

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

JEL classification: G30, G31, G32

МЕХАНИЗМ ВЛИЯНИЯ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ И УПРАВЛЕНЧЕСКИХ ФАКТОРОВ НА ФИНАНСОВЫЕ РЕШЕНИЯ КОМПАНИИ

Луценко С.И.,

эксперт НИИ Корпоративного и проектного управления (г. Москва),
аналитик Института экономических стратегий Отделения общественных наук
Российской академии наук,
e-mail: scorp_ante@rambler.ru

***Аннотация.** Автор рассматривает влияние макроэкономических условий и управленческих решений на политику финансирования российских компаний. Негативные макроэкономические последствия влияют на инвестиционную политику. Важную роль в эмиссионной деятельности компании играет разумная управленческая политика, которая в конечном счете вносит свой вклад в стоимость компании. Финансовые ограничения ориентируют руководство на финансирование с помощью внутренних источников. Российские компании стремятся использовать внутреннее финансирование для последующего погашения долга и корректировки структуры капитала.*

Ключевые слова: ВВП, внутренний рост, управленческая политика, финансовые ограничения, прибыль, шок, информационный сигнал.

THE MECHANISM OF INFLUENCE OF MACROECONOMIC AND GOVERNANCE FACTORS ON COMPANY FINANCE SOLUTIONS

Lutsenko S.I.,

Expert of the Corporate and Project Management Research Institute (Moscow),
Analyst of Institute for Economic Strategies of the Social Sciences Division of the
Russian Academy of Sciences

***Annotation.** The author considers influence of macroeconomic conditions and governance decisions on the financing policy of the Russian companies. Negative macroeconomic consequences influence the investment policy. The crucial role in issue activity of the company is played by the reasonable governance policy which, finally, brings the contribution to value of firm. Financial constraints focus a management on financing by means of internal sources. The Russian companies aspire to use internal financing for the subsequent debt acquittal and capital structure adjustment.*

Keywords: GDP, internal growth, governance policy, financial constraints, earnings, shock, information signal.

Как отмечается в Стратегии национальной безопасности Российской Федерации (утв. Указом Президента РФ от 31.12.2015 № 683), в целях противодействия угрозам экономической безопасности органы государственной власти реализуют государственную социально-экономическую политику, предусматривающую обеспечение устойчивости

макроэкономической ситуации, *стимулирование темпов роста экономики, поддержку реального сектора экономики.*

Во второй половине 2014 г. и в начале 2015 г. в результате финансово-экономического кризиса произошло значительное удорожание стоимости фондирования (стоимости привлечения денежных средств) в связи с определенными экономическими факторами (ограничение доступа российских банков к зарубежным источникам фондирования в связи с санкциями, наложенными в отношении России со стороны Евросоюза и США; массовый отток капитала и последующий рост ставок по депозитам физических и юридических лиц в конце 2014 – начале 2015 г.; значительное ухудшение ряда макроэкономических показателей).

Изменения в денежно-кредитной политике Банка России привели к существенному удорожанию средств, привлекаемых кредитными организациями на российском рынке, вследствие повышения ключевой ставки Банка России и соответствующего удорожания средств, привлекаемых от Банка России (постановление Арбитражного суда Уральского округа от 12.02.2016 по делу № А60-20791/2015, постановление Седьмого арбитражного апелляционного суда от 25.02.2016 по делу № А45-14880/2015).

Ухудшение экономической обстановки в России, вызванное финансово-экономическим кризисом, начавшимся в середине 2014 г., усугубило структурный кризис российской экономики. Большинство отраслей экономики оказались подвержены кризису (постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 08.08.2018 по делу № А40-31056/15).

Другими словами, макроэкономические условия влияют на решения компаний, связанных с финансированием.

Наша цель состоит в идентификации выбора финансирования российских компаний в ответ на меняющиеся макроэкономические условия.

Для этого необходимо использовать макроэкономические показатели, которые влияют на финансовые решения компании.

В частности, Корайжик и Леви [1] использовали в качестве прокси-переменных (объясняющих переменных) макроэкономической среды темп роста прибыли корпорации, доходность фондового рынка.

Однако не все макроэкономические переменные являются адекватными, трудно интерпретировать детально экономическую политику государства. Также неясно, действительно ли особая макроэкономическая переменная охватывает все соответствующие аспекты макроэкономической среды.

В представленной статье мы используем ключевой индикатор макроэкономической политики – рост валового внутреннего продукта (далее – рост ВВП), который приведен и в Стратегии национальной безопасности Российской Федерации (доклад Банка России «О денежно-кредитной политике»).

Высокий рост ВВП связан с более высокими ставками прироста основного капитала и улучшенными перспективами для инвестирования.

Кроме того, необходимо учитывать и показатель, который влияет на решения, связанные с финансированием компании. Это показатель внутреннего роста (g), который оценивает управленческую политику компании с учетом экономического прогнозирования (влияние колебаний на рынке – внешних шоков, возможность финансовых кризисов).

Показатель внутреннего роста оценивает решение органа управления с точки зрения не только максимизации стоимости бизнеса (постановление Четвертого арбитражного апелляционного суда от 09.10.2009 по делу № А19-7868/09), но и решений,

касающихся ограничений при выплате акционерам дивидендов, поскольку компания, следуя предупредительному мотиву [2; 3], стремится сберечь свои денежные запасы для последующего инвестирования в проекты или регулирования структуры капитала.

Показатель внутреннего роста позволяет оценить предупредительный (превентивный) мотив, т.е. перестройку компании на внутренние источники финансирования (сбережение денежных средств для последующего инвестирования в компанию). Следуя логике превентивного мотива, российские компании создают внутренний денежный резерв, чтобы в дальнейшем справляться с меньшими потерями, связанными с шоками, влияющими на финансовую политику компании.

Эффективное управление компанией позволяет выстраивать фидуциарные (доверительные) отношения менеджмента с акционерами, с потенциальными инвесторами.

Информационная прозрачность – фундаментальный принцип функционирования современного фондового рынка, гарантирующий защиту прав инвесторов, вкладывающих средства в ценные бумаги, и прежде всего самих владельцев ценных бумаг в отношении получения дивидендов (определение Конституционного Суда РФ от 02.03.2000 № 38-О).

Необходимо отметить, что дивиденды являются сигналом для инвесторов [4].

Увеличение дивидендных выплат является надежным информационным сигналом в отношении перспектив будущей прибыли. У дивидендов имеется сильная связь с будущим уровнем прибыли. Инвесторы должны обновить свои ожидания о будущем уровне прибыли после изменений дивидендов, о которых было объявлено [5].

Кроме того, дивидендные выплаты являются индикатором финансовой ограниченности компаний.

В свою очередь компании, которые сталкиваются с финансовыми ограничениями, подвергаются проблеме неблагоприятного отбора финансирования (выбора источника финансирования с точки зрения его стоимости) и производят эмиссию акций, когда экономические условия улучшаются [6].

Корайжик и Леви [1] исследуют, как выбор компаний (с учетом финансовой ограниченности) в пользу собственного или долгового капитала связан с влиянием переменных (благоприятных макроэкономических условий).

Они находят, что компании, которые не являются финансово ограниченными, эмитируют больше акций относительно долга, когда макроэкономические условия благоприятны; однако выбор финансово ограниченными компаниями в отношении способа финансирования не подвержен влиянию со стороны макроэкономических условий.

Чэнг и др. [7] исследуют влияние эмиссионной деятельности макроэкономических факторов, а также ключевых характеристик компании.

Они находят, что компании независимо от финансовых ограничений производят дополнительную эмиссию акций, при этом финансово ограниченные фирмы выпускают намного больше, чем финансово неограниченные фирмы.

Компании, которые сталкиваются с финансовыми ограничениями, обычно подвергаются более высоким затратам, связанным с выпуском ценных бумаг, и, наиболее вероятно, они используют в своих интересах благоприятное состояние фондового рынка и макроэкономическую ситуацию [8].

На сегодняшний день научные исследования (в том числе исследования вышеприведенных авторов) в отношении влияния отдельных важных факторов (показателей внутреннего роста, инвестиций, дивидендных выплат) на финансовые решения (в отношении эмиссионной деятельности) не рассматривают их как важные факторы в отношении политики финансирования компаний.

Причем показатель внутреннего роста позволяет оценить (*precautionary motive*) предупредительный мотив — готовность компании «переключиться» на внутренние источники финансирования (сбережение денежных средств для внутреннего инвестирования).

В представленной статье предлагается расширить фокус исследования включением важных факторов (не только показателей роста ВВП, финансового левериджа, осязаемости активов), влияющих на финансовую политику: внутренний рост, уровень дивидендных выплат, инвестиций. Благодаря данным показателям можно более подробно проанализировать влияние менеджмента, инвестиционной политики на эмиссионную деятельность. Тем самым возможно построить финансовую стратегию компании не только с учетом макроэкономической ситуации, но и с учетом ее внутреннего экономического потенциала самой коммерческой организации.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ И ОПИСАНИЕ ВЫБОРКИ

В наших моделях зависимыми переменными выступают прибыльность компании, изменение собственного капитала (эмиссия акций), изменение долгового капитала (эмиссия долговых обязательств). В качестве независимых (объясняющих) переменных были отобраны внутренний рост g , финансовый леверидж, инвестиции, уровень дивидендных выплат, осязаемость активов и темп прироста валового внутреннего продукта.

Для оценки влияния объясняющих переменных на прибыль и эмиссионную деятельность были отобраны 24 публичные российские компании из 10 отраслей экономики: 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 (услуги связи). Выборку составили крупные компании с суммарным доходом более 2 млрд руб. и активами более 100 млн руб. [приказ ФНС России, 2007]. При отборе обязательным условием являлось наличие отчетности по международным стандартам финансовой отчетности. Акции компании должны котироваться на фондовом рынке (условие, позволяющее оценить информационный сигнал). Информация о коммерческих организациях получена из годовых финансовых отчетов, отчетов эмитентов, привлечены данные на корпоративных сайтах. Данные о темпах прироста валового внутреннего продукта были взяты из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс». Выбран период 2013–2017 гг. Количество наблюдений для каждой компании варьируется (для одних компаний — 2013–2016 гг., для других — 2015–2017 гг.), поэтому данные являются несбалансированными. Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета Stata.

ОПИСАНИЕ ПЕРЕМЕННЫХ

При оценке регрессионных уравнений зависимые показатели (рентабельность (прибыльность) активов, изменение собственного капитала, изменение долгового капитала), а также ряд независимых (объясняющих) переменных были заимствованы у Чэнг и др. [7].

Мы включаем в регрессионные уравнения следующие независимые переменные: внутренний рост, финансовый леверидж, инвестиции, уровень дивидендных выплат, осязаемость активов и темп прироста валового внутреннего продукта.

Рентабельность (прибыльность) активов (ROA), %, определяется как отношение прибыли после налогообложения (чистой прибыли) к совокупной величине активов. По своей экономической природе чистая прибыль и нераспределенная прибыль тождественны.

Изменение собственного капитала (эмиссия акций) (Equity_Issues) рассчитывается как отношение изменения собственного капитала минус изменение нераспределенной прибыли (если нераспределенная прибыль имеет отрицательное значение, тогда его принимают равным нулю) к общей величине активов компании. Данный показатель позволяет понять логику принятия финансовых решений компании, в том числе в ситуации финансовых ограничений, при выборе источников финансирования.

Изменение долгового капитала (эмиссия долговых обязательств) (Debt_Issues) определяется как отношение изменения совокупной задолженности к общей величине активов.

Показатель внутреннего роста g . Этот показатель является ключевым. Он позволяет устранить внешние влияния (ошибочные оценки рынка, макроэкономические факторы). Он представляет внутреннюю часть роста стоимости компании и позволяет оценить реальный вклад менеджмента в рыночную капитализацию [9]. Рассчитывается этот показатель так:

$$g_{i,t} = \log \left(\frac{ME_{i,t}}{ME_{i,t-3}} \right) - \log(r_{i,t-3;t}),$$

где ME – рыночная капитализация; r – логарифм среднего значения доходности акций.

Российский фондовый рынок является неустойчивым, долгосрочный период рассматривается как три года и более. Данный период позволяет учесть негативные шоки (сигналы), которые могут повлиять на доходность акций, поскольку управленческое решение должно приниматься прежде всего с позиции максимизации стоимости бизнеса. В связи с этим такие показатели, как рентабельность активов, инвестиции, финансовые риски, в большей или меньшей степени влияют на максимизацию стоимости активов (постановление Четвертого арбитражного апелляционного суда от 09.10.2009 по делу № А19-7868/09).

Финансовый леверидж (Lev) определяется как отношение общей задолженности к совокупной величине активов. Представленный показатель определяет политику в области принятия финансовых решений.

Инвестиции (Invest) рассчитываются как отношение величины приобретения основных средств и нематериальных активов к совокупной величине активов. Кроме того, данный показатель является индикатором, оценивающим последствия макроэкономической политики государства.

Общий уровень дивидендных выплат (Dividend) рассчитывается как отношение величины выплаченных дивидендов к совокупной величине активов. Показатель влияет на поведение инвесторов (включает в себя информационный сигнал о цене акции). Кроме того, данный показатель является индикатором финансовых ограничений (поскольку чистая прибыль является источником выплаты дивидендов и средств, направляемых на образование различных фондов и на прирост капитала компании). Финансовые ограничения возникают вследствие фрикций (негативных внешних шоков) в отношении предложения капитала – асимметрия в отношении достоверности информации между инвесторами и компанией. Руководство компании обладает большей информацией по сравнению с потенциальным инвестором.

Осязаемость активов (PPE/A) рассчитывается как отношение основных средств к совокупной величине активов, позволяет оценить уровень имущественного обеспечения компании, когда она прибегает к финансированию посредством выпуска долговых обязательств. Кроме того, он связан с информационной асимметрией и позволяет идентифицировать цену капитала.

Темп прироста валового внутреннего продукта (GDP), %.

Все независимые переменные являются лагированными. Лаг составляет один год.

Статистика представлена в табл. 1. В среднем прибыль составляет 2,7 коп. на каждый рубль совокупных активов, изменение собственного капитала составляет 1,5 процентных пункта от величины совокупных активов, изменение долгового капитала – 7,2 процентных пункта от величины собственного капитала; дивидендные выплаты составляют 2,5 коп. на каждый рубль совокупных активов. Вклад менеджмента в конечную стоимость активов ежегодно составляет около 1 процентного пункта. В среднем структура капитала компании состоит на 58% из долга и 42% собственного капитала.

Таблица 1

Описательная статистика

Переменная	Средняя	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
Рентабельность (прибыльность) активов	2,702	10,782	-29	28
Изменение собственного капитала	0,015	0,037	0	0,19
Изменение долгового капитала	0,072	0,088	0	0,28
Показатель внутреннего роста g	0,010	0,300	-0,63	0,6
Финансовый леверидж	0,582	0,199	0,24	1
Инвестиции	0,082	0,047	0	0,24
Общий уровень дивидендных выплат	0,025	0,042	0	0,25
Осязаемость активов	0,504	0,191	0,06	0,81
Темп прироста валового внутреннего продукта	-0,184	1,626	-2,5	3,7

ОЦЕНКА И АНАЛИЗ МОДЕЛЕЙ

Модель, рассматривающая влияние характеристик компании и макроэкономической политики на рентабельность (прибыльность) активов:

$$(ROA)_t = a_0 + a_1(g)_{t-1} + a_2(Lev)_{t-1} + a_3(Invest)_{t-1} + a_4(Dividend)_{t-1} + a_5(PPE/A)_{t-1} + a_6(GDP)_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (1)$$

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

С целью повышения точности прогноза регрессионная модель была протестирована на автокорреляцию остатков, гомоскедастичность и на наличие мультиколлинеарности (робастность модели).

Для проверки гипотезы о незначимости регрессии в целом (т.е. гипотезы о нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных: $g, Lev, Invest, Dividend, PPE/A, GDP$) мы использовали критерий Вальда, основанный на статистике $Wald = qF$, где F – обычная F -статистика для проверки гипотезы, а q – количество линейных ограничений на параметры модели ($q = 6$). Статистика критерия Вальда имеет асимптотическое

распределение хи-квадрат с q степенями свободы. На основе асимптотического распределения наблюдаемый уровень значимости соответствует наблюдаемому значению 5,55, равен $\text{Prob} > \chi^2 = 0,000$, так что гипотеза о нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных отвергается. Полученные результаты характеризуют высокую статистическую значимость оценок коэффициентов.

Тест на автокорреляцию остатков проводился с использованием критерия Дики-Фуллера с константой и трендом и с учетом перехода к первым разностям. Диагностика указывает на стационарность временных рядов (уровень значимости (MacKinnon approximate p-value for $z(t)$) для независимых переменных меньше 5%-ного уровня значимости). Критические оценки и тестовая статистика отклоняют нулевую гипотезу (тестовая статистика превышает критическое значение на 5%-ном уровне значимости). Тем самым следует принять гипотезу о правильности спецификации. Можно отметить, что существует долгосрочная связь между характеристиками компании и макроэкономической политикой и прибыльностью.

Регрессионная модель была протестирована на гомоскедастичность (тест Уайта на 5%-ном уровне значимости). В процессе тестирования выяснилось, что уровень значимости 17,61% превышает 5%-ный уровень. Основная гипотеза о гомоскедастичности не отвергается. По представленной модели можно сделать качественный прогноз.

Наконец, был проведен тест на наличие связи между независимыми переменными (мультиколлинеарность – показатель VIF).

В модели присутствует мультиколлинеарность, если для одной из независимых переменных значение коэффициента $VIF > 10$. В нашем случае наибольшее значение значительно существенно ниже 10 ($VIF = 2$), в среднем значение VIF по всем параметрам составляет 1,39. Мультиколлинеарность в модели отсутствует (отклоняется гипотеза о мультиколлинеарности).

Регрессионная модель, рассматривающая влияние характеристик компании и макроэкономической политики государства на рентабельность (прибыльность) активов, позволяет сделать качественный прогноз.

Результаты тестирования первой модели представлены в табл. 2.

Таблица 2

Модель, рассматривающая влияние характеристик компании и макроэкономической политики на рентабельность (прибыльность) активов *

Независимая переменная	Коэффициент	t-статистика	Уровень значимости t-статистики
g	7,301	2,05	0,043
Lev	-13,585	-2,21	0,030
$Invest$	-56,984	-2,11	0,038
$Dividend$	66,153	2,61	0,011
PPE/A	-1,566	-0,21	0,836
GDP	-2,171	-3,32	0,001
Константа	14,007	2,34	0,022

*Количество наблюдений: 86; $R^2 = 29,64\%$; F-статистика = 5,55 [0,000].

Внутренний рост, финансовый леверидж, инвестиции, уровень дивидендных выплат и темп прироста валового внутреннего продукта являются значимыми на 5%-ном уровне значимости.

Положительная связь между внутренним ростом и прибыльностью говорит о сильном влиянии политики менеджмента на экономическую стратегию компании. Руководство

компания стремится снизить уровень риска, действуя по логике предупредительного мотива, резервируя прибыль для дальнейшего погашения долговых обязательств и тем самым регулируя долговой уровень. Менеджмент не только влияет на цену акции, но и регулирует уровень их риска с учетом информационных сигналов с рынков.

Как отмечает Луценко [10], менеджмент стремится сберечь денежные средства (учитывая негативные шоки на рынках капитала) и в дальнейшем направлять их на более приоритетные проекты независимо от их инвестиционной привлекательности или, напротив, погашая свой долг и регулируя свой долговой уровень.

Российские компании стремятся использовать внутренний источник финансирования для последующей корректировки структуры капитала (отрицательная связь между финансовым левериджем и рентабельностью активов). Другими словами, российские организации будут действовать в русле иерархической теории оптимального финансирования, прибегая к самому дешевому источнику финансирования – чистой прибыли.

При благоприятных рыночных условиях корректировка структуры капитала является менее дорогостоящей, чтобы обратиться к эмиссионной деятельности.

В условиях макроэкономической нестабильности (негативных последствий на внешних рынках, слабой макроэкономической политики) руководство компании будет использовать прибыль для финансирования хозяйственной деятельности (отрицательная связь между темпами прироста ВВП и прибылью) как дешевый источник.

Подобная позиция автора корреспондирует с работой Фрэнка и Гойала [11].

Кроме того, внешний шок влияет на финансовую политику. Прежде всего речь идет об издержках приспособления, которые заставляют менеджмент пересматривать структуру капитала, частично корректируя ее с использованием накопленной прибыли, которую компания пассивно накапливает [12].

Показатель темпов роста ВВП тесно связан с показателем инвестиций и является индикатором экономических перспектив (положительная связь инвестиций и прибыльности).

Негативные последствия макроэкономической политики влияют на потенциал компании и ее инвестиционную политику (отрицательная связь инвестиций, темпов роста ВВП и прибыльности).

Наконец, дивиденды изменяются в зависимости от возрастающей информации о прибыли в будущем периоде (положительная связь между уровнем дивидендных выплат и прибылью). Кроме того, дивидендные выплаты вместе с показателем внутреннего роста позволяют передать существенный сигнал о прибыли инвесторам и акционерам компании.

Российские компании, следуя логике предупредительного мотива, стремятся разумно проводить финансовую политику, резервируя часть прибыли (создавая определенный денежный запас), в условиях негативных последствий макроэкономической политики в качестве инвестиционного ресурса.

Модель, рассматривающая влияние характеристик компании и макроэкономической политики на эмиссионную деятельность:

$$\begin{aligned} (Equity_Issues)_t = & a_0 + a_1(g)_{t-1} + a_2(Lev)_{t-1} + a_3(Invest)_{t-1} + \\ & + a_4(PPE/A)_{t-1} + a_5(GDP)_{t-1} + \varepsilon_t ; \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} (Debt_Issues)_t = & a_0 + a_1(g)_{t-1} + a_2(Lev)_{t-1} + a_3(Invest)_{t-1} + \\ & + a_4(PPE/A)_{t-1} + a_5(GDP)_{t-1} + \varepsilon_t . \end{aligned} \quad (3)$$

Для оценки моделей мы использовали метод кажущихся несвязанных регрессий (Seemingly Unrelated Regressions – SUR) для учета коррелированности ошибок для разных субъектов (самостоятельных регрессионных уравнений, каждое из которых со своей зависимой переменной и объясняющими экзогенными переменными) в совпадающие моменты времени. Мерой качества оценки (наличие коррелированности ошибок между самостоятельными регрессионными уравнениями) в рамках метода SUR является тест Вальда, который основан на гипотезе незначимости регрессии в целом (то есть гипотезе о нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных).

Результаты оценки с помощью метода SUR представлены в табл. 3.

Таблица 3

**Результаты тестирования модели с использованием метода
кажущихся несвязанных регрессий (SUR)**

Независимая переменная	Equity_Issues		Debt_Issues	
	Коэффициент	Стандартная ошибка	Коэффициент	Стандартная ошибка
<i>g</i>	0,024 (2,04)*	0,012	-0,079 (-2,65)	0,030
<i>Lev</i>	0,067 (3,29)	0,020	-0,027 (-0,52)	0,052
<i>Invest</i>	-0,267 (-3,14)	0,085	0,022 (0,10)	0,219
<i>PPE/A</i>	0,088 (3,57)	0,025	-0,146 (-2,29)	0,063
<i>GDP</i>	-0,010 (-3,09)	0,002	0,012 (2,18)	0,006
Константа	-0,048 (-2,43)	0,020	0,162 (3,20)	0,050
Количество наблюдений	86		86	
Wald chi2(10) = 49,42, Prob > chi2 = 0,000				

* В круглых скобках представлено *P*-значение (*z*-статистика).

Полученные результаты показывают, что статистика критерия Вальда имеет асимптотическое распределение хи-квадрат с *q* степенями свободы. На основе этого асимптотического распределения наблюдаемый уровень значимости соответствует наблюдаемому значению 49,42, равен $\text{Prob} > \text{chi}2 = 0,000$, так что гипотеза о нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных отвергается. Модель SUR лучше подходит для описания данных, чем модель простой регрессии.

Увеличение финансирования за счет эмиссии акций совместимо с подходом усовершенствования информационной среды (получение более полной информации о ситуации на финансовых рынках) и сокращением затрат, связанных с неблагоприятным отбором [6; 7].

Руководство российских компаний будет следовать логике предупредительного мотива (выше было отмечено), сберегая денежные средства для последующего погашения долгосрочных обязательств (отрицательная связь между показателем внутреннего роста и эмиссией долговых обязательств).

Компании с высоким уровнем финансового левериджа менее всего готовы профинансировать свои выплаты, прибегая к дополнительной эмиссии акций (положительная связь между финансовым левериджем и эмиссией акций).

Макроэкономическая политика государства влияет на инвестиционные ожидания российской компании. Отрицательная связь инвестиций, прироста ВВП с эмиссией акций показывает, что компании следуют принципу предупредительного мотива, используя внутренние резервы (чистую прибыль и амортизацию), чтобы профинансировать инвестиции.

Как было отмечено Майерсом и Мейлафом [13], предупредительный (сберегающий) мотив может быть связан с финансовой неустойчивостью, поэтому компании сберегают больше денежных средств.

В условиях ограничений доступа к долговому капиталу российские компании могут перераспределять свой собственный капитал. Отрицательные сигналы со стороны фондового рынка заставляют менеджмент организаций переключаться на внутренние источники финансирования, следуя логике предупредительного мотива. Наконец, определенность в макроэкономической политике государства влияет на положительные тенденции в отношении доступа к долгу и инвестиционных перспектив (положительная связь между приростом ВВП и эмиссией долговых обязательств).

Отрицательная связь между осязаемостью активов и эмиссией долговых обязательств говорит о том, что руководство российских компаний будет придерживаться иерархической теории оптимального финансирования. Другими словами, осязаемость — это сигнал, когда срабатывает механизм предупредительного мотива, переключая компании на более дешевый источник финансирования. Низкая информационная асимметрия связана с осязаемостью (имущественным обеспечением), делая эмиссию акций менее дорогостоящей.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Компании производят эмиссию акций, когда обладают максимально полной информацией о ситуации на рынке и когда сам рынок является оживленным. В условиях влияния невнятной макроэкономической политики и негативных факторов руководство компании вынуждено отказаться от эмиссионной деятельности, прибегая к внутреннему источнику финансирования своих инвестиций, следуя логике предупредительного мотива. Низкая информационная асимметрия (осязаемость активов) дает возможность решать руководству российской компании проблему выбора источников финансирования (неблагоприятного отбора), в чем проявляется следование иерархической теории оптимального финансирования. Наконец, приоритетом финансовой политики российских компаний является накопление резерва для последующей корректировки структуры капитала. В условиях ограничений доступа к международным рынкам капитала (ввиду экономических санкций в отношении ряда российских энергетических компаний) имущественное обеспечение может служить страховым механизмом, позволяющим несколько снизить риск негативных последствий. Менеджмент не только влияет на стоимость компании, но и регулирует уровень ее риска (цена капитала) с учетом информационных сигналов с рынков.

Литература

1. *Korajczyk R., Levy A.* Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints // *Journal of Financial Economics*. — 2003. — Vol. 68. — Pp. 75–109.
2. *Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R.* The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings // *Journal of Financial Economics*. — 1999. — Vol. 52. — Pp. 3–46.
3. *Harford J., Mansi S., Maxwell W.* Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US // *Journal of Financial Economics*. — 2008. — Vol. 87. — Pp. 535–555.
4. *Brav A., Graham J., Harvey C., Michaely R.* Payout Policy in the 21st Century // *Journal of Financial Economics*. — 2005. — Vol. 77. — Pp. 483–527.
5. *Ham C., Kaplan Z., Leary T.* Do Dividends Convey Information About Future Earnings? // Working paper Washington University, 2017. — Pp. 1–59.
6. *Choe H., Masulis R., Nanda V.* Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence // *Journal of Empirical Finance*. — 1993. — Vol. 1. — Pp. 3–31.

7. *Chang X., Chen Y., Dasgupta S.* Macroeconomic Conditions, and Firms' Financing Decisions // Working paper Chinese University of Hong Kong, 2018. – Pp. 1–48.
8. *Chang X., Dasgupta S., Hilary G.* Analyst coverage and financing decisions // *Journal of Finance*. – 2006. – Vol. 61. – Pp. 3009–3048.
9. *Daniel K., Titman S.* Market reactions to tangible and intangible information // *The Journal of Finance*. – 2006. – Vol. 61. – Pp. 1605–1643.
10. *Луценко С.И.* О контроле за финансированием выплат российских компаний // *Общество и экономика*. – 2017. – № 3–4. – С. 82–97.
11. *Frank M., Goyal V.* The Profits-Leverage Puzzle Revisited // Working Paper Carlson School of Management, University of Minnesota, Hong Kong University of Science and Technology, 2014. – Pp. 1–52.
12. *Leary M., Roberts M.* Do firms rebalance their capital structures? // *The Journal of Finance*. – 2005. – Vol. 60. – Pp. 2575–2619.
13. *Myers S., Majluf N.* Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Working paper NBER, 1984. – Pp. 1–57.

References

1. *Korajczyk R., Levy A.* Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints // *Journal of Financial Economics*. – 2003. – Vol. 68. – Pp. 75–109.
2. *Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R.* The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings // *Journal of Financial Economics*. – 1999. – Vol. 52. – Pp. 3–46.
3. *Harford J., Mansi S., Maxwell W.* Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – Vol. 87. – Pp. 535–555.
4. *Brav A., Graham J., Harvey C., Michaely R.* Payout Policy in the 21st Century // *Journal of Financial Economics*. – 2005. – Vol. 77. – Pp. 483–527.
5. *Ham C., Kaplan Z., Leary T.* Do Dividends Convey Information About Future Earnings? // Working paper Washington University, 2017. – Pp. 1–59.
6. *Choe H., Masulis R., Nanda V.* Common stock offerings across the business cycle: Theory and evidence // *Journal of Empirical Finance*. – 1993. – Vol. 1. – Pp. 3–31.
7. *Chang X., Chen Y., Dasgupta S.* Macroeconomic Conditions, and Firms' Financing Decisions // Working paper Chinese University of Hong Kong, 2018. – Pp. 1–48.
8. *Chang X., Dasgupta S., Hilary G.* Analyst coverage and financing decisions // *Journal of Finance*. – 2006. – Vol. 61. – Pp. 3009–3048.
9. *Daniel K., Titman S.* Market reactions to tangible and intangible information // *The Journal of Finance*. – 2006. – Vol. 61. – Pp. 1605–1643.
10. *Lutsenko S.I.* О контроле за финансированием выплат российских компаний // *Общество и экономика*. – 2017. – № 3–4. – С. 82–97.
11. *Frank M., Goyal V.* The Profits-Leverage Puzzle Revisited // Working Paper Carlson School of Management, University of Minnesota, Hong Kong University of Science and Technology, 2014. – Pp. 1–52.
12. *Leary M., Roberts M.* Do firms rebalance their capital structures? // *The Journal of Finance*. – 2005. – Vol. 60. – Pp. 2575–2619.
13. *Myers S., Majluf N.* Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Working paper NBER, 1984. – Pp. 1–57.

Статья поступила в редакцию 23 ноября 2018 г.