №320-О-П // Вестник Конституционного Суда РФ. 2007. №6.
4. Определение Конституционного Суда Российской Федерации от 04.06.2007 №366-О-П // Вестник Конституционного Суда РФ. 2007. №6.
5. Определение Конституционного Суда Российской Федерации от 11.04.1997 №53-О // КонсультантПлюс. URL: <http://goo.gl/xLSCC9>.
6. Определение Конституционного Суда Российской Федерации от 21.12.2011 №1754-О-О // КонсультантПлюс. URL: <http://goo.gl/yHQnQc>.
7. Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2013–2015 гг. // Министерство финансов Российской Федерации. URL: http://www.minfin.ru/ru/public_debt/policy/.
8. Письмо Минфина России от 16.04.2009 №03-03-06/1/245 // КонсультантПлюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=QUEST;n=68574>.
9. Постановление Высшего арбитражного суда Российской Федерации от 09.03.2011 №8905/10 // Вестник ВАС РФ. 2011. №6.
10. Постановление Высшего арбитражного суда Российской Федерации от 28.10.2010 №8867/10 // Вестник ВАС РФ. 2011. №1.
11. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 07.03.2013 №09АП-2662/2013,09АП-2922/2013 // КонсультантПлюс. IR: <http://goo.gl/srpVBt>.
12. Постановление Европейского суда по правам человека от 20.09.2011 «Дело «ОАО «Нефтяная компания Юкос» (ОАО «Neftyanaya Kompaniya Yukos») против Российской Федерации // КонсультантПлюс. URL: <http://goo.gl/lmMVhI>.
13. Постановление Конституционного Суда Российской Федерации от 24.02.2003 №3-П // Вестник Конституционного Суда РФ. 2004. №2.
14. Постановление Первого арбитражного апелляционного суда от 24.10.2011 по делу № А11–743/2011 // КонсультантПлюс. URL: <http://goo.gl/AD6271>.
15. Постановление Пленума Высшего арбитражного суда Российской Федерации от 12.10.2006 №53 // Вестник ВАС РФ. 2006. №12.
16. Постановление Президиума Высшего арбитражного суда Российской Федерации от 26.02.2008 №11542/07 // Вестник ВАС РФ. 2008. №5.
17. Постановление Седьмого арбитражного апелляционного суда от 04.09.2012 № А27–10192/2012 // КонсультантПлюс. URL: <http://goo.gl/uA5eh6>.
18. Постановление ФАС Западно-Сибирского округа от 26.03.2012 № А03–63/2011 // КонсультантПлюс. URL: <http://goo.gl/oxTZBc>.
19. Постановление ФАС Московского округа от 04.02.2013 № А40–8920/11-116-23 // КонсультантПлюс. URL: <http://goo.gl/e5Fkml>.
20. Постановление ФАС Московского округа от 11.05.2006 № КГ-А40/3650–06 // КонсультантПлюс. URL: <http://goo.gl/ZTXokk>.
21. Постановление ФАС Поволжского округа от 12.08.2010 № А06–7624/2009 // КонсультантПлюс. URL: <http://goo.gl/oUw3v0>.
22. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 37 «Резервы, условные обязательства и условные активы» (ред. от 02.04.2013) введен в действие на территории Российской Федерации Приказом Минфина России от 25.11.2011 №160н // КонсультантПлюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_147763/.
23. РБК Quote. URL: <http://quote.rbc.ru>.
24. C-384/04 – Federation of Technological Industries and Others. 11.05.2006 // URL: <http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?language=en&num=C-384/04>.
25. Fischer E., Heinkel R, Zechner J. Dynamic capital structure choice: theory and tests // Journal of Finance. 1989. N 44. P. 19–40.
26. Frank M., Goyal V. Capital structure decisions: Which factors are reliably important? // Financial Management. 2009. Vol. 38. P. 1–37.
27. Frank M., Goyal V. The Profits-Leverage Puzzle Revisited // Working paper University of Minnesota and HKUST. 2011. P. 1–42.
28. Frank M., Goyal V. Trade-off and pecking order theories of capital structure // Hand-book of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. Elsevier Science/North-Holland. Vol. 2. P. 135–201.
29. Graham J., Leary M. A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future // Annual Review of Financial Economics. 2011. Vol. 3. P. 309–345.
30. Graham J., Leary M., Roberts M. A Century of Capital Structure: The Leveraging of Corporate America // Working Paper. Duke University and NBER; Washington University in St. Louis; University of Pennsylvania and NBER. 2013. P. 1–35.
31. Harris M., Raviv A. The theory of capital structure // Journal of Finance. 1991. N 44. P. 297–355.
32. Leary M., Roberts M. Do firms rebalance their capital structures? // Journal of Finance. 2005. N 60. P. 2575–2619.
33. 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.