

**Луценко Сергей Иванович** —  
ведущий эксперт Контрольного управления  
Президента РФ.

**Sergey I. Lutsenko** —  
Control Directorate of the President  
of the Russian Federation.



# Механизм влияния корпоративного мошенничества на финансовую политику российских компаний

## Mechanism of Corporate Fraud Influence on Financial Policy of Russian Companies

УДК 34:336.6

В представленной статье рассматриваются особенности влияния корпоративного мошенничества и шоков на структуру капитала компании. Действия российских компаний, связанные с искажением бухгалтерской отчетности, реализацией сделок с заинтересованностью (превышение полномочий со стороны совета директоров), притворных сделок, направленных на вывод активов из компании (нанесение ущерба компании и ее акционерам), а также получением необоснованной налоговой выгоды, способствуют финансовым ограничениям, увеличению непрозрачности компаний. С другой стороны, влияние неблагоприятных шоков на рынках заставляет российские компании ориентироваться на сохранение в компании больших объемов денежных средств. Кроме того, будет рассмотрено влияние неблагоприятных шоков на изменение долговой политики компании. Обращается внимание на связь между корпоративным мошенничеством и финансовой политикой компании с учетом влияния неблагоприятных шоков на источники финансирования.

Мошенничество приводит к тому, что российские компании стремятся сберечь больше денежных средств из-за дополнительных ограничений, связанных с привлечением долгового финансирования. Результаты анализа позволяют говорить о том, что компании выбирают внутренний источник финансирования как менее дорогостоящий, следуя иерархической теории оптимального финансирования. Накопленные денежные запасы позволяют им с меньшими издержками преодолевать последствия неблагоприятных шоков, которые обуславливают финансовую неустойчивость. Корпоративное мошенничество и неблагоприятные шоки влияют на финансовую политику компании, заставляя ее полагаться в большей степени на внутреннее финансирование и постоянно увеличивать свои денежные запасы, решая проблему, связанную с финансовыми ограничениями.

### *Ключевые слова*

Корпоративное мошенничество, шок, структура капитала, внешнее финансирование, внутреннее финансирование.



В статье рассматриваются особенности влияния корпоративного мошенничества и неблагоприятных шоков на финансовую политику (решения, связанные со структурой капитала) публичных российских компаний. Цель исследования — выяснить, какова суть мотивов и действий менеджмента компаний (добросовестность и разумность его действий) при принятии тех или иных финансовых решений, которые влияют на структуру капитала (стоимость компании).

Противоправность поведения исполнительного органа заключается в неразумном и недобросовестном поведении руководителя — не в интересах компании. В соответствии с обычаями делового оборота «законодательство требует, чтобы генеральный директор (управляющая организация, управляющий) и члены правления при осуществлении своих прав и исполнении обязанностей действовали в интересах общества добросовестно и разумно. Обязанность указанных лиц действовать добросовестно и разумно в ин-

The present article discusses the features of the corporate fraud and shocks influence on the capital structure of the company. Actions of Russian companies related to distortion of the accounting reports, implementation of deals with some interest (exceeding authority by the board of directors), sham transactions aimed at withdrawal of assets from the company (damage to the company and its shareholders), as well as obtaining unjustified tax benefit, contribute to financial restrictions and increase the lack of companies' transparency. On the other hand, the impact of adverse market shocks makes Russian companies to focus on saving large amounts of money inside the company. In addition, the paper examines the effect of adverse shocks on changes in the debt policy of the company. Attention is drawn to the link between corporate fraud and financial policies of the company in view of adverse shocks impact on the sources of funding.

Fraud causes the situation when Russian companies tend to save more money because of additional restrictions related to involving debt finance. Analysis results suggest that companies choose the internal source of financing as less expensive, following the hierarchical theory of optimal funding. The accumulated monetary reserves allow them to overcome at lower costs the effects of adverse shocks that determine financial instability. Corporate fraud and adverse shocks affect the company's financial policy, forcing it to rely more on internal financing and to constantly increase its cash reserves, solving the problem associated with financial constraints.

#### *Keywords*

Corporate fraud, shock, capital structure, external financing, internal funding.

тересах общества означает, что они должны проявлять при осуществлении своих прав и исполнении обязанностей, определенных в уставе, заботливость и осмотрительность, которых следует ожидать от хорошего руководителя в аналогичной ситуации при аналогичных обстоятельствах» [1].

Акцент в представленной статье сделан на связь между корпоративным мошенничеством и финансированием в условиях влияния шоков.

Под корпоративным мошенничеством понимается нелегитимный переход права собственности (сделки с заинтересованностью с превышением полномочий директором, притворные сделки) на активы компании к подконтрольным (аффилированным) организациям, искажение и представление ложной бухгалтерской (финансовой) отчетности с целью достижения необходимой оценки рынком, получение необоснованной налоговой выгоды. Особенностью корпоративного мошенничества является обман или злоупотребление доверием законных собственников (акционеров) компании.

Обратимся к особенностям корпоративного мошенничества на примерах из правоприменительной практики.

Длительное время единственными собственниками компании были двое участников. Впоследствии они узнали от регистрирую-

➤ **Корпоративное мошенничество наносит ущерб репутации компании, в том числе при взаимоотношениях с инвесторами, изменяя условия финансирования, и увеличивает неопределенность относительно будущих перспектив компании.**

щих (налоговых) органов, что собственниками данной компании являются уже другие лица. Легитимные собственники компании обратились в суд с целью возврата своих долей. Правоприменитель отметил, что у нелегитимных собственников имелся умысел на совершение мошенничества путем обмана. Они действовали длительное время, согласованно и с распределением ролей, завладев активами компании, а затем переведя их на вновь зарегистрированную организацию [2].

Другой особенностью корпоративного мошенничества является отсутствие в сделке деловой и экономической цели и направленность на вывод активов. Правоприменитель признает такую сделку недействительной (ничтожной). При этом он руководствуется следующими обстоятельствами. Гражданское законодательство основывается на признании равенства участников регулируемых им отношений, неприкосновенности собственности, на свободе договора, недопустимости произвольного вмешательства кого-либо в частные дела, необходимости беспрепятственного осуществления гражданских прав, обеспечения восстановления нарушенных прав, их судебной защиты. Заключение сделок, направленных на вывод активов и причинение вреда имущественным интересам компании, противоречит гражданскому законодательству [3].

Компания, получая внешнее финансирование (займы и кредиты), стремится вывести свои активы (мнимая сделка) с целью невозврата кредита.

Правоприменитель отмечает, что действия лиц (директората) по выводу активов из компании, совершенные с целью невозврата кре-



дита, квалифицируются как мошенничество. Нежелание погашать кредит, предоставленный банком, выражается в умышленном выводе имущества компании из ее активов (компания остается пустой — *shell company* — без права осуществлять реальную хозяйственную деятельность) и последующем внесении дополнительного вклада в уставный капитал другой компании. Целью данного деяния является противоправное обращение имущества в собственность данных лиц (физических лиц), а также сокрытие имущества от взыскания по требованию кредитора (банка) и внесение изменений в учредительные документы компании без намерения создать соответствующие правовые последствия. В данных обстоятельствах правоприменитель заключает, что такая сделка является ничтожной [4].

Еще одной особенностью корпоративного мошенничества является получение компанией необоснованной налоговой выгоды.

Например, одним из оснований для признания налоговой выгоды является незаконное обналичивание денежных средств при оказании услуг другим контрагентам или передача (обналичивание) данных денежных средств в одностороннем порядке со стороны аффилированных (подконтрольных) структур управляющей (контролирующей) компании в качестве дарения [5–7].

При составлении выборки компаний факт корпоративного мошенничества при получении необоснованной налоговой выгоды рассматривался как цепь нереальных (фиктивных) хозяйственных операций, направленных на создание завышенных расходов и неуплату налогов (НДС и налога на прибыль). Данные хозяйственные операции характеризуются как сделки с признаками «карусельного мошенничества» [8].

Существующие исследования рассматривают непосредственную корреляцию между корпоративным мошенничеством и выбором источников финансирования со стороны компаний. Данные работы заключают, что корпоративное мошенничество наносит ущерб репутации компании, в том числе при взаимоотношениях с инвесторами, изменяя ус-

➤ При формировании финансовой политики для российских компаний существенное значение имеет пересмотр кредитных договоров как инструмента, направленного на достижение финансовой гибкости.

ловия финансирования, и увеличивает неопределенность относительно будущих перспектив компании [9, 10]. Как отмечают Лин и другие [10, с. 2], потеря репутации и искажение реальной картины хозяйственной деятельности компании делает внешнее финансирование более дорогостоящим и рестриктивным (ограничительным), поскольку кредиторы накладывают большие ограничения на кредитные соглашения (поднимая процентные ставки, предъявляя высокие требования к имущественному обеспечению или требуя дополнительных гарантий). Дорогостоящее и рестриктивное внешнее финансирование может вынудить компании отказаться от проектов с положительным значением чистой приведенной стоимости (NPV). В последующем компании вынуждены полагаться на внутренние источники финансирования (денежные запасы, необходимые для финансирования инвестиций). Корпоративное мошенничество способствует закрытости (искажение прозрачности) компании, при этом компания теряет доверие со стороны инвесторов [11]. Более того, как отмечает Луценко [12], при формировании финансовой политики для российских компаний существенное значение имеет пересмотр кредитных договоров как инструмента, направленного на достижение финансовой гибкости (решение проблемы, связанной с недостатком инвестирования).

Переключение компании на внутренние источники финансирования (сбережение денежных средств для последующего инвестирования в компанию) рассматривается как предупредительный (превентивный) мотив [13, 14]. Поэтому в представленной работе акцент сделан на связи между корпоративным мошенничеством и финансовой политикой компании (структурой капитала)





в условиях влияния неблагоприятных шоков на источники финансирования. Влияние фактора мошенничества заставляет российские компании сберегать больше денежных средств (денежных авуаров) ввиду дополнительных ограничений по отношению к долговому финансированию [15]. В свою очередь публичные российские компании следуют иерархической теории оптимального финансирования (предпочитая внутреннее финансирование внешнему финансированию). Согласно логике предупредительного мотива, компании накапливают больше денежных средств, чтобы с меньшими потерями справляться с неблагоприятными шоками, влияющими на финансовую неустойчивость и недостаток инвестирования.

Помимо вышесказанного в представленной работе рассматривается влияние корпоративного шока на долговое финансирование. Забегая вперед, необходимо отметить, что отрицательная связь между шоком и долговым финансированием подтверждает тот факт, что российские компании придерживаются принципа предупредительного мотива. Иначе говоря, организации склонны накапливать денежные средства для последующего финансирования своей текущей деятельности. Включение такого показателя, как промышленный уровень финансового левериджа (предсказатель будущей финансовой политики), дает возможность компании выбирать источник финансирования. Результаты исследования позволяют оценить влияние факта корпоративного мошенничества и шоков на финансовую политику.

Представленная работа разбивается на два этапа. На первом этапе необходимо рассмотреть влияние корпоративного мошенничества и шоков на структуру капитала. На втором этапе будет рассмотрено влияние корпоративных шоков на долговое финансирование (изменение долгового капитала).

### Оценка моделей

Для рассмотрения влияния факторов корпоративного мошенничества и шоков на финансовую политику (структуру капитала) и изменение долгового капитала были взяты следующие независимые переменные.

Показатель корпоративного мошенничества рассматривается как умышленные (неразумные и недобросовестные) действия со стороны директората, контролирурующих собственников, связанные с нанесением финансового ущерба компании и ее акционерам (разрушение стоимости). Более подробное описание данного показателя будет рассмотрено ниже.

Характеристики компании — это величина компании, рентабельность активов, показатель роста ( $Q$  Тобина), промышленный уровень финансового левериджа, значение денежных авуаров и показатель шока. Макроэкономический показатель — темп прироста валового внутреннего продукта (ВВП). Характеристики банковской ссуды — величина кредита и кредитный спрэд.

Было отобрано 15 публичных российских компаний из 10 отраслей (подотраслей) экономики: сельское хозяйство (производство, переработка и реализация сельскохозяйственной продукции), нефтегазовый комплекс (нефтяная и газовая промышленность), пищевая промышленность (производство солода и пива), металлургия (черная и цветная металлургия), машиностроение (производство частей и принадлежностей автомобилей и двигателей), электроэнергетика, строительство (производство общестроительных работ), торговля (оптовая торговля металлами и металлическими рудами), транспорт (транспортирование по трубам, деятельность морского транспорта), телекоммуникации (деятельность в области электросвязи). Наблюдение велось с 2006 по 2012 г. Выбор-

ка осуществлялась среди крупных компаний с суммарным объемом полученных доходов более 2 млрд руб. и величиной активов более 100 млн руб. [16], соответствующих принципам МСФО (база эмитентов), из базы данных РБК [17]. Информация о компаниях была получена из годовых (финансовых) отчетов, отчетов эмитентов, а также из данных, полученных на корпоративных сайтах. Сведения о Лондонской межбанковской ставке предложения — LIBOR (USD) получены из базы данных [18]. Данные о корпоративном мошенничестве (решения судебных органов) и макроэкономических параметрах были взяты из справочно-правовой системы «Консультант-Плюс». Проведен анализ выборки на наличие выбросов (резко выделяющихся наблюдений), в результате которого были удалены шесть наблюдений и как следствие улучшены характеристики регрессионных уравнений.

Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета *Matrixer*, разработанного на экономическом факультете Новосибирского государственного университета (НГУ) А.А. Цыплаковым. Тестирование моделей проводилось с помощью инструмента регрессии «Линейная регрессия» (обычный метод наименьших квадратов) программы *Matrixer*. Чтобы избежать несостоятельности оценок качества регрессионных моделей (автокорреляция ошибок), была произведена проверка временных рядов на стационарность с помощью критерия Дики — Фуллера. При отсутствии стационарности, так как ряды оказались интегрированными рядами первого порядка, для исследования взаимосвязей был осуществлен переход к первым разностям (абсолютным приростам). Если не учитывать автокорреляцию остатков (серийную корреляцию), происходит потеря эффективности (оценки регрессионных уравнений получаются менее точными). Кроме того, для повышения точности прогноза регрессионные модели были протестированы на предмет эффективности коэффициентов регрессии — гомоскедастичность, то есть независимость остатков от номера (момента) наблюдения.

Для анализа влияния корпоративного мошенничества и неблагоприятных шоков на структуру капитала и на изменение долгово-



го капитала в качестве зависимых переменных были взяты показатели финансового левериджа и изменение долгового капитала. Описание зависимых переменных представлено в табл. 1.

При анализе влияния на структуру капитала и изменение долгового капитала независимые (объясняющие) переменные были взяты у Лина и других [10]. Но в отличие от их моделей рассмотренные здесь регрессии дифференцируются. В представленные модели включены показатели промышленного уровня финансового левериджа и шока. Франк и Гойал [19] заключают, что медианное значение промышленного финансового левериджа является единственной объясняющей переменной для компании среди других 25 переменных. Именно с помощью данной переменной можно охарактеризовать финансовую политику компании. Кроме того, промышленный уровень финансового левериджа является мощным определителем, позволяющим отслеживать целевой уровень структуры капитала организации, периодически активно корректируя ее, стремясь

Таблица 1

## Зависимые переменные спецификаций

Зависимая переменная	Описание и порядок расчета
$\frac{D}{A}$	Финансовый леверидж, который определяется как отношение общей задолженности к величине активов компании
<i>Debt_Iss</i>	Показатель изменения долгового капитала рассчитывается как отношение изменения совокупных обязательств к общей величине активов

избегать проблемы, связанной с долговым нависанием. Включение в регрессии показателя шока позволит оценить влияние последнего на выбор источников финансирования [20]. Описание независимых переменных представлено в табл. 2.

**Спецификации (регрессионные модели)**

Спецификация, которая рассматривает влияние корпоративного мошенничества и контрольных характеристик на структуру капитала, имеет вид:

$$\left(\frac{D}{A}\right)_{i,t} = a_0 + a_1 Fraud_{i,t} + a_2 Ln(Assets)_{i,t} + a_3 (ROA)_{i,t} + a_4 \left(\frac{M}{B}\right)_{i,t} + a_5 \left(Ind\left(\frac{D}{A}\right)\right)_t + a_6 (Cash\_Holding)_{i,t} + a_7 (Equity\_Shock)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}.$$

Модель, которая рассматривает влияние неблагоприятных шоков на изменение долгового капитала, выглядит так:

Таблица 2

**Независимые переменные спецификаций**

Независимая переменная	Описание и порядок расчета
<i>Fraud</i>	Показатель корпоративного мошенничества рассматривается как действия (совершение сделок) исполнительных органов компании и контролирующих собственников (акционеров), связанные с нанесением финансового ущерба компании и ее собственникам (акционерам). В данном случае была произведена выборка судебных решений из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс» за определенный временной период. В данную выборку были включены сделки, направленные на получение необоснованной налоговой выгоды (документальная неподтвержденность, нереальность или фиктивность хозяйственных операций, в результате которых были обналичены и выведены денежные средства из компании, искажение бухгалтерской отчетности — искусственное создание резерва по сомнительным долгам), заключение притворных (мнимых) сделок, направленных на прикрытие неправомерных действий исполнительных органов (без преследования экономической цели сделки), сделок с заинтересованностью, с превышением полномочий со стороны директора (без соответствующего одобрения со стороны общего собрания акционеров). Другими словами, сделок, направленных на нелегитимный вывод активов из компании. Следует обратить внимание на то, что чаще всего сделки, направленные на получение необоснованной налоговой выгоды, использовали электроэнергетические, нефтегазовые и транспортные компании. Заключение притворных сделок с целью вывода активов из компании использовали также нефтегазовые компании. Совершение сделок с заинтересованностью с превышением полномочий со стороны директора (отсутствие одобрения отчуждения обыкновенных акций общим собранием акционеров, убыточность сделки, незаконное установление вознаграждения члена совета директоров) присуще металлургическим, машиностроительным и телекоммуникационным компаниям. Данные сведения получены из судебных актов, вступивших в силу. Показатель корпоративного мошенничества рассматривается как отношение финансового ущерба по вышеуказанным сделкам (ущерб оценивается с использованием судебных актов, полученных из справочно-правовой системы «КонсультантПлюс») за данный временной период к общей величине активов
<i>Ln (Assets)</i>	Натуральный логарифм общей величины активов компании. Представленный показатель является определителем финансового ограничения компании
<i>ROA</i>	Рентабельность (прибыльность) активов определяется как отношение прибыли после налогообложения к общей величине активов, выраженное в процентах. Используемый показатель определяет финансовую политику компании
<i>M/B</i>	Показатель Q Тобина (показатель роста) рассчитывается как отношение рыночной стоимости компании (рыночной капитализации) к величине ее собственного капитала по балансовой оценке. Данный показатель влияет на финансовые решения компании (позволяет компании выбирать источники финансирования)
<i>Ind(D/A)</i>	Медианное значение промышленного финансового левериджа рассчитывается для каждой отрасли экономики в отдельности (период охвата — четыре года) как отношение общей задолженности к общей величине активов компании. Медианное значение промышленного финансового левериджа является важным индикатором в определении политики компании в области структуры капитала [19]
<i>Cash_Holding</i>	Показатель денежных запасов (авуаров) рассчитывается как отношение денежных средств по бухгалтерскому балансу к общей величине активов. Данный показатель включен в качестве предупредительного мотива, то есть российские компании накапливают денежные средства, чтобы эффективнее справляться с неблагоприятными шоками
<i>Equity_Shock</i>	Показатель шока определяется как стандартное (среднеквадратическое) отклонение (далее — СКО) в отношении доходности собственного капитала по рыночной оценке (рыночная капитализация). Сначала необходимо рассчитать доходность собственного капитала как отношение прибыли после налогообложения к рыночной капитализации. Расчет доходности собственного капитала необходимо произвести за предыдущие четыре года (в силу волатильности российского фондового рынка). Затем необходимо определить стандартное отклонение (не менее 1,5 СКО в отношении доходности собственного капитала) [20, с. 2575]. Данный показатель позволяет оценить действия компании в отношении выбора источников финансирования с точки зрения их стоимости
<i>Ln (Loan)</i>	Натуральный логарифм общей величины кредитов и займов. Представленный показатель является важным с точки зрения внешнего финансирования компании
<i>Loan_Spread</i>	Кредитный спрэд определяется как отношение изменения среднего значения процентной ставки компании по привлекаемым кредитам (займам) и среднего значения ставки LIBOR (USD). Данный показатель позволяет оценить разумность политики компании, прибегающей к внешнему финансированию
<i>GDP_Growth</i>	Темп прироста валового внутреннего продукта (в %), позволяющий охарактеризовать влияние экономической политики государства на финансовую политику компании (оценка благоприятности внешней среды)



$$\begin{aligned}
 (Debt\_Iss)_{i,t} = & b_0 + b_1 Fraud_{i,t} + b_2 Ln(Assets)_{i,t} + \\
 & + b_3 (ROA)_{i,t} + b_4 \left(\frac{M}{B}\right)_{i,t} + b_5 (Equity\_Shock)_{i,t} + \\
 & + b_6 Ln(Loan)_{i,t} + b_7 (Loan\_Spread)_{i,t} + \\
 & + b_8 (GDP\_Growth)_t + \gamma_{i,t},
 \end{aligned}$$

где  $i, t$  — период времени  $t$  для компании  $i$ ;

$a_0$  и  $b_0$  — свободные члены регрессионных уравнений;  $a_1, a_2, a_3, a_4, a_5, a_6, a_7$  и  $b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6, b_7, b_8$  — коэффициенты регрессионных уравнений соответствующих переменных;

$\epsilon$  и  $\gamma$  — ошибка регрессионного уравнения.

### Оценка влияния корпоративного мошенничества и неблагоприятных шоков на структуру капитала

Результаты исследований представлены в табл. 3.

Коэффициент детерминации уравнения в табл. 3 ( $R^2 = 8,203\%$ ) является высоким. В целом F-статистика указывает на значимость линейной регрессии.

Таблица 3

Оценка влияния корпоративного мошенничества и неблагоприятных шоков на структуру капитала в отношении российских компаний за период 2006–2012 гг. с помощью метода наименьших квадратов\*

Независимые переменные	Коэффициент	t-статистика	Уровень значимости t-статистики
Константа	0,097	0,962	0,341
<i>Fraud</i>	15,136	2,185	0,033
<i>Ln(Assets)</i>	-0,003	-0,475	0,637
<i>ROA</i>	-0,003	-2,523	0,015
$\frac{M}{B}$	0,021	2,588	0,013
$Ind\left(\frac{D}{A}\right)$	0,820	8,901	0,000
<i>Cash_Holding</i>	-0,783	-3,102	0,003
<i>Equity_Shock</i>	0,002	5,347	0,000

\* Количество наблюдений: 60;  
 $R^2 = 8,203\%$ ; F-статистика = 36,797 (0,000).



С целью повышения точности прогноза данная регрессионная модель была протестирована на автокорреляцию остатков (критерий Дики — Фуллера — ADF с константой и трендом и с учетом перехода к первым разностям). ADF-тест указывает на стационарность временных рядов (уровень значимости  $\tau$  и  $z$  для независимых переменных меньше 5% уровня значимости). Значит, следует принять гипотезу о правильности спецификации.

Кроме того, регрессионная модель была протестирована на гомоскедастичность (тест Уайта на гомоскедастичность на 5-процентном уровне значимости), то есть независимость остатков от номера (момента) наблюдения (все независимые переменные). Случай, когда данное условие не выполняется, называется гетероскедастичностью. В процессе тестирования выяснилось, что уровень значимости F-статистики превышает 5-процентный уровень. В данном случае гипотеза об отсутствии гетероскедастичности принимается (гипотеза о наличии автокорреляции остатков, ведущая к снижению точности прогноза, может быть отвергнута). Остатки регрессии похожи на «белый шум» (значения в различные моменты времени являются независимыми и одинаково распределены). По данной модели можно сделать вполне адекватный прогноз.

Ключевые показатели *Fraud* и *Equity\_Shock* в представленном регрессионном уравнении являются статистически значимыми (уровень значимости меньше 5%). Кроме того, стати-



стически значимыми являются следующие показатели:  $ROA$ ,  $\frac{M}{B}$ ,  $Ind(\frac{D}{A})$  и  $Cash\_Holding$ .

Положительная связь между корпоративным мошенничеством и структурой капитала компании (15,136) говорит о том, что факт мошенничества ограничивает доступ публичных российских компаний к кредитам и займам. В связи с этим компании вынуждены накапливать свои денежные запасы (-0,783) и использовать свою прибыль (денежные запасы) в качестве инвестиций (-0,003). В данном случае срабатывает предупредительный мотив, организации переключаются с внешнего финансирования на внутреннее финансирование. Наложение кредиторами рестриктивных мер заставляет компании пересматривать свои кредитные соглашения. К счастью для них, они могут позволить себе такую роскошь, поскольку у них наблюдается положительный рост (0,021).

Положительная связь между другим ключевым показателем шока и структурой капитала (0,002) позволяет сказать о том, что компании выбирают внутренний источник финансирования (денежные запасы и накопленную прибыль) как менее дорогостоящий, тем самым следуя иерархической теории оптимального финансирования. Накопленные денежные запасы позволяют российским компаниям с меньшими затратами справляться с неблагоприятными шоками, которые влияют на финансовую неустойчивость.

Наконец, положительная связь между промышленным уровнем леввериджа и структурой капитала (0,820) подтверждает заключение Франка и Гойала о значимости показателя  $Ind(\frac{D}{A})$  относительно функции предсказания будущей финансовой политики и недопущения ситуации, связанной с долговым нависанием.

### Оценка влияния неблагоприятных шоков на изменение долгового капитала

Результаты исследований представлены в табл. 4.

Коэффициент детерминации уравнения в табл. 4 ( $R^2 = 49,268\%$ ) является умеренным,

F-статистика указывает на значимость линейной регрессии.

Применительно к данной регрессии с целью повышения точности прогноза был проведен также тест на автокорреляцию остатков (критерий Дики — Фуллера — ADF с константой и трендом и с учетом перехода к первым разностям). ADF-тест, также как и в случае первой регрессии, указывает на стационарность временных рядов (уровень значимости  $\tau$  и  $z$  для независимых переменных меньше 5% уровня значимости). Следовательно, следует принять гипотезу о правильности спецификации.

Данная регрессионная модель была также протестирована на гомоскедастичность (также проведен тест Уайта на гомоскедастичность на 5-процентном уровне значимости), то есть независимость остатков от номера (момента) наблюдения (все независимые переменные). В процессе тестирования выяснилось, что уровень значимости F-статистики превышает 5-процентный уровень. В данном случае гипотеза об отсутствии гетероскедастичности принимается. По данной модели также можно сделать вполне адекватный прогноз.

Ключевой показатель  $Equity\_Shock$  в представленном регрессионном уравнении является статистически значимым (уровень значимо-

Таблица 4

Оценка влияния неблагоприятных шоков на изменение долгового капитала в отношении российских компаний за период 2006–2012 гг. с помощью метода наименьших квадратов\*

Независимые переменные	Коэффициент	t-статистика	Уровень значимости t-статистики
Константа	0,018	0,184	0,855
<i>Fraud</i>	2,493	0,276	0,784
<i>Ln (Assets)</i>	-0,028	-1,383	0,173
<i>ROA</i>	-0,004	-2,736	0,009
$\frac{M}{B}$	0,039	4,011	0,000
<i>Equity_Shock</i>	-0,001	-3,049	0,004
<i>Ln (Loan)</i>	0,037	1,812	0,076
<i>Loan_Speed</i>	-0,007	-2,107	0,040
<i>GDP_Growth</i>	0,011	4,374	0,000

\* Количество наблюдений: 60;  $R^2 = 49,268\%$ ; F-статистика = 6,191 (0,000).

➤ Корпоративное мошенничество и неблагоприятные шоки влияют на финансовую политику компании, заставляя ее с целью нивелирования риска в отношении недостатка инвестиций полагаться в большей степени на внутреннее финансирование и увеличивать денежные запасы (в качестве предупредительного мотива).

сти меньше 5%). Помимо него статистически значимыми являются следующие показатели:  $ROA$ ,  $\frac{M}{B}$ ,  $Loan\_Spread$  и  $GDP\_Growth$ .

Отрицательная связь между показателем шока и изменением долгового капитала ( $-0,001$ ) говорит о том, что российские компании следуют принципу предупредительного мотива (данные выводы подтверждают предыдущие в отношении табл. 3), ориентируясь на внутреннее финансирование посредством накопления прибыли для последующего финансирования своей деятельности ( $-0,004$ ). Кроме того, компании используют накопленную прибыль для погашения своей задолженности, тем самым не допуская ситуации, связанной с финансовой неустойчивостью (регулируя свой уровень задолженности), и регулируя свою структуру капитала.

Российские компании с более высоким уровнем прибыльности и роста стремятся иметь более низкие кредитные спреды ( $-0,007$ ). Тем более что положительно на уровень кредитных спредов влияет благоприятная экономическая среда в стране ( $0,011$ ).

Подводя итоги, необходимо отметить, что корпоративное мошенничество и неблагоприятные шоки влияют на финансовую политику компании, заставляя ее с целью нивелирования риска в отношении недостатка инвестиций полагаться в большей степени на внутреннее финансирование и увеличивать денежные запасы (в качестве предупредительного мотива).

\*\*\*

Корпоративное мошенничество привлекает особое внимание исследователей при оценке влияния данного фактора на финансовую политику компании. Факт мошенничества (сделки с заинтересованностью, направленные на вывод активов компании и причинение вреда, необоснованные налоговые выгоды, притворные сделки) заставляет публичные российские компании сберегать больше денежных средств для последующего инвестирования в компанию. Кроме того, корпоративное мошенничество и неблагоприятные шоки влияют на выбор компанией источников финансирования (она переключает свое внимание на внутреннее финансирование). Российские компании, следуя принципу предупредительного мотива и сохраняя больше денежных средств, стремятся с меньшими потерями решить проблему, связанную с финансовыми ограничениями (недостатком инвестиций).

□

ПЭС 16058 / 06.04.2016

#### Источники

1. Постановление Президиума Высшего арбитражного суда Российской Федерации от 6 марта 2012 г. № 12505/11 // Вестник ВАС РФ. 2012. № 6.
2. Определение Московского городского суда от 9 марта 2011 г. по делу № 22-1730 // КонсультантПлюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=SOJ;n=127732>.
3. Постановление ФАС Северо-Кавказского округа от 17 августа 2012 г. по делу № А32-47188/2009 // КонсультантПлюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=ASK;n=85321>.
4. Постановление ФАС Уральского округа от 8 сентября 2005 г. по делу № А50-7476/04 // КонсультантПлюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=AUR;n=55541>.
5. Постановление Европейского суда по правам человека от 20 сентября 2011 г. по делу «ОАО Neftyanaya Kompaniya „Yukos“ v. Russia» // Российская хроника Европейского суда. 2012. № 3.
6. Постановление ФАС Поволжского округа от 22 апреля 2013 г. № А55-20302/2012 // КонсультантПлюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=APV;n=112990>.
7. Постановление ФАС Северо-Западного округа от 1 февраля 2012 г. № А21-8937/2010 // КонсультантПлюс. URL: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=ASZ;n=129786>.

8. Постановление Европейского суда по правам человека от 22 января 2009 г. по делу «„Bulves“ AD v. Bulgaria». URL: [http://hudoc.echr.coe.int/sites/eng/Pages/search.aspx#{"fulltext":\["bulves"\],"itemid":\["001-90792"\]}](http://hudoc.echr.coe.int/sites/eng/Pages/search.aspx#{).
9. Karpoff J., Lee D., Martin G. The Cost to Firms of Cooking the Books // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2008. Vol. 43. P. 581–611.
10. Lin C., Song F., Sun Z. Corporate Fraud, External Debt and Corporate Cash Policy // Working Paper. Chinese University of Hong Kong. 2013. P. 1–45.
11. Kreps D., Wilson R. Reputation and Imperfect Information // *Journal of Economic Theory*. 1982. Vol. 27. P. 253–279.
12. Луценко С. Влияние пересмотра кредитных соглашений на финансовую политику российских компаний // *Финансовый менеджмент*. 2012. № 1. С. 53–59.
13. Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings // *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 52. P. 3–46.
14. Harford J., Mansi S., Maxwell W. Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US // *Journal of Financial Economics*. 2008. Vol. 87. P. 535–555.
15. Almeida H., Campello M., Weisbach M. The Cash Flow Sensitivity of Cash // *Journal of Finance*, 2004. Vol. 59. P. 1777–1804.
16. Приказ ФНС России от 16 мая 2007 г. № ММ-3-06/308@ // *КонсультантПлюс; Экономика и жизнь*. 2007. № 23.
17. РБК Quote [Сайт]. URL: <http://quote.rbc.ru>.
18. Global Rates. URL: <http://www.global-rates.com>.
19. Frank M., Goyal V. Capital structure decisions: Which factors are reliably important? // *Financial Management*. 2009. Vol. 38. P. 1–37.
20. Leary M., Roberts M. Do firms rebalance their capital structures? // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60. P. 2575–2619.

## References

1. Postanovlenie Prezidiuma Vysshego arbitrazhnogo suda Rossiyskoy Federatsii ot 6 marta 2012 g. no. 12505/11 [Resolution of the Presidium of the Supreme Arbitration Court of March 6, 2012 № 12505/11]. *Vestnik VAS RF*, 2012, no. 6.
2. Opredelenie Moskovskogo gorodskogo suda ot 9 marta 2011 g. po delu no. 22-1730 [Determination of the Moscow City Court of March 9, 2011 on the Case № 22-1730]. *Konsul'tantPlyus*, available at: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=SOJ;n=127732>.
3. Postanovlenie FAS Severo-Kavkazskogo okruga ot 17 avgusta 2012 g. po delu no. A32-47188/2009 [Resolution of the FAS North Caucasus Regional Office of 17 August 2012 on the Case № A32-47188/2009]. *Konsul'tantPlyus*, available at: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=ASK;n=85321>.
4. Postanovlenie FAS Ural'skogo okruga ot 8 sentyabrya 2005 g. po delu no. A50-7476/04 [Resolution of the FAS Ural Regional Office of 8 September 2005 on the Case № A50-7476/04]. *Konsul'tantPlyus*, available at: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=AUR;n=55541>.
5. Postanovlenie Evropeyskogo suda po pravam cheloveka ot 20 sentyabrya 2011 g. po delu "OAO Neftyanaya Kompaniya "Yukos" v. Russia" [Resolution of the European Court on Human Rights of 20 September 2011 on the Case of "OAO Neftyanaya Kompaniya "Yukos" v. Russia]. *Rossiyskaya khronika Evropeyskogo suda*, 2012, no. 3.
6. Postanovlenie FAS Povolzhskogo okruga ot 22 aprelya 2013 g. no. A55-20302/2012 [Resolution of the FAS Volga Regional Office of April 22, 2013 № A55-20302/2012]. *Konsul'tantPlyus*, available at: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=APV;n=112990>.
7. Postanovlenie FAS Severo-Zapadnogo okruga ot 1 fevralya 2012 g. no. A21-8937/2010 [Resolution of the FAS Northwestern Regional Office of February 1, 2012 № A21-8937/2010]. *Konsul'tantPlyus*, available at: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=ASZ;n=129786>.
8. Postanovlenie Evropeyskogo suda po pravam cheloveka ot 22 yanvarya 2009 g. po delu "Bulves" AD v. Bulgaria [Resolution of the European Court on Human Rights of January 22, 2009 on the case "Bulves" AD v. Bulgaria], available at: [http://hudoc.echr.coe.int/sites/eng/Pages/search.aspx#{"fulltext":\["bulves"\],"itemid":\["001-90792"\]}](http://hudoc.echr.coe.int/sites/eng/Pages/search.aspx#{).
9. Karpoff J., Lee D., Martin G. The Cost to Firms of Cooking the Books. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2008, vol. 43, pp. 581–611.
10. Lin C., Song F., Sun Z. Corporate Fraud, External Debt and Corporate Cash Policy. *Working Paper. Chinese University of Hong Kong*, 2013, pp. 1–45.
11. Kreps D., Wilson R. Reputation and Imperfect Information. *Journal of Economic Theory*, 1982, vol. 27, pp. 253–279.
12. Lutsenko S. Vliyaniye peresmotra kreditnykh soglasheniy na finan-sovuyu politiku rossiyskikh kompaniy [Impact of the Credit Agreements Revision on the Financial Policy of the Russian Companies]. *Finansovyy menedzhment*, 2012, no. 1, pp. 53–59.
13. 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.
14. 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.
15. Almeida H., Campello M., Weisbach M. The Cash Flow Sensitivity of Cash. *Journal of Finance*, 2004, vol. 59, pp. 1777–1804.
16. Prikaz FNS Rossii ot 16 maya 2007 g. no. MM-3-06/308@ [Order of the FTS of Russia Dated May 16, 2007 № MM-3-06/308@]. *Konsul'tantPlyus, Ekonomika i zhizn'*, 2007, no. 23.
17. *RBK Quote*, available at: <http://quote.rbc.ru>.
18. *Global Rates*, available at: <http://www.global-rates.com>.
19. Frank M., Goyal V. Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 2009, vol. 38, pp. 1–37.
20. Leary M., Roberts M. Do firms rebalance their capital structures? *Journal of Finance*, 2005, vol. 60, pp. 2575–2619.