

© 2015 г.

Сергей Луценко

ведущий эксперт Контрольного управления

Президента Российской Федерации.

(e-mail:scorp_ante@rambler.ru)

УСТОЙЧИВЫЙ РОСТ И ИНВЕСТИЦИОННОЕ ПОВЕДЕНИЕ

Автор исследует потенциальные возможности организации инвестировать в рамках неоклассической теории. В отличие от предыдущих исследований, в статье используется показатель устойчивого роста (G Хиггинса). С помощью него возможно идентифицировать границы (пределы) инвестиционных возможностей компании. Автор также оценивает влияние денежно-кредитной политики государства на инвестиционное поведение. Регрессионная модель (спецификация) тестируется на предмет адекватности прогнозирования. Оцениваются три вида регрессий: сквозная регрессия, регрессия со случайным эффектом и регрессия с фиксированным (установленным) эффектом.

Ключевые слова: инвестиционное поведение, неоклассическая теория инвестиций, финансирование, чувствительность, неблагоприятный отбор

Неоклассическая теория инвестиций говорит о том, что компании, обладающие хорошими инвестиционными возможностями, должны больше вкладывать в свое развитие, до тех пор, пока предельное значение этих возможностей (Q Тобина – показатель инвестиционных возможностей, который определяет отношение рыночной капитализации к собственному капиталу по балансовой оценке) не будет равняться единице. В таком случае величина капитала является оптимальной. Компании строят свое инвестиционное поведение так, чтобы планируемый объем капитала в сумме с запланированным ранее и имеющимся на данный период времени капиталом соответствовал оптимальному значению¹. Другими словами, компания заменяет частично инвестиции собственным капиталом (дополнительная эмиссия акций, нераспределенная прибыль). Тем самым менеджмент организации стремится защитить себя от изменений спроса на инвестиции в долгосрочной перспективе, который может быть связан с денежно-кредитной политикой государства.

Неоклассическая теория инвестиций предсказывает, что, чем большими финансовыми возможностями обладает компания, тем более она чувствительна в своем инвестиционном поведении.

В современных условиях неопределенности компании не всегда стремятся ориентироваться на долгосрочные проекты. Напротив, менеджмент компании стремится при привлечении инвестиций в капитальное

¹ Jorgensen D. Capital Theory and Investment Behavior // American Economic Review. 1963, vol. 53, P. 248.

строительство (увеличение стоимости активов) прибегать к извлечению краткосрочного спекулятивного дохода (например, использованию собственных краткосрочных векселей в качестве имущественного обеспечения), идя вразрез с долгосрочными интересами собственников¹. Ряд ученых² сфокусировали свое внимание на том, что краткосрочная прибыль (спекулятивный доход) компании или текущая биржевая стоимость акции искажают оптимальные инвестиционные решения, поскольку инвесторы не обладают полной информацией о том, сколько компания должна инвестировать, чтобы максимизировать свою долгосрочную стоимость.

Справедливое значение активов компании (без учета спекулятивной подоплеки) является тем показателем, на который ориентируются инвесторы, поскольку по нему оценивается финансовое положение компании, стабильность на рынке, рентабельность бизнеса, наконец, цена акции (Постановление ФАС Восточно-Сибирского округа от 22.06.2009 № А58-3410/08-Ф02-2752/09, Постановление Восьмого арбитражного апелляционного суда от 03.08.2012 № А46-15554/2011).

Модель публичного акционерного общества как специфической организационно-правовой формы коммерческой организации рассчитана на аккумуляцию значительных финансовых средств. Инвестор, вкладывая средства в капитал определенного акционерного общества, ориентируется не только на его инвестиционную привлекательность (получение дохода на вложенный капитал), но и рассчитывает на сохранность вложенных средств с использованием правового регулирования. Гарантии сохранности направлены на достижение публичных целей, таких как привлечение частных инвестиций в экономику (акционеры, приобретая акции, осуществляют инвестиции в акционерное общество и потому вправе ожидать от него обеспечения сохранности своих акций) и стабильность общественных отношений в сфере гражданского оборота (Постановление Конституционного Суда РФ от 28.01.2010 № 2-П). Другими словами, привлечение инвестиций со стороны компании подчинено не только ее частным целям и интересам, но и публичным целям в рамках экономики. Государство как бы вовлекает организацию в модель «командного производства», когда компания не только извлекает прибыль от реализации инвестиционного проекта, но и выполняет социальную функцию: создает рабочие места, платит налоги и социальные взносы и т.д.

В любом случае компании в лице своих управленческих органов самостоятельно по своему усмотрению выбирают способы достижения

¹ Решение Арбитражного суда г. Москвы от 19.03.2008 № А40-67291/07-129-399

² Miller M., Rock K. Dividend policy under asymmetric information // *Journal of Finance*. 1985, vol. 40, P. 1032; Stein J. Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior // *Quarterly Journal of Economics*. 1989, vol. 104, P. 655; Shleifer A., Vishny R. Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms // *American Economic Review*. 1990, vol. 80, p. 148.

максимальной эффективности экономической деятельности (Постановление Конституционного Суда РФ от 15.03.2005 № 3-П, Постановление Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 31.01.2011 № № 17АП-8427/2008-ГК) Извлечение прибыли, ее размер, является основной, но не единственной целью деятельности предприятия. В связи с чем, управленческое решение должно приниматься прежде всего с позиции *максимизации стоимости бизнеса и увеличения благосостояния ее акционеров*, поскольку не только абсолютный финансовый результат функционирования предприятия (чистая прибыль), но и относительные показатели (рентабельность активов, инвестиций, собственного капитала, характерные для предприятия) в большей или меньшей степени влияют на максимизацию стоимости бизнеса и могут рассматриваться как самостоятельные цели на определенном этапе деятельности предприятия (Постановление Четвертого арбитражного апелляционного суда от 09.10.2009 по делу № А19-7868/09).

Необходимо учитывать, что стоимость чистых активов (стоимость бизнеса) и благосостояние акционеров (поскольку они являются получателями дивидендов) напрямую связана с биржевой стоимостью акции, которая, в свою очередь, подвержена влиянию непредвиденных обстоятельств: изменения конъюнктуры рынка, влиянию внешних шоков, созданию мошеннических схем, в результате беспрецедентного и непредсказуемого скачка цены на нефть, то есть, удачи, а не вследствие эффективности управления компанией (Постановление ФАС Московского округа от 30.12.2004 № КГ-А40/12148-04, Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 21.05.2012 № 09АП-10706/2012, Постановление Четвертого арбитражного апелляционного суда от 25.12.2013 № А58-872/2013, Постановление Европейского Суда по правам человека по делу «ОАО Нефтяная компания “Юкос” против Российской Федерации» от 31.07.2014).

Тем не менее, колебание биржевой стоимости акции должно иметь обоснование в условиях информационной прозрачности, которая, в свою очередь, должна быть обеспечена фондовым рынком. Именно прозрачность является гарантией для инвесторов и защитой их вложенных средств в ценные бумаги публичных компаний от мошеннических действий. Поскольку, в таких условиях формируются не только справедливые цены на акции компании, но и оценивается эффективность самого рынка (Постановление Конституционного Суда РФ от 02.03.2000 № 38-О, Решение Верховного Суда США от 23.06.2014 по делу «Halliburton Co. Et al. v. Erica P. John Fund, Inc.»).

Рассмотрим влияние инвестиционных возможностей, прежде всего, устойчивого роста (показателя G Хиггинса) и денежно-кредитной политики государства на инвестиционное поведение компании. Показатель устойчивого роста является индикатором, позволяющим оценить инве-

стиционную чувствительность (внутренний потенциал) компании. Он позволяет соизмерять аппетиты компании с ее возможностями и тем самым оценивать справедливую стоимость бизнеса в долгосрочной перспективе. Сдерживающим фактором в экономике является сокращение инвестиций в основные фонды, которое связано с удорожанием кредитных ресурсов, ставками денежного рынка (в том числе, ключевой ставки Банка России).

Джон, Литов и Йен связывают влияние на инвестиции компании с изменениями в корпоративном управлении¹. Фанг, Тайен и Тайс рассматривают влияние на финансирование организации через связь между публичностью компании и ее ликвидностью акций². Ладика и Саутнер связывают сокращение инвестирования с недальновидностью руководства публичных компаний³. Ройчоудхури находит, что компании дисконтируют (снижают) цены на свои продукты, чтобы повысить продажи и, тем самым, соответствовать прогнозам аналитиков в отношении краткосрочной доходности акций⁴. Аскер, Фарре-Менс и Лунквист рассматривали влияние краткосрочных решений руководства компании (они предпочитают инвестиционные проекты с более коротким временным горизонтом), связанных с получением быстрой прибыли на финансирование. Они заключают, что инвестиционные решения со стороны менеджмента публичных компаний менее чувствительны к инвестиционным возможностям, чем было предсказано неоклассической теорией инвестиций.

Именно от работы Аскера, Фарре-Менсы и Лунквиста мы будем отталкиваться в своих доказательствах и постараемся опровергнуть их заключение, что публичные компании не корректируют свое инвестиционное поведение с учетом инвестиционных возможностей. Другими словами, мы попытаемся подтвердить, что российские публичные компании являются чувствительными с учетом своих инвестиционных возможностей, как предсказывает неоклассическая теория инвестиций.

Рассмотрим характеристики и особенности выборки, регрессии и произведем тест модели (в том числе, на робастность), а также проанализируем полученные результаты.

Методология исследования и описание выборки. В представленном исследовании рассматривается регрессионная модель, в которой зависимой переменной являются инвестиции (инвестиционная чувствительность) – отношение изменения величины основных средств к совокупным активам на начало периода, а независимыми (объясняющими) переменными

¹ Fang V., Tian X., Tice S. Does stock liquidity enhance or impede firm innovation? // Working paper University of Minnesota; Indiana University; Tulane University. 2013, P. 2.

² Ladika T., Sautner Z. The effect of managerial short-termism on corporate investment // Working paper University of Amsterdam. 2014, P. 2.

³ Roychowdhury S. Earnings management through real activities manipulation // Working paper Sloan School of Management MIT. 2006, P. 8.

⁴ Asker J., Farre-Mensa J., Ljungqvist A. Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle? // Working paper Stern School of Business New York University. 2014, p. 6.

выступают: показатели инвестиционных возможностей компании (в качестве прокси-переменных выступают: показатель устойчивого роста G Хиггинса, медианное значение Q Тобина в промышленности и рост продаж), величина компании, рентабельность (прибыльность) активов и учетная ставка банковского процента (ставка рефинансирования, то есть индикатор стоимости денежных ресурсов в стране), тождественная ключевой ставке.

Для оценки влияния инвестиционных возможностей компании на инвестиционное поведение были отобраны 26 публичных российских компаний из 10 отраслей 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, морской транспорт), деятельность в области электросвязи. Выборка компаний сформирована за пятилетний период 2010–2014 гг. среди крупных компаний с суммарным объемом полученных доходов более 2 миллиардов рублей и величиной активов более 100 млн. руб. (Приказ ФНС России от 16.05.2007 № ММ-3-06/308@). При отборе организаций обязательным критерием являлось наличие отчетности по международным стандартам финансовой отчетности. Акции компании должны обращаться на фондовой бирже (условие, благодаря которому, компании могут выбирать источники финансирования). Информация об организациях получена из годовых финансовых отчетов, отчетов эмитентов, а также данных на корпоративных сайтах. Данные о ключевой ставке (ставки рефинансирования) Банка России были взяты из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс». Ввиду того, что количество наблюдений для каждой российской компании различно (для одних компаний наблюдения 2010–2014, для других 2012–2014, панельные данные являются несбалансированными). Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета Stata.

Описание переменных. В работах Блума, Бонда и Ринена, Майкели и Робертса, Аскера, Фарре-Менсы и Лунквиста рост продаж и медианное значение Q Тобина в промышленности являются прокси-переменными, которые использовались в качестве оценки инвестиционных возможностей. Кроме того, данными авторами были использованы в качестве независимых переменных: величина компании, денежные авуары, финансовый левередж, рентабельность активов.

Нами были отобраны следующие показатели: в качестве инвестиционных возможностей, помимо роста продаж и медианного значения Q Тобина в промышленности, отобран темп устойчивого роста G Хиг-

гинса. Необходимо пояснить, почему именно показатель G Хиггинса отобран в качестве прокси-переменной (переменная-заменитель) инвестиционных возможностей компании. Поскольку рост заемного и собственного капитала предопределяет скорость увеличения активов, тем самым, ограничивая темпы роста продаж. В свою очередь, темпы роста продаж ограничиваются скоростью увеличения собственного капитала. Другими словами, темпы устойчивого роста компании – это темпы роста ее собственного капитала. Фактически данный показатель является базовым в определении инвестиционных возможностей, а темп роста продаж зависит от него. В этом смысле взгляд автора отличается от позиции предыдущих исследователей. Показатель – величина компании идентифицирует проблему неблагоприятного отбора (выбор компанией источников финансирования, с точки зрения, их стоимости). Рентабельность активов – показатель, характеризующий финансовое положение компании, является также важным при реализации компанией инвестиционных проектов. Инвестиционная деятельность компании связана с крупными финансовыми затратами, которые могут окупиться лишь в будущем, с определенной долей вероятности. Поскольку именно прибыль является основным источником финансирования инвестиций: новое строительство, приобретение оборудования, проектно-изыскательские работы (Решение Арбитражного суда Иркутской области от 14.12.2007 № А19-28875/04-15). Наконец, был использован показатель, характеризующий стоимость денежных ресурсов в стране – ключевая ставка Банка России. Данный показатель определяет решения компаний относительно потребления, сбережения и инвестиций и, в конечном итоге, влияет на динамику инфляции в стране¹. Ключевая ставка рассматривается в контексте неоклассической теории инвестиций, поскольку от денежно-кредитной политики Банка России будет зависеть, инвестиционное поведение компании – какую часть прибыли компания сохранит, а какую часть прибыли она инвестирует в будущем.

Описание переменных представлено в табл. 1. Описательная статистика представлена в табл. 2. Российские компании в среднем увеличивают свои инвестиции на 3% в год. Среднее значение рентабельности активов составляет 5,6% в год. Особое внимание хочется обратить на несоответствие роста продаж и показателя G Хиггинса (темп устойчивого роста). Компания, в среднем, имеет ограничение в отношении темпа устойчивого роста 5,1% в год. Несмотря на это, рост продаж составляет в среднем 10,7% в год. Другими словами, рост продаж несоизмерен темпу устойчивого роста, то есть, он (рост продаж) не обеспечен активами компании.

¹ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2014 год и период 2015 и 2016 годов» (утв. Банком России).

Таблица 1

Переменные регрессионной модели

Переменная	Описание переменных и алгоритм расчета
<i>Investment</i>	Инвестиции определяются как отношение изменения величины основных средств к совокупной величине активов на начало периода.
<i>G_Higgins</i>	Темп устойчивого роста (прокси-переменная инвестиционных возможностей), %, рассчитывается как изменение собственного капитала к величине собственного капитала на начало периода. Данный показатель включает в себя не только доход от дополнительной эмиссии акций, но и нераспределенную прибыль (в том числе спекулятивный доход). Эмиссия акций (или внесение имущества в уставный капитал) направлена на увеличение чистых активов, привлечение инвестиций на развитие компании и является мерой, направленной на улучшение финансового состояния (Постановление ФАС Северо-Кавказского округа от 11.09.2007 № Ф08-5919/07-2210а по делу № 63-4910/2006-С4, Постановление Тринадцатого арбитражного апелляционного суда от 05.05.2009 № А56-44898/2008).
<i>Industry_Q</i>	Медианное значение Q Тобина в промышленности (прокси-переменная инвестиционных возможностей) определяется для каждой отрасли экономики в отдельности (период охвата три предыдущих года) как отношение рыночной капитализации к стоимости собственного капитала по балансовой оценке.
<i>Sales_growth</i>	Темп роста продаж (прокси-переменная инвестиционных возможностей), %, рассчитывается как изменение совокупной выручки компании к величине совокупной выручки на начало периода.
<i>Ln (Assets)</i>	Натуральный логарифм совокупной величины активов компании. Показатель позволяет идентифицировать неблагоприятный отбор (выбор наиболее дешевого источника финансирования). Он связан с информационной асимметрией, с помощью которой можно оценивать стоимость привлеченного капитала. Кроме того, изменение биржевой стоимости акции может быть обусловлено различными причинами в процессе деятельности публичной компании, в том числе с имуществом как средством обеспечения (Постановление ФАС Дальневосточного округа от 11.04.2014 № Ф03-1247/2014 по делу № А24-4299/2013).
<i>ROA</i>	Рентабельность (прибыльность) активов, %, рассчитывается как отношение прибыли после налогообложения к совокупной величине активов.
<i>Re financing_rate</i>	Ключевая ставка (ставка рефинансирования) Банка России, %. Показатель рассматривается в контексте неоклассической теории инвестиций, определяющий инвестиционное поведение компании.

Описательная статистика

Переменная	Характеристика выборки			
	Средняя	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
<i>Investment</i>	0,029	0,118	-0,25	0,68
<i>G_Higgins</i>	5,086	27,108	-63,1	76,3
<i>Industry_Q</i>	1,333	0,776	0,2	3,95
<i>Sales_growth</i>	10,739	18,349	-21,9	62,0
<i>Ln(Assets)</i>	12,496	1,589	9,4	16,5
<i>ROA</i>	5,609	7,921	-15,2	27,1
<i>Re_financing_rate</i>	8,060	1,861	5,5	10,5

Оценка и анализ моделей. Модель, рассматривающая влияние инвестиционных возможностей и денежно-кредитной политики на инвестиционное поведение (чувствительность):

$$\begin{aligned}
 (Investment)_t = & a_0 + a_1(G_Higgins)_t + a_2(Industry_Q)_t + \\
 & + a_3(Sales_growth)_t + a_4(Ln(Assets))_t + a_5(ROA)_t + \\
 & + a_6(Re_financing_rate)_t + \varepsilon_t;
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

где t – период времени t для компании; a_0 – свободный член регрессионного уравнения; $a_1, a_2, a_3, a_4, a_5, a_6$ – коэффициенты регрессионного уравнения соответствующих переменных; ε – ошибка регрессионного уравнения.

Для регрессионного уравнения (спецификации), при анализе панельных данных оцениваются три вида регрессий: сквозная, регрессия со случайным эффектом и регрессия с фиксированным (установленным) эффектом. При сравнении регрессионной модели на основе сквозной регрессии с моделью с фиксированными эффектами использовался тест Вальда. При сравнении сквозной регрессии с моделью со случайными эффектами использовался тест Бройша-Пагана. Наконец, при сравнении модели со случайными эффектами с моделью с фиксированными эффектами использовался тест Хаусмана. Тестирование проводилось для отбора наиболее адекватной модели с точки зрения прогнозирования. Результаты тестирования представлены в табл. 3, 4.

Полученные результаты позволяют нам сделать вывод, что при оценке влияния инвестиционных возможностей и денежно-кредитной политики Банка России на инвестиционное поведение наиболее адекватной моделью является сквозная модель (индивидуальные эффекты не связаны с выбранными независимыми переменными).

Таблица 3

**Модель, рассматривающая влияние инвестиционных возможностей
на инвестиционное поведение компании**

Модель	Регрессия					
	сквозная		со случайным эффектом		с фиксированным эффектом	
	коэффициент	стандартная ошибка	коэффициент	стандартная ошибка	коэффициент	стандартная ошибка
<i>G_Higgins</i>	0,002 (3,82)*	0,000	0,002 (3,71)	0,000	0,002 (3,09)	0,001
<i>Industry_Q</i>	0,012 (0,88)	0,014	0,018 (1,03)	0,018	0,046 (1,08)	0,042
<i>Sales_growth</i>	0,002 (2,55)	0,001	0,001 (2,09)	0,001	0,001 (1,46)	0,001
<i>Ln(Assets)</i>	0,021 (3,29)	0,01	0,019 (2,48)	0,01	0,014 (1,29)	0,011
<i>ROA</i>	-0,004 (-2,64)	0,001	-0,004 (-2,75)	0,001	-0,004 (-2,53)	0,002
<i>Re_financing_rate</i>	-0,012 (-2,08)	0,01	-0,012 (-2,06)	0,01	-0,01 (-1,71)	0,006
Константа	-0,162 (-1,68)	0,097	-0,140 (-1,29)	0,109	-0,116 (-0,75)	0,155
Количество наблюдений	88		88		88	
Коэффициент детерминации R ² , %	40,65				34,83	
F-статистика	9,25				6,41	
Статистика Вальда (Wald chi ²)			47,44			

* В круглых скобках представлена $t(z)$ – статистика

Таблица 4

Выбор модели на предмет адекватности прогнозирования

Показатель	Тест Вальда	Тест Бройша-Пагана	Тест Хаусмана
Значение статистики (p-value)	1,30 (0,254)	0,01 (0,467)	2,67 (0,849)
Вывод	Сквозная регрессия предпочтительнее регрессии с фиксированным эффектом	Сквозная регрессия предпочтительнее регрессии со случайным эффектом	Регрессия со случайным эффектом предпочтительнее регрессии с фиксированным эффектом

Темп устойчивого роста (G Хиггинса) и ключевая ставка являются значимыми на 5%-м уровне значимости. Кроме того, для статистики важны темп роста продаж, величина компании и рентабельность активов.

Положительная связь между темпом устойчивого роста и уровнем инвестиций подсказывает, что российские компании, обладающие большими инвестиционными возможностями являются более чувствительными к инвестициям в своем поведении. Инвестиционное поведение компаний согласуется с неоклассической теорией инвестиций. Другими словами, компании планируют такой объем инвестиций, что капитал в сумме с запланированным ранее и имеющимся на данный период времени (отрицательная связь рентабельности активов с уровнем инвестиций) соответствовал оптимальному значению (распределение капитала во времени). Российские организации заменяют частично инвестиции собственным капиталом (внесение дополнительного имущества в уставный капитал, дополнительная эмиссия, нераспределенная прибыль). Данное заключение расходится с выводами Аскера, Фарре-Менсы и Лунквиста, которые заключаются в том, что публичные компании с инвестиционными возможностями являются менее чувствительными к инвестициям.

Как ранее было отмечено, рост продаж (составляющая – прокси-переменная инвестиционных возможностей) должен быть соразмерен темпу устойчивого роста (не превышать рост собственного капитала) и обеспечен имуществом компании.

Отрицательная связь между ключевой ставкой Банка России и инвестициями предсказывает, что удорожание кредитных ресурсов (высокий уровень процентных ставок) существенно ограничит инвестиционный спрос со стороны российских компаний.

Положительная корреляция между величиной компании и инвестициями говорит о том, что организация следует в своем выборе источников финансирования определенной иерархии (неблагоприятный отбор), то есть оценивают капитал с точки зрения его стоимости. Инвестиции увеличиваются с ростом величины компании.

Российские компании не стремятся полностью использовать прибыль в качестве источника финансирования. Напротив, они будут ее накапливать для последующего использования не только как инвестиционную составляющую, но и для регулирования структуры капитала, посредством выкупа акций и досрочного погашения долга¹. Компании будут воздерживаться от трат (расходования прибыли), стремясь занимать на рынке на благоприятных условиях, следуя стратегии «занимай и сберегай».

¹ Kayhan A., Titman S. Firms' histories and their capital structures // Journal of Financial Economics, 2007, vol. 83, P. 14; Strebulaev I. Do tests of capital structure mean what they say? // Journal of Finance. 2007, vol. 62, P. 1771.

Тесты на робастность модели. Представленная регрессионная модель подверглась ряду тестов на робастность для проверки связи между независимыми переменными (мультиколлинеарность) и автокорреляции остатков (на предмет адекватности прогноза).

Была проведена диагностика наличия мультиколлинеарности (показатель VIF). В модели присутствует мультиколлинеарность, если для одной из независимых переменных значение коэффициента $VIF > 10$. В нашем случае, наибольшее значение значительно ниже 10 ($VIF = 1,44$), в среднем значение VIF по всем параметрам составляет 1,2. Мультиколлинеарность в регрессионной модели отсутствует (отклоняется гипотеза о мультиколлинеарности).

Кроме того, был проведен тест Бройша-Годфри с целью определения автокорреляции остатков на 5%-м уровне значимости. Значение P-value, рассчитанного в рамках теста, составило 47,93 %, что значительно больше 5% уровня значимости. Гипотеза о наличии автокорреляции остатков может быть отвергнута. По данной регрессионной модели можно сделать вполне адекватный прогноз.

* * *

Инвестиционное поведение российских компаний согласуется с неоклассической теорией инвестиций. Внутренний потенциал компании (темпы устойчивого роста) коррелирует с инвестиционной чувствительностью. Компании используют свою прибыль не полностью для инвестирования в активы, а стремятся накапливать ее для дальнейшего регулирования своей структуры капитала. Политика российских организаций ориентирована так, чтобы планируемый объем инвестиций в совокупности с запланированным ранее и имеющимся на данный период времени капиталом (в том числе, нераспределенная прибыль как источник) соответствовал оптимальному значению. Менеджмент действует с определенным лагом между принятием решения об инвестировании и фактическим финансированием в активы компании. Денежно-кредитная политика Банка России (в частности, увеличение процентной ставки) может служить сдерживающим фактором в экономике в отношении сокращения инвестиций, поскольку, стоимость денежных ресурсов в стране (высокий уровень процентных ставок) существенно ограничивает инвестиционный спрос.