

УДК 336.64

DOI:10.18413/2411-3808-2018-45-1-67-78

**СПЕЦИФИКА СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА МАЛЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ  
С ПОЗИЦИЙ ЭМПИРИЧЕСКОГО ПОДХОДА****THE SPECIFICITY OF THE SMALL BUSINESSES' CAPITAL STRUCTURE  
FROM THE STANDPOINT OF THE EMPIRICAL APPROACH****М.В. Подшивалова, И.С. Плеханова  
M.V. Podshivalova, I.S. Plekhanova**Южно-Уральский государственный национальный исследовательский университет, Россия,  
454080, Челябинск, пр. Ленина, 76South Ural State University, National Research,  
Russia, 454080, Chelyabinsk, Lenina st., 76

E-mail: pods-mariya@yandex.ru

**Аннотация**

Представлен обзор эмпирических тестирований современных теорий структуры капитала в РФ и за рубежом. Показано, что большинство из них не дает реального описания механизма определения финансового рычага на предприятиях малого масштаба. Проведено исследование специфики финансирования малых форм предпринимательства в России. Используются данные опросов и статистических исследований сектора МСП за последние 10 лет. Выявлено, что отечественным малым фирмам при принятии решений об источнике привлечения средств свойственны: страх публичности, надежда на «собственные силы», ориентация на неформальный рынок капитала, замещение потребности в финансировании компании потребительскими кредитами собственников. На основании выявленной специфики структуры капитала малых фирм проведена оценка адекватности современных теорий. Обозначены основные ограничения как классических теорий – теории компромисса, иерархии, агентских издержек, так и поведенческих – информационных каскадов, отслеживания рынков и влияния личных качеств менеджера на финансовый рычаг фирмы.

**Abstract**

The empirical testings' review of capital structure's modern theories in Russia and abroad are presented. It's shown that most of them do not provide a real description of the financial leverage's mechanism on the enterprises of small scale. The specificity of small business' financing in Russia are provided. There are survey data and statistical studies of the SME sector over the last 10 years. It's revealed that The domestic small firms' decisions about the cash sources characterized fear of publicity, hope "our own strength", focus on the informal capital market and replacement company's deficit by the owners' consumer credit. The contemporary theories' adequacy are assessed based on the identified specifics of small firms' capital structure. It's proposed the main limitations of classical theories – Trade-off Theory, Pecking Order Theory, Agency Cost Theory, and behavioural – Informational Cascades Theory, Market Timing Theory and influence manager's personal qualities on the firm's financial leverage.

**Ключевые слова:** структура капитала; малый бизнес; финансирование малых предприятий; финансовый рычаг; поведенческие теории.

**Keywords:** capital structure; small business; financing small business; financial leverage; behavioral theory.

**Введение**

Наиболее актуальной и до сих пор нерешенной задачей в области корпоративных финансов, как известно, остается проблема поиска и обоснования оптимальной структуры капитала организации. Дискуссии ведутся не только вокруг самого факта существования оптимума, но и факторов, которые учитываются менеджерами при выборе источников финансирования. И надо признать, что с середины прошлого века, когда было положено



начало научного поиска Д. Дюраном [Durand, 1952], исследователям удалось существенно продвинуться в понимании механизмов принятия решений о финансировании. Так современное представление о факторах, влияющих на структуру капитала фирм, включает не только причины чисто экономические, предложенные «классиками» (экономия на налогах, издержки финансовых затруднений), но и такие нематериальные явления как чрезмерная самоуверенность менеджеров и «эффект толпы», введенные в анализ представителями поведенческой экономики.

Интересен тот факт, что активные поиски решения проблемы оптимальной структуры капитала до сих пор проходили, как правило, без привязки к масштабам бизнеса. Нам не удалось обнаружить работ, посвященных исследованию специфики решений этой проблемы малыми формами предпринимательства. Хотя среди факторов, влияющих на структуру капитала, масштаб предприятия является общепризнанным. Данная работа отражает попытку авторов внести свой вклад в решение озвученной задачи. С этой целью мы рассмотрели современные теории структуры капитала с точки зрения их эмпирической ценности. Далее нами была изучена специфика вопросов финансирования на малых предприятиях, которая в последующем была использована для оценки адекватности эмпирически протестированных теорий структуры капитала предприятиям этого типа.

**Современные теории структуры капитала предприятия.** Многообразие теоретических подходов к объяснению структуры капитала организаций послужило импульсом к началу эмпирических тестирований. Нами был проведен обзор основных исследований, посвященных эмпирической проверке наиболее известных теорий структуры капитала. Для облегчения восприятия материала, рассмотренные теории были разделены на классические (таблица 1) и поведенческие (таблица 2). В каждой из таблиц мы описали выборку исследования, метод и основные выводы, полученные авторами.

Тестирование классических теорий структуры капитала проходило менее активно, чем новых подходов, развиваемых в рамках поведенческой экономики. Это вполне объяснимо методологическим кризисом в теории структуры капитала, который и повлек за собой поиск новых парадигм и оценку их эмпирической ценности. Несмотря на многочисленность исследований, подтверждающих теории компромисса и «порядка клевания» большинство авторов все же склонно считать их устаревшими для современных корпораций. Среди основных предпосылок этих подходов, не позволяющих в полной мере доверять им, следует отметить предпосылку о рациональном поведении экономических агентов. Поведенческие теории структуры капитала, как известно, старались снять это ограничение.

В целом проведенный обзор эмпирических тестирований современных теорий структуры капитала позволил нам получить ряд выводов:

а) абсолютное большинство исследований принадлежит зарубежным авторам, соответственно проблемы структуры капитала российских компаний до сих пор изучены слабо;

б) в российских исследованиях в выборку включались только крупные, публичные компании, что вполне объяснимо доступностью данных; в работах зарубежных авторов малые предприятия встречались только у исследователей из США; в формальном смысле это не позволяет распространять большинство современных теорий структуры капитала на субъекты малого бизнеса;

с) наиболее распространенным методом тестирования можно признать регрессионный анализ, что, на наш взгляд, объяснимо как его более высокой объективностью по сравнению с анкетированием, так и более низкими затратами проведения;

д) каждая из рассмотренных теорий может быть признана эмпирически доказанной, поскольку лишь редкие авторы давали опровержение отдельных теоретических положений. Мы полагаем, что этот факт свидетельствует, с одной стороны, о существовании некоего психологического эффекта влияния личности исследователя на объект исследования, когда в полученных цифрах авторы видят то, что ожидают увидеть; с другой стороны, «правдивость» множества теорий лишней раз доказывает, что слишком велико число факторов, влияющих на принятие решений о финансировании в конкретных условиях.

Таблица 1  
Table 1

Обзор эмпирических тестирований классических теорий структуры капитала  
The empirical testings' overview of capital structure's classical theories

Авторы, год исследования	Характеристики выборки, метод исследования		Результат исследования («+» - подтверждение теории; «-» - опровержение, основной вывод)
Теория компромисса (Trade-off Theory)			
Шахина Н.А., Кокорева М.С., 2010	56 российских компаний (кроме финансовых), ведущих отчетность в соответствии с МСФО, с годовой выручкой 0,7-3 млрд.\$ за период 2004-2008 гг. Метод: регрессионный анализ	+	Поддержание финансового рычага сводится к поиску интервала оптимальных значений, и не стремится к достижению оптимального уровня. При выходе из этого интервала компании корректируют свой финансовый рычаг
Beattie V., Goodacre A., Thomson S., 2006	192 торгуемые компании Великобритании в 2000 г. Метод: анкетирование (опрос финансовых директоров)	+	Часть выборки (~50%) поддерживает целевой уровень долговой нагрузки, определяемый на основе теории компромисса. Более характерно для крупных компаний
Ивашковская И.В., Солнцева М.С., 2007	74 крупные российские компании, ведущие отчетность в соответствии с МСФО, за период 2001-2006 гг. Метод: регрессионный анализ	+	Компромиссной теории больше придерживаются частные российские компании, нежели государственные
Теория последовательности действий («теория иерархии», «теория порядка финансирования», «теория порядка клевания») (Pecking Order Theory)			
Beattie V., Goodacre A., Thomson S., 2006	192 торгуемые компании Великобритании в 2000 г. Метод: анкетирование (опрос финансовых директоров).	+	Часть выборки (~60%) следует теории иерархии. Менее характерно для крупных компаний
Ивашковская И.В., Солнцева М.С., 2007	74 крупные российские компании, ведущие отчетность в соответствии с МСФО, за период 2001-2006 гг. Метод: регрессионный анализ	+	Теории порядка финансирования в большей степени придерживаются торгующиеся российские компании, нежели закрытые, а также компании с иностранными акционерами
Shyam-Sander L., Myers S., 1999	157 крупнейших торгуемых компаний США (кроме финансовых и коммунальных) за период 1971-1989 гг. Метод: регрессионный анализ	+	Теория иерархии лучше описывает поведение крупных компаний, которые ввиду хорошей репутации и кредитной истории предпочитают покрывать дефицит в первую очередь с помощью заимствований
Березинец И.В., Размочаев А.В., Волков Д.Л., 2010	33 публичных российских компании за 2000-2006 гг. Метод: регрессионный анализ	+	При росте объемов инвестиций фирмы в первую очередь увеличивают долговую нагрузку
Frank M., Goyal V., 2003	768 торгуемых американских фирм, кроме финансовых компаний и компаний, участвовавших в крупных поглощениях, за период 1971-1989 гг. и 1990-1998 гг. Метод: регрессионный анализ	-	Показатели за более ранний период поддерживают теорию, а данные 90-х гг. нет

Авторы, год исследования	Характеристики выборки, метод исследования	Результат исследования («+» - подтверждение теории; «-» - опровержение, основной вывод)
Теория последовательности действий («теория иерархии», «теория порядка финансирования», «теория порядка клевания») (Pecking Order Theory)		
Fama E.F., French K.R., 2004	Компании, торгуемые на NYSE, AMEX, и Nasdaq: 2 951 компания за период 1973-1982 гг. (в т.ч. 617 крупных); 4 417 компаний за период 1993-2002 гг. (в т.ч. 712 крупных). Метод: регрессионный анализ	- Большинство компаний нарушают правила теории, прибегая к эмиссии и выкупу акций в нормальных условиях (54–72% компаний выборки эмитировали капитал каждый год; 20% производили выкупы каждый год)
Теория агентских издержек (Agency Cost Theory)		
Li H., Cui L., 2003	211 китайских торгуемых нефинансовых компаний за период 1999-2001 гг. Метод: регрессионный анализ	+ Выявлена тесная связь агентских издержек и уровня финансового рычага. Высокая доля долга в структуре капитала побуждает кредиторов осуществлять контроль за компанией, что уменьшает агентские издержки. Большое сосредоточение капитала у крупных акционеров повышает интерес к деятельности менеджмента со стороны собственников, что также снижает агентские издержки
Florackis C., Ozkan A. 2004	Компании Великобритании за период 1999-2003 гг. Метод: регрессионный анализ	+ Передача части собственности в руки менеджмента, уровень дохода менеджмента, а также наличие банковских кредитов и краткосрочной задолженности позволяют преодолеть проблему агентских отношений между менеджерами и акционерами
Zhang H., Li S., 2008	Публичные компании Великобритании за период 2004-2005 гг. Метод: регрессионный анализ	+ Подтверждена отрицательная зависимость между агентскими издержками и уровнем долга
Gul S. et al., 2012	50 компаний, акции которых торгуются на фондовой бирже г. Карачи, за период 2003-2006 гг. Метод: регрессионный анализ	+ Подтверждена зависимость финансовой политики компании от величины капитала, сосредоточенной в руках высшего менеджмента, структуры его вознаграждения, а также уровня независимости директоров, с повышением которого повышается степень защиты интересов акционеров и контроль принятия решений менеджментом
Rakesh H., Lakshmi P., 2013	20 публичных индийских компаний за период 2002-2012 гг. Метод: регрессионный анализ	+ Подтверждена отрицательная зависимость между агентскими издержками и уровнем долга
Mohammed D., 2013	94 публичные компании, акции которых обращаются на фондовой бирже Нигерии, за период 2000-2006 гг. Метод: регрессионный анализ	+ Подтверждена отрицательная зависимость между агентскими издержками и уровнем долга. Менеджеры более осторожны в привлечении заемного капитала, если величина их потерь в случае ликвидации компании возрастает

Таблица 2  
Table 2

Обзор эмпирических тестирований поведенческих теорий структуры капитала  
The empirical testings' overview of capital structure's behavioral theories

Авторы, год исследования	Характеристики выборки, метод исследования	Результат исследования («+» – подтверждение теории; «-» – опровержение, основной вывод)
Теория отслеживания рынков (Market Timing Theory)		
Baker M., Wurgler D., 2002	Компании, вышедшие на IPO в период 1968–1998 гг. Метод: регрессионный анализ	+ Менеджеры выпускают акции, если считают, что компания переоценена, а долг – если недооценена. Практика отслеживания рынка имеет долгосрочное воздействие на структуру капитала
Graham J., Harvey C., 2001	392 компании США и Канады. Метод: анкетирование (опрос финансовых директоров)	+ 2/3 опрошенных подтвердили, что при выпуске акций величина их переоценки или недооценки является очень важным фактором. Большинство менеджеров считают недооцененными акции их компаний
Kayhan A., Titman S., 2007	Торгуемые компании Великобритании (балансовая стоимость активов свыше \$10 млн) за период 1960–2003 гг. Метод: регрессионный анализ	+ Наиболее значимый фактор величины доли долга – изменение цены акций. Практика отслеживания рынка приводит к отклонению структуры капитала от целевого значения, возвращение к которому занимает длительное время
Elliott W. et al 2004; 2008	Американские компании за период 1971–2001 гг. Метод: регрессионный анализ	+ Компании, оцененные выше по сравнению с предыдущим годом, склонны большую часть своего дефицита финансировать путем выпуска акций
Mahajan A., Tartaroglu S., 2008	Компании стран G-7 за период 1993–2005 гг. Метод: регрессионный анализ	+ Подтверждено наличие статистически значимой обратной зависимости между соотношением рыночной и балансовой стоимости и финансовым рычагом для компаний Франции, Великобритании, Канады и США.
Chang X., Hilary G. et al., 2010	Японские компании, включая конгломераты. Метод: регрессионный анализ	+ Эффекту следования рынку были в большей степени подвержены конгломераты, нежели отдельные компании
Гайфутдинова Н., Кокорева М., 2011	50 российских нефинансовых публичных компаний 11 отраслей с величиной активов \$40 млн.–\$300 млрд, за 2003-2009 гг. Метод: регрессионный анализ	- Влияние исследуемых значений показателя market-to-book на уровень долга оказалось не значимым для принятия теории
Теория информационных каскадов (Informational Cascades Theory)		
Gilson S., 1997	108 финансово неблагополучных публичных компаний США, реструктуризовавших свою задолженность, за период 1979–1989 гг. Метод: регрессионный анализ	+ Рыночная конкуренция оказывает давление на компании в сторону копирования финансового рычага у других компаний отрасли
Hull R., 1999	338 компаний, объявлявших об эмиссии простых акций, в период 1970–1988 гг. Метод: регрессионный анализ	+ В период объявления об изменении финансового рычага доходность акций компании, уходящих от среднеотраслевого показателя фин.рычага, значимо ниже доходности акций, приближающихся к среднеотраслевому показателю

Авторы, год исследования	Характеристики выборки, метод исследования	Результат исследования («+» – подтверждение теории; «-» – опровержение, основной вывод)	
Теория информационных каскадов (Informational Cascades Theory)			
Flannery M., Rangan K., 2006	13 тыс. американских компаний за период 1965–2001 гг. Метод: регрессионный анализ	+	Выявлено положительное влияние на финансовый рычаг медианного значения долговой нагрузки отрасли
Frank M., Goyal V., 2009	Американские торгуемые компании (без финансовых и участвовавших в крупных поглощениях) за период 1950–2003 гг. Метод: регрессионный анализ	+	Выявлено положительное влияние на финансовый рычаг медианного значения долговой нагрузки отрасли
Patel J., Zeckhauser R., Hendricks D., 1991	182 крупнейших американских компании из 10 отраслей за период 1971–1989 гг. Метод: регрессионный анализ	+	В 7 из 10 отраслей, попавших в выборку, более 20% компаний (в некоторых отраслях – более 50%) изменили стратегию финансирования в ответ на изменение отраслевого значения долговой нагрузки
Filbeck G., Gorman R., Preece D., 1996	Промышленные компании 7 отраслей, в которых были выявлены компании–лидеры, за период 1981–1990 гг. Метод: регрессионный анализ	-	Копирование уровня долговой нагрузки компании–лидера отрасли не подтвердилось. Компании не связывают успех фирм–лидеров с их решениями по изменению финансового рычага
Теория влияния личных качеств менеджера			
Barros L. et al., 2007	153 нефинансовых бразильских компании, торгуемых на бирже Сан–Паулу (Bovespa) за период 1998–2003 гг. Метод: регрессионный анализ	+	Фирмы, управляемые оптимистичными и/или чересчур уверенными в себе менеджерами, обладают более леввереджированной структурой капитала.
Oliver B., 2005	290 компаний за период 1978–2004 гг. Метод: регрессионный анализ	+	Оптимистичные менеджеры переоценивают вероятность успеха и недооценивают риск; склонны к большему использованию заемного капитала.
Иванов И., 2010	692 российские публичные компании нефинансового сектора, торгующие ценными бумагами на бирже ММВБ–RTS. Метод: регрессионный анализ	+	Компании, менеджеры которых обладают наибольшим пакетом акций, отличаются более высоким уровнем долга
Malmendier U., Tate G., Yan J., 2005	477 публичных компаний США, которые не менее 4 раз попадали в список крупнейших компаний Forbes, период 1980–1994 гг. Метод: регрессионный анализ	+	Самонадеянные менеджеры для покрытия финансового дефицита используют больший объем долга по сравнению с другими
Ben–David I., Graham J., Harvey C., 2007	7000 наблюдений, полученных путем квартальных опросов компаний США, за 2001–2007 гг. Метод: анкетирование (опрос финансовых директоров)	+	Чрезмерно уверенные менеджеры увеличивают долговую нагрузку фирмы, а также долю долгосрочных обязательств в портфеле; считают акции своих компаний недооцененными; чаще осуществляют обратный выкуп акций
Гайфутдинова Н., Кокорева М., 2011	50 российских нефинансовых публичных компаний 11 отраслей с величиной активов \$40 млн. – \$300 млрд., за 2003–2009 гг. Метод: регрессионный анализ	+	Была выявлена прямая зависимость между самонадеянностью менеджера и финансовым рычагом компании





**Специфика структуры капитала малых фирм.** С целью выявления специфики структуры капитала малых фирм мы провели анализ проблем их финансирования по данным опросов и статистических обзоров за последние 10 лет. Это позволило выявить существующие тренды и устойчивые шаблоны поведения малых предпринимателей.

Согласно данным «ОПОРА России» в 2007–2008 гг. источниками стартового капитала при создании компании в большинстве случаев являлись средства учредителей (75%). Меньшую роль при создании бизнеса играли такие источники, как средства частных инвесторов (14%), а также банковские кредиты. При этом наиболее распространенной формой кредита для МСП был кредит для физического лица (13%), а не для юридического (11%), в силу того, что во многих случаях он являлся более доступным и выгодным. Однако данные источники оставались ключевыми при привлечении финансирования на развитие бизнеса: средства частных инвесторов – 23%, кредиты для компаний – 21%, для частных лиц – 15%. Это соотношение вполне объясняет, почему 70% опрошенных МСП заявили, что не обращались за кредитом в банк от лица компании [ОПОРА РОССИИ, 2008]. Как видно, предпринимателям «проще» занимать у физических лиц либо оформлять банковский кредит не на компанию, а на учредителей. Отметим, что исследование 2012 года подтвердило этот тренд.

Удовлетворение заявки на получение кредита происходило в 75% случаев. Наиболее частой причиной отказа при привлечении банковского кредита являлось отсутствие залога (34%). Большая часть кредитов привлекалась на срок от 6 месяцев до 3 лет (83% опрошенных), диапазон процентных ставок составлял от 11% до 17% годовых [ОПОРА РОССИИ, 2008]. Для каждого третьего отказавшегося от кредита предпринимателя причиной были высокие процентные ставки [ОПОРА РОССИИ, 2008]. В 2007 году лишь 15% опрошенных представителей МСП России называли низкую доступность финансовых ресурсов главным препятствием для развития бизнеса [ОПОРА РОССИИ, 2008].

Последующая оценка предпринимательского климата была проведена в 2012 году преимущественно среди малых и средних предприятий производственного сектора (они составили 60% респондентов). «Низкая доступность финансовых средств» была выделена предпринимателями в числе трех основных причин, препятствующих развитию бизнеса, что вполне соответствует кризисному сценарию развития экономики в целом. Популярность банковских кредитных продуктов (38% респондентов) среди источников капитала МСП осталась сопоставимой с докризисным уровнем. Важным отличием российских МСП является тот факт, что заимствования от родственников и друзей (19%) по-прежнему более распространены, чем коммерческий кредит (17%) и лизинг (12%) [ОПОРА РОССИИ, 2012].

В 2012 г. 79% заявок на кредит от производственных малых и средних предприятий удовлетворялась полностью или частично, что сопоставимо с докризисным уровнем. Повышению доступности заемного капитала для МСП в России, по мнению 48% респондентов, препятствовали высокие процентные ставки [ОПОРА РОССИИ, 2012].

Высокая стоимость кредитных ресурсов для МСП связана с высоким процентом невозвратов в этой категории заемщиков. Доля просроченной задолженности на начало 2012 г. составляла 8,2% против 5,2% по кредитам физическим лицам и 3,7% крупному бизнесу, и сохранялась около этого уровня до 2015 г., после чего наблюдался резкий рост просрочек до 13,6% к началу 2016 г. (рисунок 1) [АЦ НАФИ, 2016]. На 01.01.2017 доля просроченной задолженности по кредитам МСБ составила 14,2%. При этом на отдельные даты 2016 года уровень просрочки превышал 15%, что является максимальным уровнем с начала публикации статистики Банком России. [Эксперт РА, 2017].

Ухудшение качества портфеля ссуд МСП с одной стороны, а также снижение деловой активности с другой, повлияли на сокращение объемов кредитования в этом секторе. Банки ужесточили требования к потенциальным заемщикам, а также залоговому обеспечению, предметом которого перестали выступать товары в обороте. По данным Банка России, в 2015 году началась тенденция замещения в кредитных портфелях банков рискованных ссуд МСП на кредиты крупным компаниям [АЦ НАФИ, 2016].

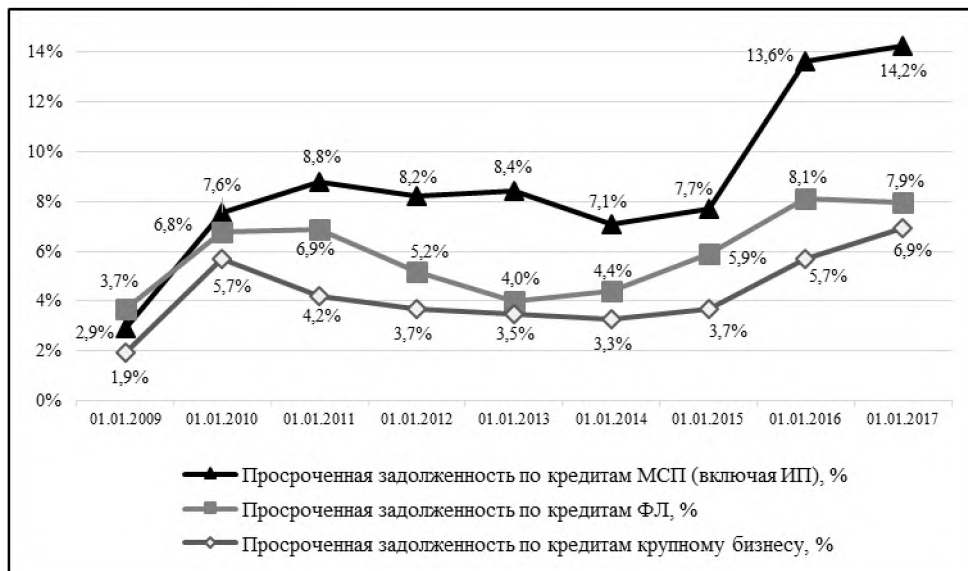


Рис. 1. Доля просроченной задолженности по кредитам субъектам МСП (с ИП), крупному бизнесу, физическим лицам

Fig. 1. The share of overdue debt on loans to small and medium-sized business (including individual entrepreneur), big business, individuals

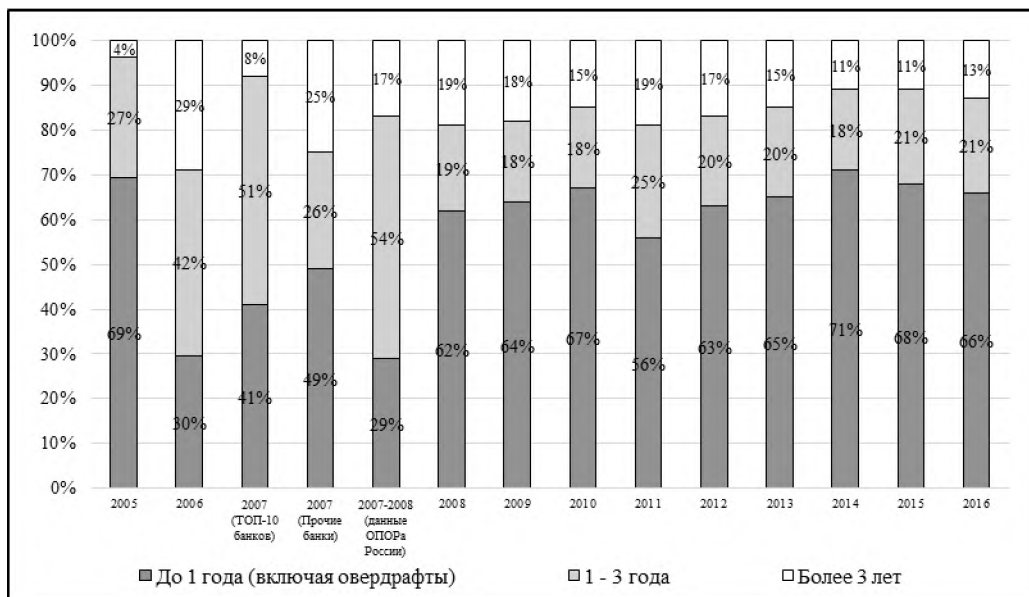


Рис. 2. Структура выданных кредитов МСП по срочности (источник: Эксперт РА и Банк России)  
Fig. 2. The structure of repayment period of loans small and medium-sized business (source: Expert RA and Central Bank of the Russian Federation)

По срочности выдаваемых кредитов в секторе МСП преобладают краткосрочные кредиты на срок до 1 года (рисунок 2). Доля кредитов, выдаваемых на срок более 3 лет, по итогам 2016 г. составила лишь 13%. При этом крупные банки, как правило, более активно кредитуют МСБ на долгий срок, чем все прочие участники рынка. Это объясняется более широким доступом крупных банков к «длинным» источникам фондирования и механизмам рефинансирования обязательств [Эксперт РА, 2016]. Однако в целом малые компании реже стали привлекать «длинные» кредиты. Это связано не только с краткосрочной пассивной базой банков, но и с отраслевой структурой клиентов, большинство из которых заняты в сфере торговли с коротким циклом обращения капитала.

Средневзвешенные процентные ставки по краткосрочным кредитам МСП с 2015 г. плавно снижались с 18,2% годовых до 12,6% вслед за ключевой ставкой [Эксперт РА, 2017]. Однако, несмотря на эту положительную тенденцию, малые предприниматели не торопились





обременять себя кредитами. Так, по данным аналитического центра НАФИ в 2016 г. только каждый пятый предприниматель (21%) обращался за кредитами или займами за последние полгода. Среди тех, кто обращался за банковскими кредитами, большинство смогли получить их в полном объеме или частично (82%). При этом каждый четвертый субъект МСП (27%), оформляющий кредит, оформляет его на физическое, а не юридическое лицо. Потребность в привлечении кредитов в ближайшем будущем имел каждый десятый субъект МСП (10%), а в рефинансировании имеющихся кредитов – 38% организаций, выплачивающих кредит [АЦ НАФИ, 2016].

Объемы кредитования сектора МСП в целом уменьшились за последние несколько лет [Эксперт РА, 2017]. Более медленные, по сравнению с другими сегментами, темпы восстановления МСП закономерны и обусловлены высокой уязвимостью малых и средних компаний к кризисным явлениям.

Таким образом, можно говорить о наличии следующих специфических характеристик в формировании структуры капитала малых российских фирм:

1) ориентированность на внутренние источники финансирования, надежда на «собственные силы»<sup>1</sup>;

2) популярность коммерческого кредита, который в структуре кредиторской задолженности малых фирм занимает значительную долю; наличие устойчивых деловых связей с поставщиками позволяет предпринимателям экономить на процентах по кредитам; общеизвестно, что наличие таких связей во многом определяет успешность бизнеса в России<sup>2</sup>;

3) страх публичности, необходимости «открыть» бизнес банку в случае получения кредитов, поэтому даже в периоды повышения их доступности абсолютное большинство малых предприятий не стремится брать на себя эти обязательства;

4) вышеизложенная причина наряду с дороговизной кредитов приводит к тому, что малые предприятия активно используют неформальный рынок капитала – кредиты частных лиц, а также замещают потребность в финансировании компании потребительскими кредитами учредителей.

Тем самым, можно заключить, что структура капитала малых фирм в России смещена в пользу неинституциональных источников. Остаться «в тени» неформальности для МСП будет выгоднее до тех пор, пока выгода от открытости не превысит выгоды от ухода от налогов. А это возможно только при наличии низких налоговых ставок и низких процентов по кредиту. Ни первого, ни второго пока ожидать не приходится.

**Адекватность современных теорий структуры капитала специфике малого бизнеса.** Логичным итогом исследования стала оценка адекватности современных подходов специфике структуры капитала малых фирм. На наш взгляд, компромиссная теория, базирующаяся на эффекте налогового щита, не может быть признана состоятельной в отношении вопросов финансирования малых предпринимателей в России. Так, налог на прибыль за последние десятилетия снижался, а значит снижался и эффект от налогового щита, при этом объемы выданных кредитов субъектам МСП напротив, ежегодно возрастали. Второй фактор компромиссной теории – издержки финансовых затруднений также нельзя назвать значимым для субъектов МСП, поскольку банкротство малых фирм сегодня – обычная практика, используемая собственниками для ухода от налогообложения, проверок и проблем с кредиторами.

Другая классическая теория – теория иерархии, как известно, утверждает, что менеджеры предпочитают покрывать дефицит финансирования с помощью заимствований. Учитывая психологию надежды на «собственные силы» в вопросах финансирования, выявленную у отечественных предпринимателей, можно утверждать, что и эта теория не

<sup>1</sup> По данным НАФИ в 2015 г. 41% опрошенных МСП на вопрос о требуемых мерах государственной поддержки, заявил, что не нуждается в ней.

<sup>2</sup> Это подтверждают данные опросов Левада-Центр, 2014 [<http://www.levada.ru/2014/10/28/nuzhna-li-rossii-demokratiya>]



является адекватной. Тем не менее, концепция существования иерархии в источниках финансирования у малого бизнеса все же прослеживается, но выстроена наоборот – сначала собственные внутренние источники, далее собственные внешние (средства учредителей), далее средства частных лиц или поставщиков и только потом формальный долг перед банком.

Теория агентских издержек, которая ввела в анализ два типа конфликтов интересов (между акционерами и менеджерами; между кредиторами и акционерами), может быть полезна для изучения структуры капитала малых фирм только в отношении второго типа конфликтов, поскольку большинство собственников малого бизнеса являются и его топ-менеджерами. В России агентские издержки заемного финансирования для МСП связаны, прежде всего, с издержками выхода «из тени». Соответственно, чем они выше, чем ниже финансовый рычаг малых фирм.

Из рассмотренных нами поведенческих теорий адекватной специфике малого предпринимательства может быть признана только теория влияния личных качеств менеджера. В самом деле, «неуловимый» человеческий фактор влияет на финансирование компаний любых размеров. Однако среди личных качеств предпринимателей в России следует рассматривать не только «классические» для этой теории чрезмерную самоуверенность и оптимизм, но и такие редкие сегодня законопослушность и добросовестность.

### Заключение

С позиций эмпирического подхода можно резюмировать, что на данном этапе развития ни одна из классических концепций структуры капитала не является адекватной для обоснования финансового рычага малых форм предпринимательства в России. Среди поведенческих теорий можно выделить теорию влияния личных качеств менеджера. Однако ее возможности крайне ограничены, поскольку в качестве релевантных факторов структуры капитала рассматривается только «психологический» фактор, а влияние объективных внешних и внутренних причин игнорируется.

Мы полагаем, что перспективным направлением развития теорий структуры капитала в отношении малых фирм стала бы разработка концепции институционально-зависимой структуры капитала. Это научное направление должно исследовать и обосновать взаимосвязи институциональных факторов и источников финансирования малых предприятий. В частности, раскрыть механизмы влияния на принятие решений об источнике привлечения средств таких неформальных институтов как «деловые связи», «теневая экономика», «теневая занятость» и неформальный рынок капитала. Очевидно, что одним из аналитических срезов в данном случае должна стать оценка уровня транзакционных издержек малых предприятий при формировании той или иной структуры капитала.

### Список литературы

#### References

1. Аналитический центр НАФИ. 2016. Кредитование малого и среднего бизнеса: отложенный рост. Москва. 9 с. URL: <https://nafi.ru/analytics/kreditovanie-malogo-i-srednego-biznesa-otlozhennyi-rost/> (дата обращения: 2 ноября 2017).

NAFI Research Centre. 2016. Lending to small and medium-sized enterprises: The delayed growth. Moscow. 9 p. Available at: <https://nafi.ru/analytics/kreditovanie-malogo-i-srednego-biznesa-otlozhennyi-rost/> (accessed 2 November 2017). (in Russian)

2. Аналитический центр НАФИ. 2016. Рынок кредитования МСП: можно ли остановить падение? Москва. 8 с. URL: <https://nafi.ru/analytics/rynok-kreditovaniya-msp-mozhno-li-ostanovit-padenie/> (дата обращения: 2 ноября 2017).

NAFI Research Centre. 2016. The SME lending market: It is possible to stop the decline? Moscow. 8 p. Available at: <https://nafi.ru/analytics/rynok-kreditovaniya-msp-mozhno-li-ostanovit-padenie/> (accessed 2 November 2017). (in Russian)



3. Аналитический центр НАФИ. 2016. Малое и среднее предпринимательство в России. Социология. Статистика. Публикации. №4. Москва. 48 с. URL: <https://nafi.ru/analytics/otraslevoiy-obzor-maloe-i-srednee-predprinimatelstvo-v-rossii/> (дата обращения: 10 ноября 2017).

NAFI Research Centre. 2016. Small and medium-sized enterprises in Russia: social studies, statistics and publications. №4. Moscow. 48 p. Available at: <https://nafi.ru/analytics/otraslevoiy-obzor-maloe-i-srednee-predprinimatelstvo-v-rossii/> (accessed 10 November 2017). (in Russian)

4. Березинец И.В., Размочаев А.В., Волков Д.Л. 2010. Финансовые решения российских компаний: результаты эмпирического анализа // Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 8. №1. С. 107–130.

Berezinets I.V., Razmochaev A.V., Volkov D.L. 2010. Financial decisions of Russian companies: results of empirical analysis // Vestnik of the St. Petersburg University. Part 8. №1. P. 107–130. (in Russian)

5. Гайфутдинова Н.С., Кокорева М.С. 2011. Влияние поведенческих аспектов на структуру капитала российских публичных компаний // Корпоративные финансы. №3(19). С. 44–58.

Gayfutdinova N.S. Kokoreva M. S. 2011. The influence of behavioral aspects on capital structure of Russian public companies // Journal of Corporate finance. №3(19). P. 44–58. (in Russian)

6. Иванов И. 2010. Детерминанты структуры капитала публичных российских компаний // Корпоративные финансы. №1(13). С. 5–38.

Ivanov I. Capital structure determinants of Russian public companies // Journal of Corporate finance. №1(13). P. 5–38. (in Russian)

7. Ивашковская И. В., Солнцева М. С. 2007. Структура капитала российских компаний: тестирование концепции компромисса и порядка источников финансирования // Корпоративные финансы. №2. С. 17–31.

Ivashkovskaya I.V., Solntseva M.S. 2007. The capital structure of Russian companies: testing trade-off theory versus pecking order theory // Journal of Corporate finance. №2. P. 17–31. (in Russian)

8. «ОПОРА РОССИИ». 2008. Развитие малого и среднего предпринимательства в регионах России «Индекс ОПОРЫ», 2007–2008 гг. Москва. 72 с. URL: <https://rcsme.ru/ru/library/show/4940/> (дата обращения: 6 ноября 2017).

«OPORA RUSSIA». 2008. The development of small and middle-size business in regions of Russia «Index of OPORA», 2007–2008 гг. Moscow. 72 p. Available at: <https://rcsme.ru/ru/library/show/4940/> (accessed 6 November 2017). (in Russian)

9. «ОПОРА РОССИИ», Евразийский институт по конкурентоспособности, «Strategy Partners Group». 2012. Предпринимательский климат в России: Индекс ОПОРЫ – 2012. Москва. 162 с. URL: <http://opora.ru/analytics/analiticheskie-materialy/predprinimatelskiy-klimat-v-rossii-indeks-opory-2012/> (дата обращения: 6 ноября 2017).

«OPORA RUSSIA», Eurasia Competitiveness Institute, «Strategy Partners Group». 2012. The business climate in Russia: Index of OPORA – 2012. Moscow. 162 p. Available at: <http://opora.ru/analytics/analiticheskie-materialy/predprinimatelskiy-klimat-v-rossii-indeks-opory-2012/> (accessed 6 November 2017). (in Russian)

10. Рейтинговое агентство «Эксперт РА». 2016. Кредитование малого и среднего бизнеса в России по итогам 2015 года: новые антирекорды. Москва. 46 с. URL: [https://raexpert.ru/researches/banks/frb\\_2015\\_itog](https://raexpert.ru/researches/banks/frb_2015_itog) (дата обращения: 10 ноября 2017).

Rating agency «Expert RA». 2016. Loans to SME in Russia following results of 2015: New abysmal records. Moscow. 46 p. Available at: [https://raexpert.ru/researches/banks/frb\\_2015\\_itog](https://raexpert.ru/researches/banks/frb_2015_itog) (accessed 10 November 2017). (in Russian)

11. Рейтинговое агентство «Эксперт РА». 2017. Кредитование малого и среднего бизнеса в России по итогам 2016 года: Топ-30 снова в деле. Москва. 49 с. URL: [https://raexpert.ru/researches/banks/frb\\_2016\\_itog](https://raexpert.ru/researches/banks/frb_2016_itog) (дата обращения: 10 ноября 2017).

Rating agency «Expert RA». 2017. Loans to SME in Russia following results of 2016: TOP-30 back in the game. Moscow. 49 p. Available at: [https://raexpert.ru/researches/banks/frb\\_2016\\_itog](https://raexpert.ru/researches/banks/frb_2016_itog) (accessed 10 November 2017). (in Russian)

12. Шахина Н.А., Кокорева М.С. 2010. Эмпирическое тестирование динамического выбора структуры капитала: пример российских компаний // Корпоративные финансы. №4(16). С. 31–40.

Shahina N.A., Kokoreva M.S. 2010. Empirical testing of dynamic capital structure choice: case of Russian companies // Journal of Corporate finance. №4(16). P. 31–40.

13. Baker M., Wurgler J. 2002. Market timing and capital structure // Journal of Finance. №57. P. 1–32. (in Russian)



14. Barros L., Silveira A. 2007. Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure // Working Paper. 43 p.
15. Beattie V., Goodacre A., Thomson S. 2006. Corporate financing decisions: UK survey evidence // Journal of Business Finance & Accounting. № 33. P. 1402–1434.
16. Ben-David I., Graham J., Harvey C. 2007. Managerial overconfidence and corporate policies // National bureau of economic research. Working Paper. 46 p.
17. Chang X., Hilary G., Shih H., Tam L. 2010. Conglomerate structure and capital market timing. Working Paper. 52 p.
18. Durand D. 1952. Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement // Conference on research in business finance / National bureau of economic research. N. Y. P. 215–262.
19. Elliott W., Koeter-Kant J., Warr R. 2004. Further evidence on the financing deficit: The impact of market timing // Working Paper
20. Elliott W., Koeter-Kant J., Warr R. 2008. Market timing and the debt–equity choice // Journal of Financial Intermediation. №17. P. 175–197.
21. Fama E., French K. 2004. Financing decisions: Who issues stock? // Working Paper.
22. Filbeck G., Raymond F., Preece D. 1996. Behavioral aspects of the intra–industry capital structure decision // Journal of financial and strategic decisions. № 2. P. 55–67.
23. Flannery M.J., Rangan K.P. 2006. Partial adjustment toward target capital structures // Journal of Financial Economics. №79. P. 469–506.
24. Florackis C., Ozkan A. 2004. Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms. Working Paper, University of York, UK.
25. Frank M., Goyal V. 2009. Capital Structure Decisions // Financial Management. №1. P. 1–37.
26. Frank M., Goyal V. 2003. Testing the pecking order theory of capital structure // Journal of Financial Economics. № 67. P. 217–248.
27. Gilson S. 1997. Transactions costs and capital structure choice: evidence from financially distressed firms // The Journal of Finance. №1. P. 161–196.
28. Graham J., Harvey C. 2001. The Theory and practice of corporate finance: evidence from the field // Journal of Financial Economics. № 60. P. 187–243.
29. Gul S., Sajid M., Razzaq N., Afzal F. 2012. Agency cost, corporate governance and ownership structure (the case of Pakistan). International Journal of Business and Social Science. №3(9). P. 268–277.
30. Hull R.M. 1999. Leverage ratios, industry norms, and stock price reaction: an empirical investigation of stock–for–debt transactions // Financial management. № 2. P. 32–45.
31. Kayhan A., Titman S. 2007. Firms' histories and their capital structures // Journal of Financial Economics. № 83. P. 1–32.
32. Li H., Cui L. 2003. Empirical study of capital structure on agency costs in Chinese listed firms. Nature and Science. №1. P. 12–20.
33. Mahajan A., Tartaroglu S. 2008. Equity market timing and capital structure: international evidence // Journal of Banking and Finance. № 32. P. 754–766.
34. Malmendier U., Tate G., Yan J. 2007. Corporate financial policies with overconfident managers. NBER Working Paper Series. 44 p.
35. Mohammed, D. 2013. A dynamic panel model of capital structure and agency cost in Nigerian listed companies. Accounting & Taxation. №5(2). P. 33–44.
36. Oliver B. 2005. The impact of management confidence on capital structure // Working Paper. 23 p.
37. Patel J., Zeckhauser R., Hendricks D. 1991. The rationality struggle: illustrations from financial markets // American Economic Review. №2. P. 232–236.
38. Rakesh H.M., Lakshmi P. 2013. Capital structure on agency costs: Evidence from Indian public companies. IOSR Journal of Business and Management. №15(1). P. 50–53.
39. Shyam-Sander L., Myers S.C. 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure // Journal of Financial Economics. P. 219–244.
40. Zhang H., Li S. 2008. The impact of capital structure on agency costs: Evidence from UK public companies. Proceedings of the 16th Annual Conference on Pacific Basin Finance, Economics, Accounting and Management, Brisbane, Australia, 2–4 July. P. 1–18.