

ДИСКУССИОННАЯ ПЛОЩАДКА

УДК 336.64

DOI: 10.17223/19988648/42/20

М.В. Подшивалова, И.С. Плеханова

ЭМПИРИЧЕСКОЕ ТЕСТИРОВАНИЕ КЛАССИЧЕСКИХ ФАКТОРОВ ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА МАЛЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ РОССИИ

В статье представлено доказательство гипотезы о неадекватности классических теорий структуры капитала в отношении малых фирм. Протестировано предположение о значимости таких факторов институциональной среды малого бизнеса, как теневая экономика и «деловые связи». Выделены специфические черты механизма формирования финансового рычага малых фирм в России. В качестве доказательной базы использованы показатели автономии малых фирм, стоимости кредитов для субъектов МСП, предельного размера налогового щита, уровня теневой экономики, скрытого фонда оплаты труда. Оценка адекватности компромиссного подхода к структуре капитала малых фирм протестирована также в отраслевом разрезе: на малых предприятиях торговли и промышленности. Обосновано отсутствие значимой связи между концентрацией собственного капитала малых промышленных фирм и классическими факторами теории структуры капитала. Тесная обратная связь с факторами теневой экономики выявлена для малых предприятий всех отраслей.

Ключевые слова: структура капитала, малый бизнес, финансирование малых предприятий, финансовый рычаг.

Актуальность проблемы

Абсолютное большинство исследований в рамках теории структуры капитала сегодня принадлежит зарубежным авторам и базируется на данных зарубежных компаний. В связи с этим механизмы формирования финансового рычага в российских условиях изучены слабо. Те немногочисленные работы, которые посвящены этой проблеме на уровне отечественных компаний, основаны на данных крупных публичных компаний, что вполне объяснимо доступностью их отчетности [1–4]. И хотя масштаб бизнеса является общепризнанным фактором в классических теориях структуры капитала, в эмпирических исследованиях малые компании встречаются только у зарубежных авторов [5–10]. Российские субъекты малого бизнеса как объект анализа практической ценности теорий капитальной структуры до сих пор остаются невостребованными. Данная ситуация требует научного внимания как в силу хронической проблемы дефицита средств у отечественных малых предпринимателей, так и необходимости доказать или опровергнуть адекватность классических теорий структуры капитала специфике этого сектора.

Современные особенности механизмов формирования структуры капитала российских малых предприятий, фиксируемые опросами и данными официальной статистики [11–12], могут быть резюмированы следующим образом:

1) приоритет источников внутреннего самофинансирования, надежда на «собственные силы»;

2) предпочтение коммерческого кредита при условии наличия устойчивых деловых связей с поставщиками, что позволяет отказываться от банковских кредитов даже в периоды их повышенной доступности и тем самым экономить на процентах;

3) сознательный отказ от публичности, нежелание «открывать» бизнес банку для получения кредита, абсолютное большинство малых предприятий не стремится брать на себя эти обязательства;

4) активное использование неформального рынка капитала – кредитов частных лиц;

5) замещение потребности в финансировании компании – юридического лица потребительскими кредитами физических лиц – собственников бизнеса.

Выявленная специфика формирования финансового рычага малых фирм, а также обозначенные методологические пробелы современных исследований в теории структуры капитала обусловили постановку задачи исследования данной работы.

Постановка задачи исследования

Нами была выдвинута гипотеза о том, что специфика финансового рычага малых фирм России не отражается классическими теориями структуры капитала, в силу чего они не могут быть признаны адекватными для маломасштабного бизнеса. Напротив, перспективным следует признать институциональный подход, учитывающий такие факторы отечественной институциональной среды, как теневая активность малого бизнеса, формируемые деловые связи и их влияние на механизм выбора источников финансирования. Соответственно была поставлена задача оценки зависимости финансового рычага отечественных малых фирм от факторов классической теории структуры капитала и от факторов теневой экономики. При этом особое внимание мы уделили малым предприятиям обрабатывающих производств и торговли, как отраслям, занимающим подавляющую долю в структуре малого предпринимательства.

К классическим факторам финансового рычага мы отнесли налоговый щит и стоимость кредита, которые, как известно, взаимосвязаны с WACC компании в рамках компромиссного подхода. В качестве индикаторов теневой активности были выбраны скрытый фонд оплаты труда и уровень теневой экономики по отношению к ВВП страны.

Оценка взаимосвязей финансового рычага с обозначенными факторами была проведена с учетом следующих ограничений:

1. В качестве исследуемого показателя структуры капитала был выбран единственный доступный для анализа показатель «коэффициент автономии малых предприятий», публикуемый Федеральной службой государственной статистики в ежегодном статистическом сборнике «Малое и среднее предпринимательство в России» [13].

2. Как известно, «эффект налогового щита» вошел в теорию структуры капитала в 1963 г. в рамках второй теоремы Модильяни–Миллера. Оценка влияния этого фактора была включена в анализ через динамику ставки налога на прибыль и предельной величины налогового щита. Порядок расчета норматива предусмотрен ст. 269 Налогового кодекса РФ. До введения в 2002 г. в НК РФ главы 25 о «Налог на прибыль организаций» данный налог регулировался Законом РФ от 27.12.1991 № 2116-1, которым такой норматив не устанавливался. С 1 января 2015 г. Федеральный закон от 28.12.2013 № 420-ФЗ отменил нормирование процентов по долговым обязательствам: по общим правилам расходом (доходом) стали признаваться проценты, начисленные исходя из фактической ставки, без учета ограничений (абз. 2 п. 1 ст. 269 НК РФ). Правила нормирования процентов по долговым обязательствам, учтенные в анализе, приведены в табл. 1.

Таблица 1. Правила нормирования процентов по долговым обязательствам в целях определения налогооблагаемой базы по налогу на прибыль

Период признания расходов	Правило нормирования процентов по долговым обязательствам		Период возникновения долгового обязательства	Правовая база
	в рублях	в ин. валюте		
01.01.2002–31.08.2008	1,1 ставки рефинансирования ЦБ РФ	15% годовых	–	Закон от 06.08.2001 г. № 110-ФЗ
01.09.2008–31.07.2009	1,5 ставки рефинансирования ЦБ РФ	22% годовых	–	Закон от 19.07.2009 г. № 202-ФЗ
01.08.2009–31.12.2009	2 ставки рефинансирования ЦБ РФ			
01.01.2010–30.06.2010	1,1 ставки рефинансирования ЦБ РФ	15% годовых	До 01.11.2009 г.	Закон от 27.12.2009 г. № 368-ФЗ
			После 01.11.2009 г.	
01.07.2010–31.12.2010	1,8 ставки рефинансирования ЦБ РФ		До 01.11.2009 г.	Закон от 27.07.2010 г. № 229-ФЗ
01.01.2010–31.12.2010			После 01.11.2009 г.	
01.01.2011–31.12.2014		0,8 ставки рефинансирования ЦБ РФ	–	
01.01.2015	Исходя из фактической ставки		–	Закон от 28.12.2013 г. № 420-ФЗ

Налоговый щит был рассчитан как предельная величина процентов, признаваемых законодательством расходом в целях налогообложения,

умноженная на ставку налога на прибыль в соответствующем году. Предельная величина процентов, признаваемых расходом, в свою очередь, равна произведению среднегодовой ставки рефинансирования Банка России и коэффициента нормирования обязательств в рублях, установленного Налоговым кодексом РФ. Обязательствами в иностранной валюте решено было пренебречь ввиду их незначительной доли в структуре заимствований малых предприятий.

3. Фактор стоимости кредита оценивался через динамику средней ставки предоставления кредитов малым фирмам. Средняя ставка предоставления заемных средств субъектам МСП отражает доступность средств на кредитном рынке для данной категории заемщиков и напрямую влияет на формирование структуры капитала малых компаний. Средневзвешенные процентные ставки по кредитам, предоставленным кредитными организациями нефинансовым организациям в рублях, а именно субъектам малого и среднего предпринимательства, публикуются Банком России в ежемесячном издании «Статистический бюллетень Банка России» только с января 2014 г. [14]. До 2014 г. официальная статистика по динамике стоимости заемных средств для МСП не велась. До этого года среднерыночные ставки кредитования МСП указаны в соответствии с данными, которые приводит рейтинговое агентство «Эксперт РА» в ежегодных исследованиях «Кредитование малого и среднего бизнеса в России» [15–18], а также данными, публикуемыми в отчетах Ассоциации российских банков [19].

4. Оценивая влияние теневой экономики на структуру пассивов малых фирм, мы исходили из предположения, что современные издержки легализации малого бизнеса оказываются значительно выше выгод от возможности привлечения банковских кредитов по более низким ставкам. Динамика показателя теневой экономики в России приведена из доклада американской международной исследовательской организации Global Financial Integrity (GFI) за период 1994–2011 гг. GFI использует распространенный метод оценки величины теневого финансового потока, называемый «Hot Money (Narrow) Method». Данный метод по сравнению с методом, используемым Всемирным банком, учитывает в качестве неучтенного оттока капитала чистые ошибки и пропуски в платежном балансе страны и зафиксированный отток капитала из частного сектора. Второй индикатор теневой экономики – скрытый фонд оплаты труда был представлен двумя показателями: «доля скрытого фонда оплаты труда в общем ФОТ» и «доля скрытого фонда оплаты труда в ВВП». Данные по объемам теневой заработной платы публикуются Федеральной службой государственной статистики в ежегодном статистическом сборнике «Национальные счета России» с 1997 г. [20]. Этот показатель Росстат получает, используя балансовый метод: из общих расходов домохозяйств вычитается сумма всех зарегистрированных доходов. Полученный дисбаланс составляет объем серых зарплат.

Итоговая база данных приведена в табл. 2.

Таблица 2. Показатели, отобранные для оценки адекватности теорий структуры капитала объекту исследования

Показатель	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Коэффициент автономии МП, %	27,0	23,1	22,3	25,3	20,9	26,6	19,8	22,4	20,7	18,0	19,2	32,2	50,5	49,0	46,4	14,9	28,5	—	—
Коэффициент автономии МП обрабатывающих производств, %	46,6	38,7	30,6	23,9	23,6	21,6	30,2	32,7	22,3	20,1	20,4	20,2	18,9	22,0	40,2	32,5	25,2	—	—
Коэффициент автономии МП торговли, %	—	—	—	—	—	10,3	10,7	11,8	12,9	12,9	15,7	14,0	14,1	15,2	14,1	16,0	13,8	—	—
Ставка рефинансирования (ключевая ставка) ЦБ РФ (среднегодовая), %	51,0	57,1	32,4	25,0	22,8	17,5	13,5	13,0	11,7	10,3	11,3	10,5	8,0	8,1	8,1	8,3	8,3	8,3	10,5
Налог на прибыль, %	35,0	30,0	30,0	35,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	24,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Налоговый щит по обязательствам в руб., %	—	—	—	—	6,0	4,6	3,6	3,4	3,1	2,7	3,4	3,6	2,7	2,9	2,9	3,0	3,0	—	—
Теневая экономика, % от ВВП	45,0	43,7	60,6	66,1	49,8	44,4	44,2	46,9	43,9	41,6	33,8	27,7	28,3	35,0	—	—	—	—	—
Доля скрытого фонда оплаты труда в общем ФОТ, %	21,4	27,2	27,6	25,8	24,7	24,0	25,4	26,9	28,8	28,7	26,6	28,4	28,8	24,5	25,5	26,2	28,2	25,4	25,3
Доля скрытой оплаты труда в ВВП, %	10,3	10,9	11,1	11,1	11,5	11,3	11,7	11,8	12,8	13,4	12,6	14,9	14,3	11,6	11,3	12,1	13,3	11,6	12,0
Ставка кредитования МСП, %	—	—	—	—	26,6	—	19,3	—	16,2	13,0	20,0	17,0	14,0	13,0	—	15,8	18,2	15,3	13,7

Примечание: «-» – нет данных.

Результаты исследования

Взаимосвязь стоимости кредита и финансового рычага малых фирм. Как видно из рис. 1, в динамике рассматриваемых показателей четко выделяются три периода – три тренда. Первый – до 2007 г. включительно, когда удельный вес собственных средств постепенно сокращался на фоне удешевления кредитов. Второй тренд – период кризиса 2008 г., сказавшийся на платежеспособности многих компаний, существенно повысил риски банков по кредитованию сектора МСП, что соответствующим образом отразилось на ставках. Это привело к существенному сокращению объемов получаемых малыми предприятиями кредитов в 2009 г., что подтверждает как рост коэффициента автономии, который продержался около уровня 50% до 2012 г., так и сокращение объемов кредитования по данным Банка России [13, 21]. Отметим, что в 2009–2010 гг., несмотря на некоторое снижение процентных ставок, субъекты МСП наращивали коэффициент автономии, что может свидетельствовать о некоем временном лаге своеобразного «отхождения» от шока 2008 г. и недоверии банковской системе.

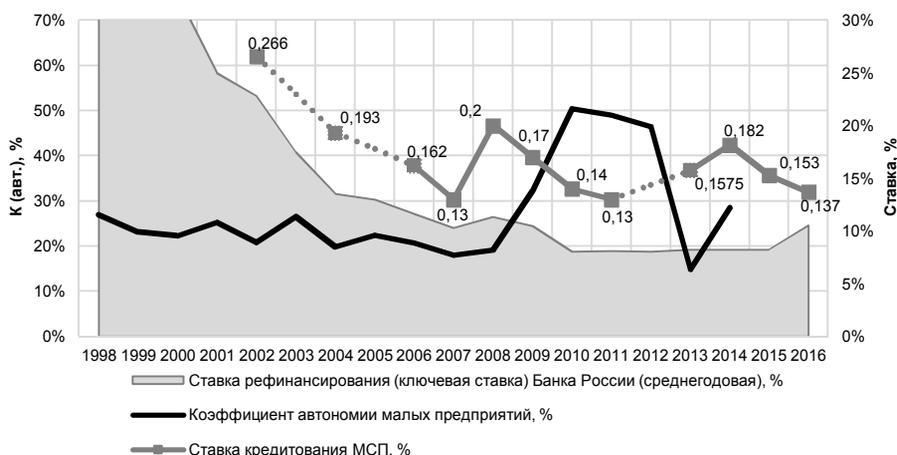


Рис. 1. Коэффициент автономии малых предприятий, среднегодовая ставка рефинансирования Банка России, ставка кредитования МСП в 1998–2016 гг.

И, наконец, третий тренд (период с 2011 г.) – наращивание заемных средств в валюте баланса малых фирм, сопровождавшееся пониженными по сравнению с кризисным уровнем ставками. Однако в данный период релевантность ставок и роста заимствований в валюте баланса объясняется не увеличением банковских кредитов, а снижением платежной дисциплины и ростом коммерческого кредита – задолженностей поставщикам. Так, в 2014 г. с введением санкций большинство предпринимателей взяли курс на удержание текущих позиций на рынке, а не на развитие новых направлений деятельности с привлечением банковского фондирования [15]. Уве-

личение ключевой ставки Банка России и сокращение источников финансирования вновь привели к росту стоимости фондирования для МСБ в среднем на 8–10 п. п. за 2014 г., что тем не менее оказалось ниже кризисного уровня [15]. Спрос со стороны субъектов МСП на кредитные продукты в течение всего 2014 г. снижался, предприниматели с осторожностью относились к принятию на себя рисков, связанных с возросшей стоимостью финансирования и неопределенностью в экономике [15]. Это вновь привело к сокращению объемов кредитования и соответствующим образом отразилось на показателе уровня долга. Естественно, что в структуре источников финансирования в этот период преобладали не банковские кредиты, а кредиторская задолженность.

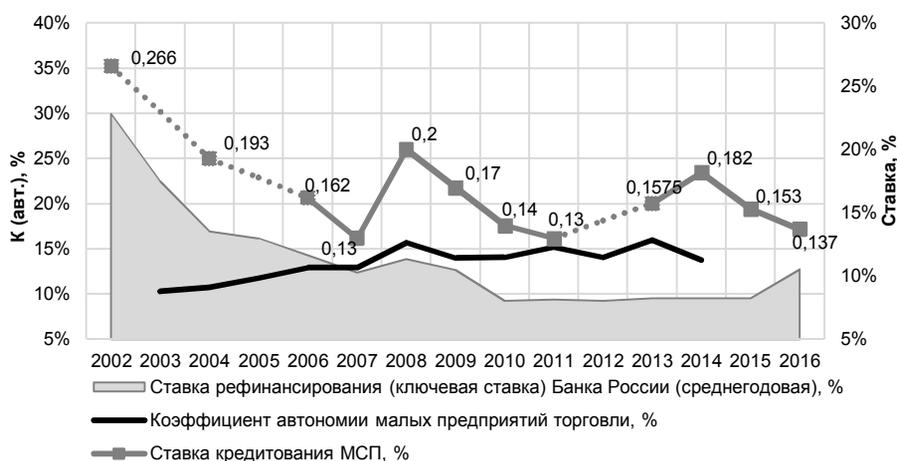


Рис. 2. Коэффициент автономии торговых малых предприятий, среднегодовая ставка рефинансирования Банка России, ставка кредитования МСП в 2002–2016 гг.¹

Внутри сегмента МСП экономический кризис затронул в первую очередь предприятия, производящие продукцию с высокой добавленной стоимостью: строительные организации и небольшие производства. Многие банки вносят принадлежность заемщика к подобным отраслям в разряд стоп-условий. Ставка для таких отраслей в периоды замедления темпов роста экономики существенно возрастала. Основными клиентами для себя банки видели заемщиков, чьи бизнесы нужны экономике в любом случае: торговля, производство различного рода товаров первой необходимости [16]. В связи с этим мы обособленно рассмотрели влияние ставок на структуру капитала малых фирм, принадлежащих торговой и промышленной сферам.

Как видно из рис. 2, коэффициент автономии малых предприятий торговли имел изначально более низкий уровень, чем в целом по сектору

¹ Период анализа сокращен из-за отсутствия данных Росстата за 1998–2001 гг.

МСП, при этом его стабильность в рассмотренном периоде была гораздо выше. Существенные колебания процентных ставок не отражались напрямую на структуре капитала малых торговых организаций. И этому есть логическое объяснение.

В условиях замедления экономики и снижения темпов роста выручки у предприятий малого и среднего бизнеса банки традиционно кредитовали менее рискованные отрасли – прежде всего торговлю. И хотя в посткризисный период ее доля сократилась в силу сокращения беззалогового кредитования и снижения покупательной способности населения, именно такие заемщики были наиболее интересны банкам [15]. Однако это не затронуло торговлю автомобилями и электроникой. По результатам опросов банков РА «Эксперт» они попали в число высокорискованных сфер деятельности наряду с туризмом, строительством, рекламой и маркетингом, а также деятельность с высокой долей импортных закупок в общем объеме реализуемой продукции [15]. Наиболее привлекательными для банков были названы компании, связанные с отечественным производством и розничной реализацией товаров первой необходимости, на которые прогнозировался устойчивый спрос. Это продукты питания среднего и низкого ценовых сегментов, медикаменты, недорогая одежда и обувь, услуги первой необходимости [15], что вполне объяснимо в периоды кризисных явлений в экономике.

В целом следует признать, что для предприятий торговли в большей степени значим не *уровень* процентных ставок, а готовность банков к кредитованию фирм данной сферы в условиях ухудшения финансового положения и платежной дисциплины заемщиков других отраслей.

Анализ динамики коэффициента автономии малых промышленных фирм показал, что тенденция спада коэффициента автономии (роста заемных средств в пассивах МП) проявилась в периоды с 1998 по 2003 г. и с 2005 по 2010 г. Процентные ставки в эти периоды также снижались, сначала с уровня выше 26%, а потом с кризисного уровня в 20%.

В остальные периоды (2003–2005 и 2011–2012 гг.) рост коэффициента автономии происходил на фоне спада кредитных ставок. А в период кризиса 2008–2010 гг. доля заемных средств в валюте баланса была максимальна при самой высокой волатильности ставок в эти годы.

Интерпретируя данные тенденции, мы исходили из ряда особенностей отношений промышленных компаний с финансовыми институтами в России. Так, малые производственные предприятия заметно чаще прочих компаний прибегают к лизингу и банковским гарантиям, существенно реже – к кредитам (из форм кредитования предпочитают кредитные линии) [22]. При этом лишь треть опрошенных в 2016 г. предпринимателей считала, что наиболее важное влияние на доступность заемных средств оказывает финансовая устойчивость самой компании [22]. В кризисные периоды кредитование данной категории заемщиков существенно сокращалось: по оценкам РА «Эксперт», в 2008 г. это снижение составило 7 п. п. относительно 2007 г., 1 п. п. в 2014 г. относительно 2013 г. [15, 16].



Рис. 3. Коэффициент автономии промышленных малых предприятий, среднегодовая ставка рефинансирования Банка России, ставка кредитования МСП в 1998–2016 гг.

Все вышесказанное позволило нам резюмировать, что для малых предприятий промышленности кредитные ставки не являются релевантным фактором структуры капитала, поскольку наращение заемных средств происходило за счет кредиторской задолженности разных видов, прежде всего кредитов поставщиков, и нарушения платежной дисциплины в условиях кризиса. Этот факт также объясняет высокую значимость для структуры капитала малых промышленных предприятий такого фактора, как «деловые связи» с поставщиками.

Взаимосвязь финансового рычага малых фирм и налогового щита.

Влияние этого фактора в классической теории структуры капитала описывается прямой зависимостью: чем выше эффект налогового щита, тем выше уровень финансового рычага при прочих равных условиях. Соответственно логично было предположить обратную корреляцию для пары показателей «коэффициент автономии» и «налоговый щит», поскольку при повышении предельного уровня экономии на налогах за счет включения в состав расходов уплачиваемых банку процентов компании должны стремиться увеличивать финансовый рычаг, снижая тем самым коэффициент автономии.

Ввиду того, что налог на прибыль и ставка рефинансирования в России постепенно снижались, снижался и эффект от налогового щита, в связи с чем структура пассивов малых фирм должна была смещаться в пользу большего использования собственных средств. Однако, как видно из рис. 4, данная зависимость подтверждается только для *торговых компаний*.

Это связано с тем, что среди малого предпринимательства возрастает роль других инструментов привлечения средств, таких как коммерческий кредит и лизинг. Лизинг, в отличие от кредита, позволяет включать процентные платежи в состав расходов в полном объеме. В результате в большинстве случаев объекты основных средств приобретаются с использованием лизинговых схем и, как следствие, в строках баланса не происхо-

дит увеличения кредитов и займов, а левэридж не отражает реальной действительности. Это подтверждают данные, приводимые РА «Эксперт»: несмотря на то, что доля малого предпринимательства в структуре лизинговых сделок на протяжении 2008–2011 гг. сокращалась, объемы новых сделок в данном секторе ежегодно росли: на 63% в 2011 г. (около 200 млрд руб.), на 42% в 2012 г. (283 млрд руб.) [17–18].

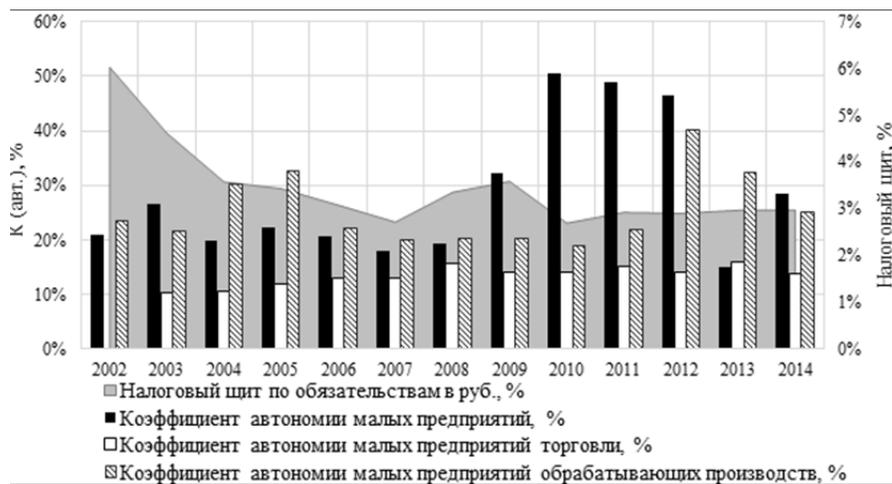


Рис. 4. Коэффициент автономии малых предприятий, коэффициент автономии малых предприятий торговли, Коэффициент автономии малых предприятий обрабатывающей промышленности, налоговый щит по обязательствам в 2002–2014 гг.

Данная тенденция объясняет также, почему наиболее тесная связь между налоговым щитом и уровнем долга выявлена среди торговых предприятий. Это обусловлено тем, что они: а) имеют меньше внеоборотных активов, б) более «привлекательны» как заемщики для банков, в) реже используют лизинг.

Упомянутые выше «деловые связи» также накладывают отпечаток на значимость «налогового щита» для структуры источников финансирования малых фирм. Так, бесплатный и более доступный коммерческий кредит малым предприятиям дает большую экономию, нежели эффект налогового щита. Кроме того, сохраняющаяся тенденция привлекать кредиты предпринимателей на себя, как на физическое лицо, связанная с их большей доступностью и меньшей стоимостью, также нивелирует значимость данного фактора.

Взаимосвязь финансового рычага малых фирм и теневой экономики. Как было отмечено выше, специфика финансирования малых компаний в России такова, что из-за сложности получения кредитных средств по традиционной схеме предприниматели обращаются к альтернативным источникам капитала: кредитуются в банке от имени физического лица, обращаются за денежными средствами в микрофинансовые организации либо к

своим учредителям. Особенно это характерно для микро- и малого бизнеса. Эта проблема связана с более высокой стоимостью кредитов и сложной процедурой оценки таких заемщиков для банков. В свою очередь, большая часть микро- и малого бизнеса не желает раскрывать информацию о деятельности компании и «выходить из тени». Подобный «круг взаимного недоверия» лишает данный сегмент такого источника финансирования, как банковское кредитование. Это означает, что издержки легализации бизнеса, с точки зрения предпринимателей, пока значительно выше выгод от возможности привлечения банковских кредитов по более низким ставкам.

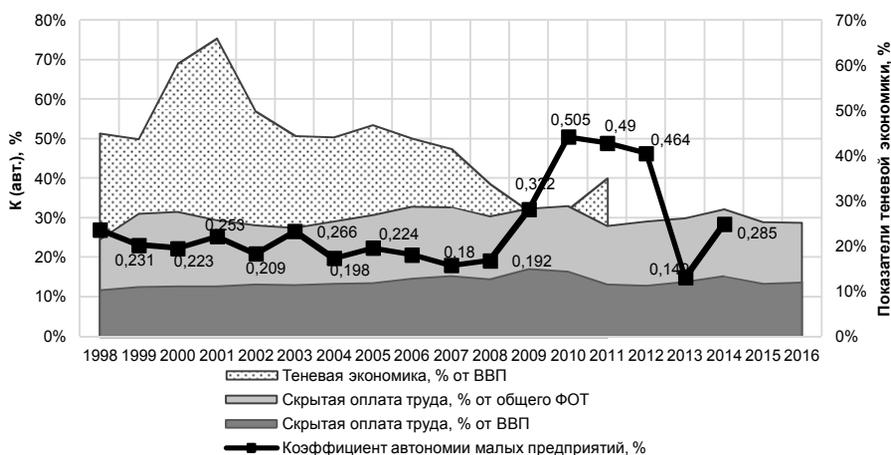


Рис. 5. Коэффициент автономии малых предприятий, теневая экономика, скрытая оплата труда в 1998–2016 гг.

Как показано на рис. 5, динамика скрытой оплаты труда, по данным Росстата, и уровня теневой экономики, по оценкам Global Financial Integrity, оказалась разнонаправленной. Это свидетельствует о том, что легализация бизнеса не всегда сопряжена с выводом из тени оплаты труда сотрудников, поскольку финансовый результат предприятий очень чувствителен к изменению ФОТ, являющегося одной из наиболее весомых статей затрат компании.

Графическая иллюстрация индикатора теневой экономики и коэффициента автономии малых фирм позволила предположить достаточно тесную обратную связь этих показателей. Так, в периоды роста теневой активности удельный вес собственных средств в балансе сокращался, т.е. росли заемные средства. Учитывая специфику теневой экономики в России, мы предположили, что это связано с процессами обналичивания: фирмы выводили капитал под видом оплаты счетов «липовых» поставщиков услуг, так называемых фирм-однодневок. В результате чего росла «серая» кредиторская задолженность, а не задолженность перед банками.

В отличие от теневой экономики, скрытый ФОТ оказался слабо связанным с коэффициентом автономии малых фирм в целом. По данным Росстата, этот показатель в стране достаточно стабилен, на протяжении последних десятилетий его варьирование происходило в диапазоне 10–13%. Наиболее выраженный период роста показателя пришелся на кризисные 2008–2011 гг. В этих условиях предприятия стремились снизить общую нагрузку, в том числе налоговую, выбирая из всех наиболее безопасный и поэтому широко распространенный¹ способ сокращения затрат – снижение уровня официальных заработных плат и соответствующее сокращение страховых взносов.

Несмотря на то, что в целом тесной взаимосвязи между скрытым ФОТ и коэффициентом автономии малых фирм не наблюдалось, показательно, что в кризисный период, отмеченный выраженным ростом скрытого ФОТ, происходило падение доли заемного капитала в структуре баланса. Одним из факторов этой тенденции было увеличение собственного капитала за счет прироста нераспределенной прибыли, которую получали компании, скрывая частично свой ФОТ и соответствующие страховые взносы. В самом деле, при существующих ставках отчислений от ФОТ и налога на прибыль фирмам выгоднее скрывать свои затраты на оплату труда и полученную экономию в виде прибыли облагать «всего» по 20 вместо 30%.

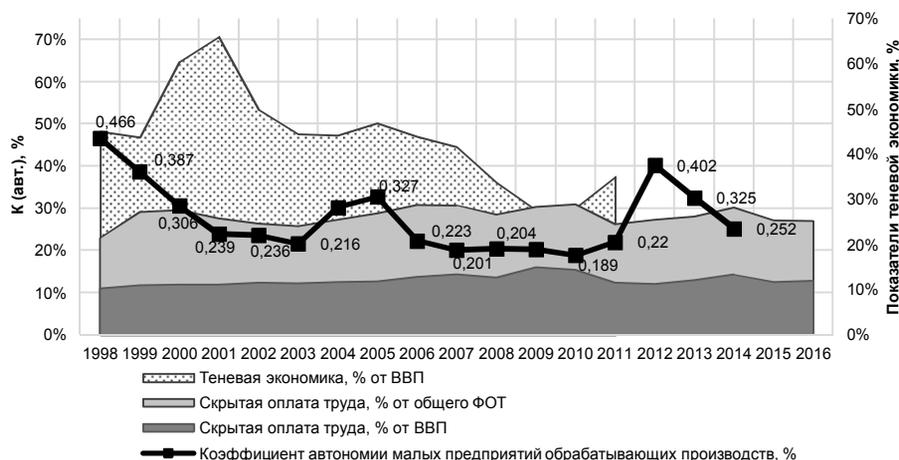


Рис. 6. Коэффициент автономии малых промышленных фирм, теневая экономика, скрытая оплата труда в 1998–2016 гг.

Как видно из рис. 6, в периоды увеличения нелегальной экономики происходило снижение заемного капитала (рост коэффициента автономии) малых производственных компаний. В периоды снижения теневой активности заемный капитал в структуре баланса малых фирм, напротив, увели-

¹ Особенно в среде малого предпринимательства.

чивался. Мы предположили, что это связано с уменьшением выгод от нахождения «в тени», которое мотивирует производственные предприятия к легализации бизнеса для увеличения возможностей расширения деятельности за счет привлечения доступного банковского финансирования. Производственные малые предприятия имеют значительные внеоборотные активы, что повышает риск их потери и самого бизнеса в случае обнаружения правонарушений. Это наряду с уменьшением выгод от нахождения «в тени» частично стимулировало предпринимателей «открывать» бизнес банкам, переводя свою деятельность в официальный сектор.

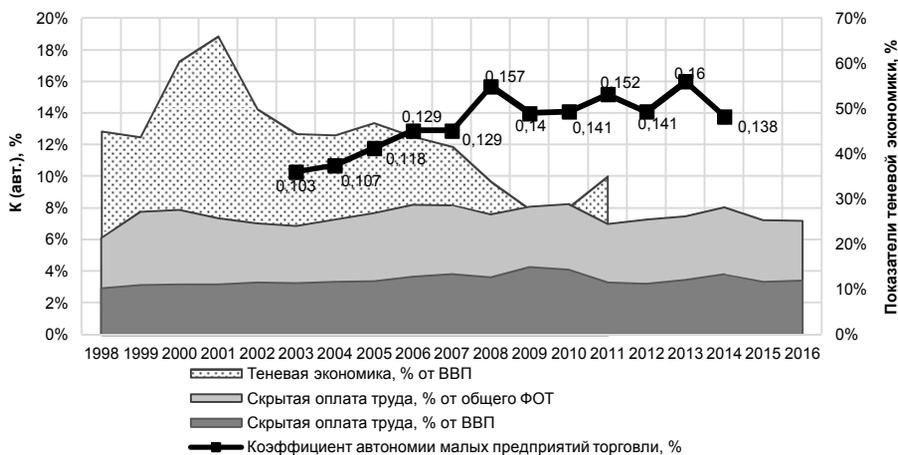


Рис. 7. Коэффициент автономии торговых малых предприятий, теневая экономика, скрытая оплата труда в 1998–2016 гг.

В отношении малых торговых компаний, как видно из рис. 7, прослеживалась обратная тесная связь между теневой экономикой и долей собственных средств в балансе. Периоды спада теневой активности были сопряжены с падением заимствований в структуре капитала малых фирм и наоборот. Вполне логично было предположить, что увеличение собственного капитала малых торговых предприятий происходило из-за сокращения теневого оборота, в результате которого в пятом разделе баланса компаний «выходила из тени» нераспределенная прибыль.

Аналогично показателям малого предпринимательства в целом взаимосвязь скрытого ФОТ и коэффициента автономии торговых фирм также не была значимой. Как и в первом случае, мы обратили внимание на их динамику в кризисный период, когда нарастание масштабов теневого сектора было сопряжено с ростом доли заемных средств в балансах торговых фирм. На наш взгляд, это происходило по той же самой причине – увеличения «серой» кредиторской задолженности. Получая дополнительную прибыль от сокрытия части затрат на оплату труда, компании не стремились облагать ее налогом, наращивая затраты от фирм-однодневок.

Выводы исследования

В табл. 3 приведены результаты корреляционного анализа рассмотренных взаимосвязей. Исходя из них, мы заключили, что выдвинутая гипотеза *полностью подтвердилась* в отношении малых промышленных фирм. Самыми значимыми для финансового рычага этих компаний следует признать факторы теневой экономики, а классические – несущественными: уровень корреляции налогового щита и стоимости кредита с коэффициентом автономии малых промышленных фирм – слабый.

Таблица 3. Корреляционный анализ коэффициента автономии малых предприятий

Фактор	Характеристика результатов	Малые предприятия	Малые предприятия торговли	Малые предприятия обрабатывающего сектора
Налоговый щит	Коэф. коррел.	-0,30	-0,62	-0,12
	Характер связи	Слабая	Умеренная	Слабая
	Период расчета	2002–2014	2003–2014	2002–2014
Ставки кредитования МСП	Коэф. коррел.	-0,42	-0,16	0,19
	Характер связи	Умеренная	Слабая	Слабая
	Период расчета*	2002–2014	2002–2014	2002–2014
Доля теневой экономики в ВВП	Коэф. коррел.	-0,65	-0,74	0,60
	Характер связи	Умеренная	Тесная	Умеренная
	Период расчета	2002–2011	2003–2011	2002–2011
Доля скрытой оплаты труда в общем ФОТ	Коэф. коррел.	-0,04	0,17	-0,50
	Характер связи	Слабая	Слабая	Умеренная
	Период расчета	1998–2014	2003–2014	1998–2014
Доля скрытой оплаты труда в ВВП	Коэф. коррел.	0,18	0,24	-0,66
	Характер связи	Слабая	Слабая	Тесная
	Период расчета	1998–2014	2003–2014	1998–2014

* Взаимосвязь стоимости кредитов и коэффициента автономии малых фирм проверялась на временном диапазоне 2002–2014, за исключением годов с отсутствием данных.

Для торговых предприятий гипотеза подтвердилась только в отношении значимости фактора теневой экономики и нерелевантности стоимости кре-

дитов. Слабая связь финансового рычага с процентными ставками и скрытым ФОТ в этой отрасли МСП обоснована нами выше.

Для малых предприятий в целом подтвердилась значимость фактора теневой экономики и умеренная зависимость коэффициента автономии и процентных ставок. При этом классической реакцией отечественных малых фирм на рост процентных ставок следует признать:

- расширение коммерческого кредита;
- переход на лизинговые схемы финансирования;
- аккумуляирование финансовых ресурсов за счет внутреннего сокращения расходов, чаще всего в форме сокращения «белых зарплат» или длительного отсутствия индексации заработных плат.

Влияние налогового щита и скрытого ФОТ на финансовый рычаг малых фирм в целом следует признать слабым. Частично это обусловлено тем, что данные о структуре капитала малых компаний включают в себя в том числе и микропредприятия, работающие в рамках специальных налоговых режимов.

Отсутствие существенной связи между скрытым ФОТ и коэффициентом автономии малых предприятий в целом, на наш взгляд, обусловлено упомянутыми уже процессами «обналичивания». Малые предприятия, как правило, не стремятся облагать налогом на прибыль экономию, полученную в результате сокрытия ФОТ, и с этой целью наращивают затраты через услуги фирм-однодневок.

Таким образом, однозначным выводом работы стало признание значимости теневой экономики для механизмов формирования финансового рычага малых российских фирм, в первую очередь в промышленном секторе. В связи с этим встает новая методологическая задача разработки теорий структуры капитала с учетом специфики малого предпринимательства, формируемой национальной институциональной средой.

Литература

1. *Гайфутдинова Н.С., Кокорева М.С.* Влияние поведенческих аспектов на структуру капитала российских публичных компаний // *Корпоративные финансы*. 2011. № 3 (19). С. 44–58.
2. *Иванов И.Ф.* Детерминанты структуры капитала публичных российских компаний // *Корпоративные финансы*. 2010. № 1 (13). С. 5–38.
3. *Ивашиковская И.В., Солнцева М.С.* Структура капитала российских компаний: тестирование концепции компромисса и порядка источников финансирования // *Корпоративные финансы*. 2007. № 2. С. 17–31.
4. *Шахина Н.А., Кокорева М.С.* Эмпирическое тестирование динамического выбора структуры капитала: пример российских компаний // *Корпоративные финансы*. 2010. № 4 (16). С. 31–40.
5. *Bhaird C., Lucey B.* Determinants of capital structure in Irish SMEs // *Small Business Economics*. 2010. № 3. P. 357–375.
6. *Degryse H., Goeij P. de, Kappert P.* The Impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure // *Small Business Economics*. 2012. № 4. P. 431–447.

7. *Michaelas N., Chittenden F., Poutziouris P.* Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data // *Small Business Economics*. 1999. № 2. P. 113–130.

8. *Palacin-Sánchez M.J., Ramírez-Herrera L.M., Pietro F. di.* Capital structure of SMEs in Spanish regions // *Small Business Economics*. 2013. № 2. P. 503–519.

9. *Palacin-Sánchez M., Pietro F. di.* Are regional institutional factors determinants of the capital structure of Smes? // *ERSA Conference Papers*, 2013.

10. *Ramalho J.S., Silva J.V. da.* A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium and large firms // *Quantitative Finance*. 2009. № 5. P. 621–636.

11. «ОПОРА РОССИИ». Развитие малого и среднего предпринимательства в регионах России. «Индекс ОПОРЫ» 2007–2008 гг. М., 2008. 72 с. URL: <https://rcsmse.ru/ru/library/show/4940/> (дата обращения: 27.11.2017).

12. «ОПОРА РОССИИ», Евразийский институт по конкурентоспособности, «Strategy Partners Group». Предпринимательский климат в России: Индекс ОПОРЫ – 2012. М., 2012. 162 с. URL: <http://opora.ru/analytics/analiticheskie-materialy/predprinimatelskiy-klimat-v-rossii-indeks-opory-2012/> (дата обращения: 27.11.2017).

13. Малое и среднее предпринимательство в России // Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1139841601359 (дата обращения: 04.12.2017).

14. *Статистический* бюллетень Банка России // Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации. URL: <http://www.cbr.ru/publ/?PrID=bbs> (дата обращения: 12.12.2017).

15. *Кредитование* малого и среднего бизнеса в России: «в отрицательной зоне» // Рейтинговое агентство «Эксперт РА». URL: https://raexpert.ru/researches/banks/frb_2014_itog (дата обращения: 18.12.2017).

16. *Кредитование* малого и среднего бизнеса в России: кризис ожиданий // Рейтинговое агентство «Эксперт РА». URL: <https://raexpert.ru/researches/finmb09> (дата обращения: 07.12.2017).

17. *Кредитование* малого и среднего бизнеса в России: крупные банки готовятся к реваншу // Рейтинговое агентство «Эксперт РА». URL: https://raexpert.ru/researches/banks/credit_small_mid_rev (дата обращения: 21.12.2017).

18. *Кредитование* малого и среднего бизнеса в России: тотальный банкинг // Рейтинговое агентство «Эксперт РА». URL: https://raexpert.ru/researches/banks/msb_total_banking (дата обращения: 21.12.2017).

19. Официальный сайт Ассоциации российских банков (АРБ). URL: <https://arb.ru/b2b/> (дата обращения: 28.11.2017).

20. *Национальные счета* России // Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1135087050375 (дата обращения: 07.12.2017).

21. *Объем* кредитов, предоставленных субъектам малого и среднего предпринимательства в рублях, иностранной валюте и драгоценных металлах // Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/udstat.aspx?TblID=302-17> (дата обращения: 15.12.2017).

22. *Малое* и среднее предпринимательство в России. Серия «Социология. Статистика. Публикации. Отраслевые обзоры». 2016. № 4 // Аналитический центр НАФИ. URL: <https://nafi.ru/analytics/otraslevoiy-obzor-maloe-i-srednee-predprinimatelstvo-v-rossii/> (дата обращения: 25.12.2017).

Podshivalova M.V., Candidate of Economic Sciences, associate professor, Department of Finance, Money Circulation and Credit, South Ural State University, National Research (Chelyabinsk, Russian Federation). E-mail: pods-mariya@yandex.ru

Plekhanova I.S., Senior economist OOO Production company "Dionysus", Master of Economic Sciences, Department of Finance, Money Circulation and Credit, South Ural State University, National Research (Chelyabinsk, Russian Federation). E-mail: pis.post@mail.ru

EMPIRICAL TESTING OF FINANCIAL LEVERAGE CLASSICAL FACTORS ON SMALL ENTERPRISES IN RUSSIA

Keywords: capital structure; small business; financing small business; financial leverage.

This paper extends the proof of the hypothesis about the inadequacy of capital structure's classical theories for small firms. We tested assumption about the importance of such institutional factors in the small business' environment as shadow economy and "business ties". The specific features of the financial leverage mechanism of small firms in Russia are identified. The indicators of the small firms' autonomy ratio, the credit cost for SMEs, marginal tax shields, the level of shadow economy and the hidden payroll are used as evidence. Assessing the adequacy of a compromise approach to the small firms' capital structure is tested also by sectors: small businesses trade and industry. It justifies the lack of significant correlations between the small industrial firms' autonomy ratio and the classic capital structure theories factors. Close feedback with the shadow economy's factors are identified for small businesses in all industries.

References

1. Gayfutdinova N.S., Kokoreva M.S. Vliyanie povedencheskih aspektov na struk-turu kapitala rossijskih publicnyh kompanij // Journal of Corporate finance, 2011. № 3(19). P. 44–58.
2. Ivanov I.F. Determinanty struktury kapitala publicnyh rossijskih kompanij // Journal of Corporate finance, 2010. № 1 (13). P. 5–38.
3. Ivashkovskaya I.V., Solntseva M.S. Struktura kapitala rossijskih kompanij: testirovanie koncepcii kompromissa i porjadka istochnikov finansirovaniya // Journal of Corporate finance, 2007. № 2. P. 17–31.
4. Shahina N.A., Kokoreva M.S. Jempiricheskoe testirovanie dinamicheskogo vybora struktury kapitala: primer rossijskih kompanij // Journal of Corporate finance, 2010. №4 (16). P. 31–40.
5. Bhaird, C., Lucey, B. Determinants of capital structure in Irish SMEs // Small Business Economics, 2010. №3. P. 357–375.
6. Degryse, H., P. de Goeij, Kappert P. The Impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure // Small Business Economics, 2012. №4. P. 431–447.
7. Michaelas, N., Chittenden F., Poutziouris P. Financial policy and capital Structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from company panel data // Small Business Economics, 1999. №2. P. 113–130.
8. Palacín-Sánchez, M.J., L.M. Ramírez-Herrera and F. di Pietro. Capital structure of SMEs in Spanish regions // Small Business Economics. 2013. №2. P. 503–519.
9. Palacín-Sánchez, M., F. Di Pietro. Are regional institutional factors determinants of the capital structure of Smes? // ERS Conference Papers, 2013.
10. Ramalho, J.S., J.V. da Silva. A two-part fractional regression model for the financial leverage decisions of micro, small, medium and large firms // Quantitative Finance, 2009. №5. P. 621–636.
11. «OPORA RUSSIA». Razvitie malogo i srednego predprinimatel'stva v regionah Ros-sii «Indeks OPORY» 2007–2008. Moscow, 2008. 72 p. URL: <https://rcsme.ru/ru/library/show/4940/> (accessed 27 ноября 2017).

12. «OPORA RUSSIA», Eurasia Competitiveness Institute, «Strategy Partners Group». *Predprinimatel'skij klimat v Rossii: Indeks OPORY – 2012*. Moscow, 2012. 162 p. URL: <http://opora.ru/analytics/analiticheskie-materialy/predprinimatelskiy-klimat-v-rossii-indeks-opory-2012/> (accessed 27 ноября 2017).

13. *Maloe i srednee predprinimatel'stvo v Rossii* // Official site of the Federal Service of State Statistics. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1139841601359 (accessed 04.12.2017).

14. *Statisticheskij bjulleten' Banka Rossii* // Official website of the Central Bank of the Russian Federation. URL: <http://www.cbr.ru/publ/?PrID=bbs> (accessed 12.12.2017).

15. *Kreditovanie malogo i srednego biznesa v Rossii: «v otricatel'noj zone»* // Rating agency «Expert RA». URL: https://raexpert.ru/researches/banks/frb_2014_itog (accessed 18.12.2017).

16. *Kreditovanie malogo i srednego biznesa v Rossii: krizis ozhidaniy* // Rating agency «Expert RA». URL: <https://raexpert.ru/researches/finmb09> (accessed 07.12.2017).

17. *Kreditovanie malogo i srednego biznesa v Rossii: krupnye banki gotovjatsja k revanshu* / Rating agency «Expert RA». URL: https://raexpert.ru/researches/banks/cred-it_small_mid_rev (accessed 21.12.2017).

18. *Kreditovanie malogo i srednego biznesa v Rossii: total'nyj banking* / Rating agency «Expert RA». URL: https://raexpert.ru/researches/banks/msb_total_banking (accessed 21.12.2017).

19. Official site of the Association of Russian banks (ARB). URL: <https://arb.ru/b2b/> (accessed 28.11.2017).

20. *Nacional'nye scheta Rossii* // Official site of the Federal Service of State Statistics. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1135087050375 (accessed 07.12.2017).

21. *Ob'em kreditov, predostavlennyh sub"ektam malogo i srednego predprinimatel'stva v rubljah, inostrannoj valjute i dragocennyh metallah* // Official website of the Central Bank of the Russian Federation. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/udstat.aspx?TbIID=302-17> (accessed 15.12.2017).

22. *Maloe i srednee predprinimatel'stvo v Rossii. Serija "Sociologija. Statistika. Publikacii. Otrasleyve obzory"*. №4, 2016. / NAFI Research Centre. URL: <https://nafi.ru/analytics/otraslevoy-obzor-maloe-i-srednee-predprinimatelstvo-v-rossii/> (accessed 25.12.2017).

For referencing:

Podshivalova M.V., Plekhanova I.S. Empiricheskoe testirovanie klassicheskikh faktorov finansovogo ry-chaga malyh predpriyatij Rossii [Empirical testing of financial leverage classical factors on small enterprises in Russia]. *Vestnik Tomskogo gosudarstvennogo universiteta. Ekonomika – Tomsk State University Journal of Economics*, 2018, no 42, pp. 287–304.