DOI: 10.17747/2618-947X-2020-3-316-323
УДК 336.64

CC BY 4.0

Влияние менеджмента на долговую корпоративную политику

С.И. Луценко[1, 2]
[1] НИИ корпоративного и проектного управления
[2] Институт экономических стратегий ООН РАН

АННОТАЦИЯ

В статье рассматриваются особенности влияния финансовых решений менеджмента российских публичных компаний на долговую политику. В исследование включены показатели внутреннего роста и дивидендных выплат, с помощью которых можно оценить корпоративную финансовую политику. Внутренний рост является индикатором регулирования долговой стратегии. Данный показатель позволяет оценить предупредительный мотив (политику компаний при выборе источника финансирования с учетом его цены). Зависимость цены акции от рыночной стоимости активов определяет установку связи между экономическими интересами акционеров и финансовыми решениями менеджмента. Показатель дивидендных выплат позволяет оценить влияние внешних негативных последствий (шоков) на поведение инвесторов при оценке прибыли. Увеличение дивидендных выплат связано с их финансированием из внешнего источника. Менеджмент действует в логике предупредительного мотива, сохраняя часть прибыли для дальнейшего погашения долга перед кредиторами. Руководство российских компаний не только влияет на цену акций, но и регулирует уровень долговой нагрузки. Организация может использовать дивидендные выплаты на реинвестирование активов (в качестве инвестиционного ресурса). Показано, как российские публичные компании решают проблему неблагоприятного отбора, переключаясь на более дешевые источники финансирования. Стоимость долга связана с уровнем инвестирования в компанию. Залог (имущественное обеспечение) является гарантией для кредиторов, поскольку, получая доступ к долговому финансированию, компания предоставляет кредитору полную информацию об имуществе, тем самым снижая риски, связанные с привлечением долга. Российские публичные компании реагируют на изменения задолженности увеличением значения величины активов, что согласуется с рекапитализацией компании (изменением структуры капитала за счет увеличения долга и использования его для выплат дивидендов акционерам).

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:

долговая политика, вклад менеджмента, предупредительный мотив, структура капитала, внешние негативные последствия, рекапитализация компании, источник финансирования, дивидендные выплаты.

ДЛЯ ЦИТИРОВАНИЯ:

Луценко С.И. (2020). Влияние менеджмента на долговую корпоративную политику // Стратегические решения и риск-менеджмент. Т. 11. № 3. С. 316–323. DOI: 10.17747/2618-947X-2020-3-316-323.

Исследование, по материалам которого написана статья, удостоено признательности со стороны Федеральной службы государственной статистики (Росстата).
Автор выражает благодарность А.В. Трачуку и Н.В. Линдер за помощь в подготовке к публикации статьи, а также А.М. Владыкиной за ценные замечания.

Influence of management on debt corporate policy

S.I. Lutsenko[1, 2]
[1] The Corporate and Project Management Institute
[2] Institute for Economic Strategies of the Social Sciences Division of the Russian Academy of Sciences

ABSTRACT

The author considers features of influence of finance solutions of management of the Russian public companies on debt policy. In a research are included indicators of internal growth and dividend payments by means of which it is possible to estimate corporate financial policy. Internal growth is the indicator of regulation of debt strategy, the including mechanism of precautionary motive. The dependence of the share price on the market value of assets defines installation of communication between the economic interests of shareholders and finance solutions of management. The indicator of dividend payments allows to estimate influence of external negative effects (shocks) on behavior of investors at profit assessment. Increase in dividend payments is connected with their financing from an external source. Management works in logic of precautionary motive, keeping a part of profit for further debt repayment before creditors. The management of the Russian companies not only influences the share price, but also regulates the level of a debt load. The company can use dividend payments on reinvestment of assets (as an investment resource). The author shows as the Russian public companies, solve a problem of adverse selection, switching to cheaper financing sources. The value of a debt is connected with the level of investment into the company. Pledge (property providing) is a guarantee for creditors. As, getting access to debt financing, the company provides to the creditor the complete information about property, thereby, reducing the risks connected with attraction of a debt. The Russian public companies react to changes of debt increase in value of size of assets that will be approved with recapitalization of the company (change of the capital structure due to debt increase and its use for dividend payouts to shareholders).

KEYWORDS:

debt policy, management contribution, precautionary motive, capital structure, external negative effects, recapitalization of the company, financing source, dividend payments.

FOR CITATION:

Lutsenko S.I. (2020). Influence of management on debt corporate policy. *Strategic Decisions and Risk Management,* 11(3), 316-323. DOI: 10.17747/2618-947X-2020-3-316-323.

1. ВВЕДЕНИЕ

Как отмечается в Указе Президента РФ «О стратегии национальной безопасности Российской Федерации»[1], в целях противодействия угрозам экономической безопасности органам государственной власти необходимо реализовывать социально-экономическую политику, предусматривающую, в частности, повышение уровня прямых инвестиций, а также направленную на реализацию доступности кредитования за счет «длинных» денег. Речь в указе идет о действиях со стороны государства в отношении поддержки российских компаний в получении долгосрочных кредитов на внутреннем рынке с использованием государственных гарантий, поскольку существует ограничение доступа некоторых российских компаний к зарубежным источникам фондирования в связи с санкциями в отношении России со стороны Евросоюза и США (в частности, секторальными санкциями Евросоюза к некоторым отраслям российской экономики, например энергетической отрасли).

Привлечение денежных ресурсов из внешних источников финансирования, в том числе кредитование в банках, является распространенной практикой пополнения недостающих финансовых ресурсов со стороны российских компаний[2].

В соответствии с Законом «Об инвестиционной деятельности в РСФСР»[3] источником финансирования инвестиционной деятельности являются наряду с собственными финансовыми ресурсами и внутрихозяйственными резервами инвестора заемные финансовые средства инвестора, а также привлеченные финансовые средства инвестора (средства, получаемые от продажи акций).

В соответствии с п. 3.2 Постановления Госкомстата[4] прямые инвестиции отражают долговременную экономическую заинтересованность инвестора в деятельности хозяйственной единицы – предприятия прямого инвестирования. К прямым инвестициям относятся не только исходная операция по вложению капитала, но и все последующие операции между прямым инвестором и предприятием, в том числе операции по привлечению заемных средств и предоставлению кредитных ресурсов.

Как отмечают некоторые авторы [Dathan, Davydenko, 2020], рост числа долговых предложений связан с более низкой стоимостью долга и более выгодными предложениями для заемщика (рефинансирование существующей задолженности на лучших условиях).

В настоящем исследовании оценки влияния на долговую политику автор включает в качестве ключевых характеристик в регрессию (спецификацию) показатели влияния управленческого решения (прокси-переменная – внутренний рост) и дивидендных выплат.

Необходимо отметить, что у российских компаний может возникнуть *ситуация временно́го разрыва денежных потоков*, связанных с получением дохода и выплат распределенной прибыли в виде дивидендов акционерам. Данное обстоятельство обуславливает *экономическую целесообразность привлечения заемного капитала для выполнения обязанности по выплате дивидендов*.

Автор подчеркивает, что в условиях дефицита денежных средств дивидендные выплаты могут быть произведены за счет долгового капитала, в частности банковских кредитов. Легитимность такой ситуации подтверждается судебной практикой[5], поскольку, как правило, источником дивидендов является чистая прибыль. Однако на практике, как было отмечено, при временно́м разрыве денежных потоков, связанных с получением доходов, может быть использован банковский кредит.

Некоторые из исследователей рассматривают влияние стандартных показателей компании (величины активов, осязаемости, рентабельности (прибыльности) активов, денежного потока от операционной деятельности) на структуру капитала [Frank, Goyal, 2003; Lemmon et al., 2008].

В других работах рассматривается влияние долгового капитала на поведение фирмы, прежде всего на решения в области структуры капитала [Faulkender, Petersen, 2006; Graham, Leary, 2011; Gibbons, 2020].

Ряд авторов рассматривают связь долга, основных характеристик (показателей) компании (в частности, осязаемости активов, прибыльности, величины компании) и рынка акций [Israeli et al., 2017].

Однако исследователями не рассматривается ситуация, при которой изменяется финансовая политика компании в ответ на управленческое решение или на изменение внешних последствий на рынках капитала. Автор попытался восполнить этот пробел.

Автор расширяет фокус исследования, включая кроме стандартных показателей *вклад менеджмента в стоимость компании* и *шок*. Использование этих двух факторов позволит оценить долговую политику компаний с учетом предупредительного мотива (выбора источника финансирования согласуясь с его ценой). Ранее эти показатели исследователями совместно не рассматривались. Деятельность или вклад менеджмента в компанию определяется прокси-переменной, то есть замещающей переменной, имеющей зависимость с деятельностью менеджмента – показателем внутреннего роста. А шок или влияние внешних негативных последствий на компанию определяется прокси-переменной – дивидендные выплаты. Эти показатели позволяют проанализировать долговую корпоративную политику российских публичных компаний, а также механизм предупредительного мотива (выбора финансирования с учетом цены капитала).

Финансовое положение компании является объективным ключевым фактором, который в первую очередь влияет на благосостояние акционеров. Чем больше в структуре баланса (исходя из его рыночных показателей) разница между активами компании и его обязательствами перед

[1] Указ Президента РФ от 31.12.2015 № 683 «О стратегии национальной безопасности Российской Федерации». URL: http://www.kremlin.ru/acts/bank/40391/page/5.
[2] Постановление Шестого арбитражного апелляционного суда от 02.07.2020 по делу № А73-3888/2011 // Консультант Плюс. URL: https://clck.ru/RvyuJ.
[3] Закон РСФСР от 26.06.1991 № 1488-1 «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» // Консультант Плюс. URL: https://clck.ru/RvyyW.
[4] Постановление Госкомстата РФ от 28.10.2002 № 204 «Об утверждении Методологических положений по организации статистического наблюдения за движением иностранных инвестиций в соответствии с Руководством по платежному балансу» // Консультант Плюс. URL: https://clck.ru/Rvz4W.
[5] Постановление Одиннадцатого арбитражного апелляционного суда от 06.02.2014 по делу № А55-20960/2013 // Консультант Плюс. URL: https://clck.ru/Rvz8z.

третьими лицами, тем выше рыночная стоимость компании[6].

Необходимо подчеркнуть, что рыночная стоимость представляет собой стоимость компании на фондовой бирже с учетом влияния спроса, предложения, ликвидности, а также шока[7]. Под шоком понимается внешнее негативное последствие, не регулируемое компанией (в частности, колебания рынка, манипулирование ценой акции, финансовый кризис).

Как отмечает Европейский суд по правам человека[8], цена акции зависит в большей степени от политики менеджмента.

В свою очередь, риск обесценения акций связан с ошибками управления. Поэтому руководители должны действовать в интересах компании и, таким образом, акционеров, поскольку в долгосрочной перспективе экономические интересы последних совпадают с интересами компании.

Приращение стоимости активов компании (в том числе за счет нераспределенной чистой прибыли) устанавливает прямую корреляционную связь с повышением стоимостного значения акции.

В другом своем постановлении[9] Европейский суд по правам человека заключает, что *цена акции зависит от стоимости бизнеса (рыночной стоимости активов)*, что является критерием установления связи между интересами акционеров и управленческими решениями, которые могут привести к негативным последствиям (причинению ущерба) для компании.

Позиция Европейского суда подтверждает правильность выбора факторов (вклада менеджмента и шока) при оценке долговой политики, поскольку управленческое решение влияет на цену акции, от которой зависит, в свою очередь, благосостояние акционера.

Имущественный интерес акционера (его благосостояние) заключается в обеспечении нормального финансового положения с увеличением доходности коммерческой организации, что достигается, в частности, посредством принятия управленческих решений, направленных на максимизацию ее активов[10].

1. МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ И ОПИСАНИЕ ВЫБОРКИ

Для оценки влияния решений менеджмента и внешних шоков на долговую корпоративную политику были отобраны 24 публичные российские компании из 10 отраслей экономики: сельского хозяйства (производство, переработка и реализация сельскохозяйственной продукции), нефтегазового комплекса (нефтяная и газовая промышленность), пищевой промышленности (производство и переработка мяса птицы, свинины и комбикормов), черной и цветной металлургии, машиностроения (производство частей и принадлежностей автомобилей и двигателей), электроэнергетики, строительства (производство общестроительных работ), торговли (розничная торговля продовольственными и непродовольственными товарами), транспорта (транспортирование по трубам, морской транспорт), телекоммуникациям (услуги связи). В выборку были включены публичные российские компании с суммарным доходом более 10 млрд руб.[11] Условием отбора являлось наличие отчетности по международным стандартам финансовой отчетности. Акции компании должны обращаться на фондовом рынке. Информация об организациях получена из годовых финансовых отчетов, отчетов эмитентов, а также данных на корпоративных сайтах. Период выборки – 2016–2019 годы. Количество наблюдений для каждой компании варьируется (для одних компаний – 2017–2019 годы, для других – 2016–2019 годы), поэтому данные являются несбалансированными. Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета Stata.

2. ОПИСАНИЕ ПЕРЕМЕННЫХ

При оценке спецификации (регрессии) была использована зависимая переменная (объясняемая переменная) – долгосрочная задолженность (показатель используется в качестве индикатора долговой корпоративной политики, а также позволяет оценить политику компании с учетом предупредительного мотива (the precautionary motive)). Следуя логике предупредительного мотива [Opler et al., 1999], компании стремятся сберегать денежные запасы для последующего инвестирования в проекты или регулирования структуры капитала.

Автор настоящей работы использует не совокупный долг, а именно долгосрочную задолженность, поскольку она может являться источником финансирования инвестиций, а также отражает экономическую заинтересованность инвестора в перспективе.

В качестве независимых (объясняющих) переменных были отобраны внутренний рост, уровень дивидендных выплат, инвестиции, величина компании, рентабельность активов и осязаемость активов. Необходимо отметить, что дивиденды могут служить для компании инвестиционным ресурсом.

Долгосрочная задолженность (*Long_Debt*) определяется как отношение долгосрочных обязательств к совокупной величине активов.

Показатель внутреннего роста (*g*) позволяет устранить внешние влияния (ошибочные оценки рынка, макроэкономические факторы) на компанию. Он представляет собой внутреннюю часть роста стоимости компании и позволяет оценить реальный вклад руководства в рыночную

[6] Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного суда Российской Федерации от 19.08.2019 по делу № А43-1397/2017 // Консультант Плюс. URL: https://clck.ru/RvzAe.
[7] Постановление Арбитражного суда Уральского округа от 05.03.2018 по делу № А76-30243/2016 // // Консультант Плюс. URL: https://clck.ru/RvzCn.
[8] Постановление Европейского суда по правам человека от 31.07.2014. ОАО Нефтяная компания «Юкос» против Российской Федерации. URL: https://clck.ru/RvzK7.
[9] Постановление Европейского суда по правам человека от 07.07.2020. Альберт и другие против Венгрии // URL: https://clck.ru/RvzQn.
[10] Постановление Пятнадцатого арбитражного апелляционного суда от 26.03.2020 по делу № А53-33668/2019 // Консультант Плюс. URL: https://clck.ru/RvzVj.
[11] Приказ ФНС России от 16.05.2007 № ММ-3-06/308@ // Консультант Плюс. URL: https://clck.ru/DELZD.

капитализацию [Daniel, Titman, 2006]. Рассчитывается этот показатель по формуле

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

где *ME* – рыночная капитализация, *r* – логарифм среднего значения доходности акций. Российский фондовый рынок является неустойчивым, долгосрочный период считается как три года и более. Управленческое решение должно приниматься прежде всего с позиции максимизации стоимости бизнеса.

Уровень дивидендных выплат (*Dividend*) определяется как отношение величины выплаченных дивидендов к совокупной величине активов. Показатель влияет на поведение инвесторов. Кроме того, он является ориентиром выбора источника финансирования с учетом издержек корректировки структуры капитала и влияния внешних негативных последствий.

Инвестиции (*Invest*) рассчитываются как отношение величины приобретения основных средств и нематериальных активов к совокупной величине активов.

Величина компании (*Ln_Assets*) определяется как натуральный логарифм общей величины активов. Показатель характеризует имущественное обеспечение компании при обращении к долговому финансированию.

Рентабельность (прибыльность) активов (*ROA*) определяется как отношение прибыли после налогообложения (чистой прибыли) к совокупной величине активов (в процентах).

Осязаемость активов (*PPE/A*) рассчитывается как отношение основных средств к совокупной величине активов. Данный показатель связан с информационной асимметрией и позволяет выбирать источник финансирования с учетом его стоимости.

Все независимые переменные являются лагированными. Лаг составляет один год.

Описательная статистика представлена в табл. 1. В среднем на каждый рубль совокупных активов приходится 31 коп. долгосрочных обязательств (в том числе в виде кредитов и займов). Среднее значение рентабельности составляет 4,2%. На каждый рубль совокупных активов приходится в среднем 7,5 коп. инвестиций. Среднее значение дивидендных выплат составляет 3,2 коп. на 1 руб. активов. Наконец, вклад менеджмента в стоимость компании в среднем составляет 16,7 коп. на 1 руб. совокупных активов.

3. ОЦЕНКА И АНАЛИЗ МОДЕЛИ

Спецификация (регрессия), рассматривающая влияние управленческой политики и внешних негативных последствий на долговую корпоративную политику, выглядит как:

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

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.

В целях улучшения точности регрессия (спецификация) была протестирована на гипотезу о незначимости регрессии в целом, автокорреляцию остатков, а также на наличие мультиколлинеарности (робастность модели).

Для проверки гипотезы о незначимости регрессии в целом (то есть гипотезы о нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных *g, Dividend, Invest, Ln_Assets, ROA, PPE/A)* использовался 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 10,29 (Prob > chi2 = 0,000). Гипотеза о нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных отвергается. Полученные результаты позволяют сказать о высокой статистической значимости 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 временны́х рядов (уровень значимости (MacKinnon approximate *p-value* for *z*(*t*)) для независимых переменных меньше 5-процентного уровня значимости). Критические оценки и тестовая статистика отклоняют нулевую гипотезу (тестовая статистика превышает критическое значение на 5-процентном уровне значимости). Необходимо принять гипотезу о правильности спецификации. Существует долгосрочная связь между управленческими решениями, внешними рыночными влияниями и долговой корпоративной политикой.

Таблица 1
Описательная статистика

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
Долгосрочная задолженность	0,309	0,175	0,00	1,00
Внутренний рост (вклад менеджмента в стоимость компании)	0,167	0,306	–0,49	1,42
Дивидендные выплаты	0,032	0,043	0,00	0,22
Инвестиции	0,075	0,040	0,00	0,20
Величина компании	12,864	1,705	9,30	16,90
Рентабельность (прибыльность) активов	4,192	12,607	–58,50	28,00
Осязаемость активов	0,480	0,251	0,02	0,86

Таблица 2

Модель, рассматривающая влияние решений менеджмента и внешних рыночных влияний (шоков) на долговую финансовую политику

Независимые переменные	Коэффициент	*t*-статистика	Уровень значимости *t*-статистики
g	0,126	2,35	0,021
Dividend	1,156	2,96	0,004
Invest	1,108	2,21	0,030
Ln_Assets	0,024	2,42	0,018
ROA	– 0,008	– 6,09	0,000
PPE/A	– 0,199	– 2,50	0,015
Константа	– 0,015	– 0,11	0,911

Примечание. Количество наблюдений – 86; R^2 = 46,86%; *F*-статистика = 10,29 (0,000).

Был проведен тест на наличие связи между независимыми переменными (мультиколлинеарность – показатель VIF (Variance Inflation Factor)).

В модели присутствует мультиколлинеарность, если для одной из независимых переменных значение коэффициента VIF > 10. В нашем случае наибольшее значение значительно ниже 10 (VIF = 1,89), в среднем значение VIF по всем параметрам составляет 1,48. Мультиколлинеарность в модели отсутствует (отклоняется гипотеза о мультиколлинеарности).

По представленной регрессии можно сделать качественный прогноз.

Результаты тестирования регрессионной модели представлены в табл. 2.

Гипотеза о нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных отвергается. В данном случае результаты говорят о высокой статистической значимости оценок коэффициентов (независимых переменных), поскольку значение в скобках (0,000) меньше 5-процентного уровня значимости.

Все независимые переменные являются значимыми на 5-процентном уровне значимости.

Результаты показывают, что руководство стремится снизить уровень риска, действуя в логике предупредительного мотива, сохраняя часть прибыли для дальнейшего исполнения долговых обязательств (положительная связь между показателем внутреннего роста и долговой политикой и отрицательная – между прибыльностью и долгосрочной задолженностью). Тем самым менеджмент не только влияет на цену акции, но и регулирует уровень долга с учетом внешних отрицательных сигналов на рынке [Луценко, 2019].

Рост долговых предложений связан с более низкой стоимостью задолженности и ведет к росту величины инвестиций, как считают некоторые исследователи [Dathan, Davydenko, 2020]. Об этом говорит положительная связь между инвестициями и долговой политикой российских публичных компаний.

Данный вывод соответствует результатам, полученным [Dathan, Davydenko, 2020]. Речь идет о том, что более низкая цена долга приводит к росту инвестиций в компанию. Можно отметить, что компании стремятся действовать в логике предупредительного мотива, переключаясь на более дешевый источник финансирования.

Но, в отличие от авторов [Dathan, Davydenko, 2020], автор настоящей работы включает в исследование дополнительно два показателя: внутреннего роста (вклада менеджмента в компанию) и шока (дивидендных выплат), как было отмечено выше, для оценки долговой корпоративной политики. Кроме того, эти два показателя позволяют рассмотреть поведение российских компаний в логике предупредительного мотива (политики выбора финансирования с учетом цены капитала).

Дивиденды являются индикатором влияния внешних негативных последствий (шоков), заставляя компанию корректировать свою структуру капитала с использованием нераспределенной чистой прибыли [Leary, Roberts, 2005].

Российские публичные компании извлекают выгоду, связанную с увеличением долга, используя его для финансирования выплат акционерам (положительная связь между дивидендными выплатами и долговой политикой). В условиях негативных шоков руководство организаций стремится корректировать структуру капитала, прибегая к долговому финансированию.

Организации могут перераспределять собственный капитал (через дивидендные выплаты), направляя его на реинвестирование активов (накапливая денежные средства для дальнейшего инвестирования в проекты с высокой чистой приведенной стоимостью). Дивиденды могут использоваться компанией в качестве инвестиционного ресурса (положительная связь между дивидендами и показателем долгосрочной задолженности).

Российские публичные компании решают проблему неблагоприятного отбора, используя более дешевый источник (в частности, прибыль) для финансирования инвестиций (отрицательная связь между рентабельностью активов и долговой политикой).

В условиях финансовых ограничений компании стремятся смягчить недостаток денежных средств, прибегая к долговому финансированию с использованием имуще-

ственного обеспечения (отрицательная связь между осязаемостью активов и долгосрочной задолженностью).

Поскольку имущественное обеспечение является гарантией для кредиторов при долговом финансировании, заемщик получает легкий доступ к долговому капиталу, предоставляя полную информацию о своих материальных активах потенциальному инвестору [Harris, Raviv, 1991], тем самым снижая риски, связанные с привлечением финансирования.

Российские публичные компании реагируют на увеличение задолженности путем умеренного увеличения активов, что согласуется с рекапитализацией компании (положительная связь величины компании и долгосрочной задолженности) и логикой Гиббонса [Gibbons, 2020]. В данном случае речь идет об изменении структуры капитала компании за счет увеличения долга и выплат акционерам за его счет.

4. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В заключение необходимо отметить, что включение в спецификацию (регрессию) таких показателей, как внутренний рост и дивиденды, позволяет оценить реальный вклад менеджмента и негативных шоков на долговую корпоративную политику. Руководство, действуя в логике предупредительного мотива (с учетом цены финансирования), стремится принимать взвешенное решение в интересах своих организаций и акционеров. Управленческое решение при выборе источника финансирования инвестиций принимается с учетом его цены. Дивиденды могут быть использованы в качестве инвестиционного ресурса. В качестве источника выплат дивидендов акционерам может выступать долговое финансирование, что согласуется с рекапитализацией компании. Менеджмент влияет не только на стоимость компании, но и координирует уровень ее риска (цена капитала) с учетом негативных сигналов (шоков) с рынков.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Луценко С.И.* (2019). Механизм влияния макроэкономических и управленческих факторов на финансовые решения компании // Финансовый менеджмент. № 1. С. 3–13.
2. *Daniel K., Titman S.* (2006). Market reactions to tangible and intangible information // The Journal of Finance. Vol. 61. P. 1605–1643.
3. *Dathan M., Davydenko S.* (2020). Debt issuance in the era of passive investment. University of Toronto. Working Paper. P. 1–58.
4. *Faulkender M., Petersen M.* (2006). Does the source of capital affect capital structure? // Review of Financial Studies. Vol. 19. P. 45–79.
5. *Frank M., Goyal V.* (2003). Testing the pecking order theory of capital structure // Journal of Financial Economics. Vol. 67. P. 217–248.
6. *Gibbons B.* (2020). Passive debt ownership and corporate financial policy // Pennsylvania State University. Working Paper. P. 1–47.
7. *Graham. J., Leary M.* (2011). A review of empirical capital structure research and directions for the future // Annual Review of Financial Economics. Vol. 3. P. 309–345.
8. *Harris M., Raviv A.* (1991). The theory of capital structure // Journal of Finance. Vol. 46. P. 297–355.
9. *Israeli D., Lee C., Sridharan S.* (2017). Is there a dark side to exchange traded funds? An information perspective // Review of Accounting Studies. Vol. 22. P. 1048–1083.
10. *Leary M., Roberts M.* (2005). Do firms rebalance their capital structures? // The Journal of Finance. Vol. 60. P. 2575–2619.
11. *Lemmon M., Roberts M., Zender J.* (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure // Journal of Finance. Vol. 63. P. 1575–1608.
12. *Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R.* (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings // Journal of Financial Economics. Vol. 52. P. 3–46.

REFERENCES

1. Lutsenko S.I. (2019). Mekhanizm vliyaniya makroekonomicheskikh i upravlencheskikh faktorov na finansovye resheniya kompanii [The mechanism of influence of macroeconomic and governance factors on company finance solutions]. *Finansovyy menedzhment [Financial Management]*, 1, 3-13.
2. Daniel K., Titman S. (2006). Market reactions to tangible and intangible information. *The Journal of Finance*, 61, 1605-1643.
3. Dathan M., Davydenko S. (2020). Debt issuance in the era of passive investment. *University of Toronto. Working Paper*, 1-58.
4. Faulkender M., Petersen M. (2006). Does the source of capital affect capital structure? *Review of Financial Studies*, 19, 45-79.
5. Frank M., Goyal V. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-248.
6. Gibbons B. (2020). Passive debt ownership and corporate financial policy. *Pennsylvania State University. Working Paper*, 1-47.
7. Graham. J., Leary M. (2011). A review of empirical capital structure research and directions for the future. *Annual Review of Financial Economics*, 3, 309-345.
8. Harris M., Raviv A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46, 297-355.
9. Israeli D., Lee C., Sridharan S. (2017). Is there a dark side to exchange traded funds? An information perspective. *Review of Accounting Studies*, 22, 1048-1083.
10. Leary M., Roberts M. (2005). Do firms rebalance their capital structures? *The Journal of Finance*, 60, 2575-2619.
11. Lemmon M., Roberts M., Zender J. (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. *Journal of Finance*, 63, 1575-1608.
12. Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

Сергей Иванович Луценко
Эксперт НИИ корпоративного и проектного управления, аналитик Института экономических стратегий ООН РАН, соавтор документа «Стратегия развития электросетевого комплекса Российской Федерации», автор проекта «Контуры Концепции развития финансового кластера Российской Федерации на долгосрочную перспективу».
Область научных интересов: корпоративное управление, финансирование компаний.
E-mail: scorp_ante@rambler.ru

ABOUT THE AUTHOR

Sergej I. Lutsenko
Expert of the Corporate and Project Management Institute, the analyst of Institute for Economic Strategies of the Social Sciences Division of the Russian Academy of Sciences, the co-author of the document "Strategy of development of an electric grid complex of the Russian Federation", the author of the project "Contours of the Concept of Developing Financial Cluster of the Russian Federation in the Long-Term Period".
Research interests: corporate governance, financing of companies.
E-mail: scorp_ante@rambler.ru