

Факторы, влияющие на структуру капитала российских компаний

Factors Influencing Capital Structure of Russian Companies

УДК 330.142



Леевик Юлия Сергеевна

доцент Высшей школы менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета, кандидат экономических наук, доцент
199004, Санкт-Петербург, Волховский пер., д. 1–3

Yuliya S. Leevik

Graduate School of Management of St. Petersburg State University
Volkhovskiy Lane 1–3, St. Petersburg, Russian Federation, 199004



Наседкина Алена Сергеевна

финансовый бухгалтер Citco Fund Services (Нидерланды), магистр менеджмента
Naritaweg 165, Amsterdam, the Netherlands

Alena S. Nasedkina

Citco Fund Services
Naritaweg 165, Amsterdam, the Netherlands

Выбор соотношения собственных и заемных средств для обеспечения эффективной деятельности компании является одним из важнейших вопросов в менеджменте. Данная проблема особенно остро проявилась с наступлением мирового финансового кризиса 2008 г., когда избыточная долговая нагрузка стала критичной для многих российских компаний.

Цель. Определить взаимосвязи между финансовыми показателями и структурой капитала российских компаний.

Задачи. Проанализировать становление традиционных и современных теорий структуры капитала на развитых и развивающихся рынках; выявить внутрифирменные и внешние факторы формирования структуры капитала, специфичные для развивающихся рынков, в том числе для рынка России; построить статистические модели, релевантные поставленной цели, и интерпретировать полученные результаты.

Методология. В рамках проведенного исследования были выдвинуты гипотезы о существовании взаимосвязи между финансовыми показателями и структурой капитала, которые были проверены на данных российских компаний на протяжении трехлетнего периода времени (2010–2012 гг.). Для данного исследования была сформирована выборка, состоящая из 432 фирмо-лет. Были проведены тесты Вальда, Бреуша-Пагана и Хаусмана, обосновавшие выбор линейных моделей регрессии с шестью факторными переменными.

Результаты. Российские компании характеризуются низкой долей долгосрочного финансирования в структуре капитала, краткосрочные обязательства превышают долгосрочные. Уровень концентрации собственности оказывает влияние лишь на формирование общего уровня долга, при этом его влияние несущественно по сравнению с другими факторами модели. В данном исследовании впервые была использована количественная, а не бинарная переменная, характеризующая структуру собственности. Эмпирически была доказана значимая прямая связь между уровнем общего долга и уровнем концентрации собственности, однако коэффициент корреляции говорит о слабой взаимосвязи этих переменных.

Выводы. Компании на российском рынке склонны придерживаться теории иерархии при выборе источников финансирования, на этапе зарождения используют больше заемного финансирования и имеют долговую нагрузку в среднем на 3,5–6,5% выше, чем в прочие периоды своей деятельности. Не существует универсальных критериев формирования структуры капитала, подход к каждой исследуемой компании должен быть индивидуальным и

учитывать присущие только ей внутренние и внешние факторы.

Ключевые слова: структура капитала, детерминанты финансового рычага, источники финансирования, концентрация собственности, долговая нагрузка, теория иерархии

Selecting the equity–debt ratio to ensure efficient operation of a company is a vital part of management. This problem has become crucial with the onset of the 2008 global financial crisis, when excessive debt burden became critical for many Russian companies.

Aim. This study aims to determine the correlation between the financial performance and the capital structure of Russian companies.

Tasks. This study analyzes the formation of traditional and modern theories of capital structure in developed and developing markets, determines the internal and external factors of capital structure formation specific to developing markets (including the Russian market), develops statistical models relevant to this objective, and interprets the results obtained.

Methods. Hypotheses on the existence of correlation between financial performance and capital structure are developed and tested using data on Russian companies over a three-year period (2010–2012). A selection of 432 firms was used in the study. A Wald test, Breusch–Pagan test, and Durbin–Wu–Hausman test are conducted to substantiate the selection of linear regression models with six-factor variables.

Results. Russian companies are characterized by a low proportion of long-term funding in the capital structure, with short-term liabilities exceeding long-term ones. The level of ownership concentration only affects the formation of the overall level of debt. Compared with the other factors in the model, its effect is insufficient. This is the first study that uses a quantitative variable rather than a binary one to characterize the ownership structure. The direct correlation between the overall debt level and the level of ownership concentration is empirically proven. However, the correlation coefficient suggests that this relationship is rather vague.

Conclusion. Companies in the Russian market tend to retain the hierarchy theory in the selection of funding sources. They attract a lot of debt financing at the onset, and the debt burden at this stage is 3.5%–6.5% higher than in other periods. There are no universal criteria for capital structure formation. Each company requires a customized approach that considers the internal and external factors specific to the company.
Keywords: capital structure, determinants of capital leverage, funding sources, ownership concentration, debt burden, hierarchy theory

Введение

Цель данного исследования заключалась в определении взаимосвязи между финансовыми показателями и структурой капитала российских компаний.

Анализ традиционных теорий показал, что вопросам формирования структуры капитала посвящено большое количество исследований, которые во многих случаях приводят к различным результатам. В частности, компромиссная теория, основоположниками которой считают А. Крауса и Р. Х. Лиценберга, и теория порядка финансирования, исследованием которой занимались С. Майерс и Н. Майлуф, Н. Делькур, а также другие ученые, возникли изначально в противовес друг другу. По существу же они не являются строго противоположными; просто их авторы рассматривают выгоды и издержки заемного финансирования с разных точек зрения [1–3].

Современные теории структуры капитала появились в ответ на необходимость принятия во внимание факторов, выходящих за рамки исследований традиционных теорий. В фокусе изучения оказались личностные качества финансового менеджера и поведенческие мотивы. Экономисты стали замечать, что порой, оказываясь в одинаковых условиях, схожие по фундаментальным показателям компании принимают неодинаковые решения.

В эмпирическом исследовании Дж. Пателя, Р. Зекхаузера и Д. Хендрикса было выявлено, что при изменении соотношения собственных и заемных средств достаточно большое количество компаний на рынке демонстрируют «стадное поведение» и ориентируются исключительно на поведение отрасли в этом вопросе [4]. Экономист Д. Хэкбарт изучал, какое влияние оказывает чрезмерная уверенность управляющих на уровень долга в компании. Было обнаружена следующая взаимосвязь: чем оптимистичнее настроен менеджер, тем более высокой является доля долга компании [5]. Гипотеза Д. Хэкбарта нашла подтверждение и в эмпирическом исследовании Л. Барроса и М. Александра, в котором было установлено существование высокой степени корреляции между самоуверенностью менеджеров и уровнем долга [6]. Авторы пришли к выводу, что теория влияния личных качеств менеджера позволяет значительно продвинуться в понимании того, чем руководствуются управляющие при принятии решений о финансировании.

Развивающиеся рынки в разрезе формирования структуры капитала в последнее время представляют все больший интерес для исследователей. При этом они пытаются выяснить, существуют ли на данных рынках какие-либо специфические факторы, или же имеется возможность применения концепций, используемых компаниями развитых стран. Так, Т. Беком с соавторами было проведено исследование взаимосвязи структуры капитала компаний из 48 развивающихся стран и их величин, в результате которого было выявлено, что небольшие компании реже используют внешнее финансирование [7].

Чаще всего экономисты выделяют отличия в формировании уровня долговой нагрузки компаний на развивающихся рынках капитала в следующих областях: рынки капитала, коррупция, макроэкономическая нестабильность, налоги, информационная прозрачность. Исследования И. Чакраборти (Индия), Н. Делькур (Польша, Чехия, Словакия, Россия), А. Ву, Х. Ю (Китай), Дж. Сеспендес, М. Гозалес, С. А. Молина (страны Латинской Америки) обращают внимание на молодость и неразвитость рынков капитала в изучаемых странах, что приводит к заниженному уровню финансового рычага [8].

Авторы исследований подчеркивают, что даже при желании финансовых менеджеров обратиться к заемному финансированию ограниченный доступ, высокие издержки, а также неэффективность рынка могут помешать увеличению уровня долговой нагрузки. Кроме того, на развивающихся рынках слабо развита банковская система, что приводит к снижению конкуренции между банками и, следовательно, неблагоприятно сказывается на компаниях-заемщиках. Это выражается, например, в относительно высоких процентных ставках по кредитам, а также в дополнительных условиях, которые компании необходимо принять для одобрения кредита.

Индекс восприятия коррупции рассматривался в работе Н. Делькур, которая исследовала страны с переходной экономикой (Чехия, Словакия, Россия, Польша) и сделала заключение, что все они характеризуются высоким уровнем коррупции. Кроме того, была доказана прямая взаимосвязь между уровнем налоговых платежей и долговой нагрузки [3].

Часть исследователей в своих работах по определению детерминант финансового рычага на развивающихся рынках объясняют значимость макроэкономических факторов путем анализа страновых различий при выборе структуры капитала компаниями. Исследование Т. Миттона, проведенное на данных компаний из 34 стран с развивающейся экономикой, подтвердило наличие взаимосвязи между уровнем развития рынка капитала и долговой нагрузкой компаний [9]. С другой стороны, Де Джонг и соавторы пришли к заключению о различии детерминант структуры капитала между развивающимися странами [10]. Кроме того, был сделан вывод об опосредованном влиянии факторов внешней среды через воздействие на микроэкономические показатели.

Среди эндогенных детерминант, включаемых в исследования уровня финансового левериджа на развивающихся рынках, чаще всего рассматривают такие показатели, как структура собственности, уровень корпоративного управления и стадия жизненного цикла компании.

Методология исследования

Выбор переменных и описание моделей. В результате проведенного обзора литературы и анализа специфики российского рынка в исследование были включены традиционные детерминанты — рентабельность, осязаемость, возможности роста и величина компании, представленные Р. Раджаном и Л. Зингалесом в 1995 г. [11]. Кроме того, были исследованы переменные, характеризующие уровень концентрации собственности и стадию жизненного цикла компаний. В качестве результирующих переменных рассматривались три показателя долговой нагрузки: общий, краткосрочный и долгосрочный долг.

Для тестирования выдвинутых гипотез о взаимосвязи традиционных факторов с результирующим показателем использовались следующие линейные регрессионные модели:

1) модель отношения краткосрочных обязательств к балансовой стоимости активов:

$$STDR_t = \beta_0 + \beta_1 ROA_t + \beta_2 Tang_t + \beta_3 \ln(S_t) + \beta_4 Growth\ rev_t + \beta_5 ROA_{t-1} + \beta_6 Own_t + \beta_7 Intro_t + \varepsilon_t, \quad (1)$$

$STDR_t$ — доля краткосрочного долга в момент времени t ; ROA_{t-1} — рентабельность активов в момент времени t , $t-1$; $Tang_t$ — доля внеоборотных активов в общих активах фирмы в момент времени t ;

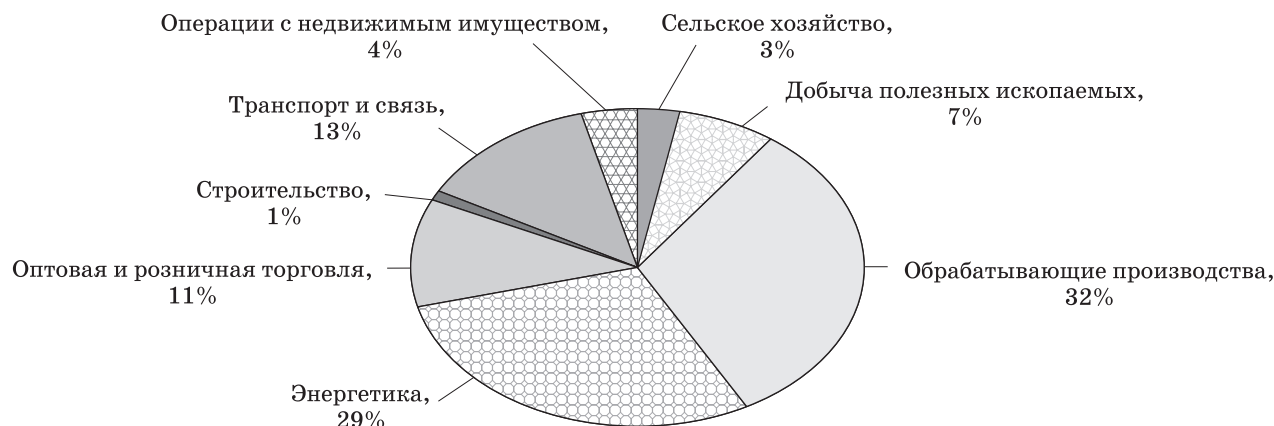


Рис. 1. Отраслевое представление выборки российских компаний для исследования

$In(S_t)$ — размер компании; $Growth\ rev_t$ — увеличение выручки за период времени t ; Own_t — структура собственности компании; $Intro_t$ — стадия жизненного цикла компании;

2) модель отношения долгосрочных обязательств к балансовой стоимости активов:

$$LTDR_t = \beta_0 + \beta_1 ROA_t + \beta_2 Tang_t + \beta_3 \ln(S_t) + \beta_4 Growth\ rev_t + \beta_5 ROA_{t-1} + \beta_6 Own_t + \beta_7 Intro_t + \varepsilon_t, \quad (2)$$

где $LTDR$ — доля краткосрочного долга в момент времени t ;

3) модель отношения совокупных обязательств к балансовой стоимости активов:

$$TDR_t = \beta_0 + \beta_1 ROA_t + \beta_2 Tang_t + \beta_3 \ln(S_t) + \beta_4 Growth\ rev_t + \beta_5 ROA_{t-1} + \beta_6 Own_t + \beta_7 Intro_t + \varepsilon_t, \quad (3)$$

где TDR — доля краткосрочного долга в момент времени t .

Характеристика выборки. Основой исследования послужила годовая финансовая отчетность российских акционерных компаний за 2010–2012 гг. Всего были отобраны 144 публичные компании, акции которых торгуются на Московской бирже ММВБ-РТС, не осуществляющие финансовую деятельность. Суммарный размер выборки составил 432 фирмо-лет. Информация была получена из баз данных СКРИН и СПАРК, а также из годовых отчетов, представленных на сайтах компаний.

Выборка крупнейших компаний в различных отраслях приближает данное ограниченное в масштабах исследования к масштабам генеральной совокупности, так как включенные в список компании занимают не только ведущие позиции в своей индустрии, но и охватывают наибольшую долю этой отрасли. Данная особенность выборки расширяет масштаб исследования и повышает его значимость с точки зрения применимости. На рис. 1. представлено распределение компаний по отраслям. Перечень отраслей позволяет говорить о возможности применения разработанных регрессионных моделей к масштабам российского бизнеса.

Результаты исследования. Эконометрический анализ был проведен с использованием статистического пакета Stata. Тестирование моделей и параметров проходило с 1%-ным, 5%-ным и 10%-ным уровнями значимости. Кроме того, было произведено тестирование оцененных моделей на наличие мультиколлинеарности, а также гетероскедастичности с помощью

теста Бреуша-Пагана. Проведенные тесты показали, что мультиколлинеарность и гетероскедастичность в моделях отсутствует. В табл. 1 представлены результаты проведенного корреляционного анализа.

Обратим внимание на сильную прямую зависимость между краткосрочными и общими обязательствами (0,71) и на менее сильную между долгосрочными и общими обязательствами (0,44). Это позволяет сделать вывод о том, что изменения общего долга сопряжены в большей степени с изменениями краткосрочных обязательств.

Рентабельность активов отрицательно коррелирует с общим и краткосрочным долгом и практически не связана с долей долгосрочных обязательств в активах компании. Показатель осязаемости ($Tang_t$) имеет сильную обратную зависимость с краткосрочным долгом (–0,6) и слабую прямую зависимость с долгосрочным долгом. Такая связь подтверждает гипотезу о том, что компании на российском рынке активно используют внеоборотные активы в качестве залога при получении кредитов. Взаимосвязь с приростом выручки сильнее всего наблюдается у показателя долгосрочного долга, в то время как величина компании обратно зависит от краткосрочных обязательств.

Незначимой в модели краткосрочных обязательств оказалась переменная, характеризующая концентрацию собственности, что вполне объяснимо. Собственники, имеющие большие доли в капитале компаний и входящие в состав совета директоров, занимаются более важными стратегическими вопросами, чем принятие решений о краткосрочных займах и кредитах.

В модели долгосрочной долговой нагрузки подтвердилась гипотеза о прямой взаимосвязи доли внеоборотных активов в общих активах компании и доли долгосрочных обязательств в активах, а также гипотеза о том, что на стадии зарождения компании используют больше долгосрочного заемного капитала, чем на других стадиях жизненного цикла. Рентабельность активов связана прямой зависимостью с уровнем долгосрочного долга, что на первый взгляд не согласуется с теорией иерархии. Тем не менее такое направление связи может быть объяснено тем, что долгосрочный долг, как правило, предоставляется в целях финансирования крупных дорогостоящих проектов, которыми занимаются устойчивые прибыльные компании.

Наконец, для модели общей долговой нагрузки значимыми оказались все переменные, за исключением прироста выручки и рентабельности активов, что позволяет сделать вывод о том, что компании на российском рынке склонны придерживаться в вопросах финансирования теории иерархии.

Результаты корреляционного анализа

	<i>STDR</i>	<i>TDR</i>	<i>LTDR</i>	<i>ROAt</i>	<i>Tangt</i>	<i>Growthrevt</i>	<i>Ln(St)</i>	<i>Ownership</i>	<i>ROA_{t-1}</i>
<i>STDR</i>	1,00								
<i>TDR</i>	0,71	1,00							
<i>LTDR</i>	-0,31	0,44	1,00						
<i>ROAt</i>	-0,23	0,20	0,03	1,00					
<i>Tangt</i>	-0,60	-0,38	0,25	0,15	1,00				
<i>Growthrevt</i>	-0,02	0,17	0,26	0,00	0,11	1,00			
<i>Ln(St)</i>	-0,33	-0,29	0,02	0,13	0,03	-0,04	1,00		
<i>Ownership</i>	0,17	0,20	0,04	0,01	-0,04	0,13	-0,04	1,00	
<i>ROA_{t-1}</i>	-0,17	-0,18	-0,02	0,00	0,10	-0,06	0,20	-0,01	1,00

Таким образом, из гипотез, сформулированных в ходе исследования, были опровергнуты две — гипотеза о связи рентабельности активов с долгосрочной долговой нагрузкой, а также гипотеза о связи возможностей роста с краткосрочной долговой нагрузкой.

В целом, знаки оценок параметров перед значимыми объясняющими переменными позволяют сделать вывод, что компании в РФ осуществляют выбор источников финансирования в соответствии с теорией иерархии. Тем не менее стоит отметить, что данный вывод правомерен лишь для модели общего долга в активах компании. Что касается краткосрочного и долгосрочного долга, нельзя однозначно судить о том, что компании следуют или не следуют теории иерархии, т.е. нельзя точно сказать, что на российском рынке предпочитают один вид займов другому. Некоторые компании вообще не используют долговые обязательства для финансирования своей деятельности.

В отношении доли совокупного долга в активах компаний отмечается небольшой, но стабильный рост (2% в год), что говорит о том, что долговые источники финансирования становятся более востребованными. Стоит также отметить большой разброс между долговой нагрузкой компаний в выборке (от 1 до 99%). Такая разница в выборе источников финансирования может быть объяснена тем, что компании при выборе структуры капитала ориентируются в большей степени не на среднеотраслевые показатели, а на собственные стратегии и возможности.

Относительно долгосрочного долга отметим, что наблюдается достаточно низкая доля этих обязательств на всем периоде исследования (около 19% при средней величине совокупного долга 50%). Скорее всего, это связано со сложностью получения кредитов и высокими процентными ставками в условиях нестабильной экономической ситуации. Доля краткосрочных обязательств, напротив, характеризуется увеличением средних показателей; следовательно, российские компании предпочитают обращаться к краткосрочному, а не к долгосрочному заемному финансированию.

Согласно расчетам коэффициентов долговой нагрузки по отраслям, доля совокупных обязательств компаний находится в диапазоне от 17–19% (недвижимость) до 37–39% (сельское хозяйство). Такие различия обусловлены отраслевой спецификой деятельности компаний. На фоне остальных резко выделяются две отрасли: оптовая и розничная торговля (52–57% обязательств), а также строительство (59–68% обязательств), которые традиционно характеризуются большими объемами обязательств.

Относительно коэффициентов рентабельности стоит отметить наличие отрицательных значений, т.е. на всем периоде исследования некоторые компании вели убыточную деятельность; при этом наименьший показатель рентабельности активов наблюдался в 2010 г. Следует также отметить большое значение среднеквадратического отклонения (20–27%), что говорит о сильном разбросе показателей доходности компаний (от 36 до 99% от балансовой стоимости активов).

Обращение к показателю ROA_{t-1} позволяет судить о 2009 г., в котором среднее значение рентабельности было всего 5%. При этом максимальная доходность компаний в 2009 г. составила всего 40% по сравнению с 98% в последующие годы.

По доле внеоборотных активов в валюте баланса можно судить о принадлежности компании к фондоемким или материалоемким отраслям. Исходя из минимальных и максимальных значений показателя (от 2 до 99%, среднее 53–55%), можно сделать вывод о сбалансированном присутствии компаний из обоих типов отраслей в данной выборке.

Увеличение выручки компаний в 2010–2011 гг. держалось на уровне 32–34%, однако в 2012 г. средний прирост выручки составил 50%.

Российские компании отличает высокая концентрация собственности. Так, в половине компаний выборки доля собственности трех крупнейших акционеров находится на уровне 74–77%, что специфично только для развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Немаловажным замечанием также является и то, что 100%-ной долей некоторых компаний в выборке владеют три или менее акционеров.

Заключение

В результате проведенного исследования было установлено, что российские компании характеризуются низкой долей долгосрочного финансирования в структуре капитала, а их краткосрочные обязательства превышают долгосрочные. Уровень концентрации собственности оказывает влияние лишь на формирование общего уровня долга; при этом его влияние несущественно по сравнению с другими факторами модели.

По результатам исследования стадий жизненного цикла было доказано, что компании на этапе зарождения используют больше заемного финансирования и имеют долговую нагрузку в среднем на 3,5–6,5% выше, чем в прочие периоды своей деятельности.

Что касается традиционных детерминант исследования, то полученные результаты согласуются с ре-

зультатами исследования И. В. Березинец, А. В. Размочаева и Д. Л. Волкова, проведенного на выборке российских компаний за 2000–2006 гг. [12]. На основании сопоставления результатов был сделан вывод, что компании на российском рынке и после кризиса 2008 г. склонны придерживаться теории иерархии при выборе источников финансирования. Однако результаты другого исследования, проведенного И. В. Ивашковской и М. С. Солнцевой, не позволяют однозначно утверждать, что на российском рынке существует лишь одна из теорий структуры капитала [13].

В данном исследовании впервые была использована количественная, а не бинарная переменная, характеризующая структуру собственности. Эмпирически была доказана значимая прямая связь между уровнем общего долга и уровнем концентрации собственности, однако оценка коэффициента β перед данной переменной и коэффициент корреляции говорят о слабой взаимосвязи этих переменных. Таким образом, рассмотрение структуры собственности в дальнейших исследованиях крайне желательно с точки зрения не только крупнейших держателей акций, но и с позиций типов владельцев (физическое лицо, юридическое лицо, государство, менеджер компании).

Все построенные в исследовании модели оказались значимы. Однако значение коэффициента детерминации свидетельствует о том, что изменчивость полученных функций регрессии объясняет лишь небольшую долю дисперсии результирующего признака. Отсюда следует, что в последующих исследованиях необходим поиск новых теорий, которые выходят за рамки традиционных и позволяют объяснить и взаимосвязь внутрифирменных показателей с долговой нагрузкой, и предложение финансовых ресурсов на развивающихся рынках, и мотивы поведения менеджеров, акционеров компаний.

В заключение отметим, что универсальных критериев формирования структуры капитала не существует. К каждой исследуемой компании должен применяться индивидуальный подход, что позволяет учитывать присущие только ей внутренние и внешние факторы. Данная модель призвана выявить основные и наиболее общие факторы, оказывающие влияние на выбор российскими предприятиями той или иной формы долговой нагрузки.

Литература

1. Kraus A., Litzenberger R. H. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage // *Journal of Finance*. 1973. N 28 (4). P. 911–922.
2. Myers S. C., Majluf N. S. Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13. N 2. P. 187–221.
3. Delcours N. The determinants of capital structure in transition economies // *International Review of Economics and Finance*. 2007. N 16 (3). P. 400–415.
4. Patel J., Zeckhauser R., Hendricks D. The Rationality Struggle: Illustrations from Financial Markets // *American Economic Review Papers and Proceedings*. 1991. N 81 (2). P. 232–236.
5. Hackbarth D. Managerial Traits and Capital Structure Decisions // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2008. N 43 (4). P. 843–881.
6. Barros L. A. B., Silveira A. M. Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure // *Working Paper*, Sao Paulo, 2007. 33 p. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.953273>.
7. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. Financing patterns around the world: Are small firms different? // *Journal of Financial Economics*. 2008. N 89 (3). P. 467–487.

8. Rajagopal S. The Portability of Capital Structure Theory: Does the Traditional Model Fit in an Emerging Market? // *Journal of Finance and Accountancy*. 2011: [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.aabri.com/manuscripts/10654.pdf>.
9. Mitton T. Why Have Debt Ratios Increased for Firms in Emerging Markets? // *European Financial Management*. 2008. Vol. 14, Issue 1. P. 127–151.
10. De Jong A., Kabir R., Nguyen T. T. Capital structure around the world: the role of firm- and country-specific determinants // *Journal of Banking & Finance*. 2008. N 32 (9). P. 1954–1969.
11. Rajan R. G., Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data // *Journal of Finance*. 1995. Vol. 50. N 5. P. 1421–1460.
12. Березинец И. В., Размочаев А. В., Волков Д. Л. Финансовые решения российских компаний: результаты эмпирического анализа // *Вестник Санкт-Петербургского университета*. Сер. 8. Менеджмент. 2010. Вып. 1. С. 3–26.
13. Ивашковская И. В., Солнцева М. С. Детерминанты стратегических решений о финансировании крупных компаний на развивающихся рынках капитала: пример России, Бразилии и Китая // *Российский журнал менеджмента*. 2009. Т. 7, № 1. С. 25–42.

References

1. Kraus A., Litzenberger R. H. A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 1973, vol. 28, no. 4, pp. 911–922.
2. Myers S. C., Majluf N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 1984, vol. 13, no. 2, pp. 187–221.
3. Delcours N. The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of Economics & Finance*, 2007, vol. 16, no. 3, pp. 400–415.
4. Patel J., Zeckhauser R., Hendricks D. The rationality struggle: Illustrations from financial markets. *American Economic Review*, 1991, vol. 81, no. 2, pp. 232–236.
5. Hackbarth D. Managerial traits and capital structure decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2008, vol. 43, no. 4, pp. 843–881.
6. Barros L. A. B., Silveira A. M. Overconfidence, managerial optimism and the determinants of capital structure. *Working Paper*, Sao Paulo, 2007. 33 p. Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.953273>.
7. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. Financing patterns around the world: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*, 2008, vol. 89, no. 3, pp. 467–487.
8. Rajagopal S. The portability of capital structure theory: Do traditional models fit in an emerging economy? *Journal of Finance and Accountancy*. 2011. Available at: <http://www.aabri.com/manuscripts/10654.pdf>.
9. Mitton T. Why have debt ratios increased for firms in emerging markets? *European Financial Management*, 2008, vol. 14, no. 1, pp. 127–151.
10. De Jong A., Kabir R., Nguyen T. T. Capital structure around the world: The roles of firm- and country-specific determinants. *Journal of Banking & Finance*, 2008, vol. 32, no. 9, pp. 1954–1969.
11. Rajan R. G., Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 1995, vol. 50, no. 5, pp. 1421–1460.
12. Berezinets I. V., Razmochaev A. V., Volkov D. L. Finansovye resheniya rossiyskikh kompaniy: rezul'taty empiricheskogo analiza [Financial decisions of Russian companies: results of an empirical analysis]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta. Ser. 8. Menedzhment* [Herald of St. Petersburg University. Ser. 8. Management], 2010, no. 1. pp. 3–26.
13. Ivashkovskaya I. V., Solntseva M. S. Determinanty strategicheskikh resheniy o finansirovanii krupnykh kompaniy na razvivayushchikhsya rynkakh kapitala: primer Rossii, Brazili i Kitaya [Determinants of strategic decisions on the financing of large companies in emerging capital markets: The case of Russia, Brazil and China]. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta*, 2009, vol. 7, no. 1, pp. 25–42.