ИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ
ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Е.И. МАРКОВСКАЯ

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФОРМИРОВАНИЯ МЕХАНИЗМОВ АДАПТАЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ

ИЗДАТЕЛЬСТВО
САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО
ЭКОНОМИЧЕСКОГО УНИВЕРСИТЕТА
2017

ББК 65.012
М25

Марковская Е.И.

М25 Теоретические и практические аспекты формирования механизмов адаптации экономических субъектов / Е.И. Марковская. – СПб. : Изд-во СПбГЭУ, 2017. – 150 с.

ISBN 978-5-7310-3986-4

В монографии исследуется проблема адаптации экономических субъектов, рассмотрены адаптационные механизмы и организационно-экономические основы их формирования. Приводятся результаты кейс-анализа, а также эмпирических исследований автора, посвященных исследованию феномена адаптации и адаптационных механизмов. Дается интерпретация полученных в ходе проведенных исследований результатов с позиций теории институциональных матриц. Описывается подход к количественной оценке адаптивности.

Монография может быть полезна магистрантам, аспирантам, докторантам, которые занимаются исследованием вопросов адаптации в экономике.

In the monograph the problem of adaptation of economic subjects is investigated, adaptive mechanisms and organizational-economic bases of their formation are considered. The results of case analysis, as well as empirical studies of the author, are devoted to the study of the phenomenon of adaptation and adaptation mechanisms. Interpretation of the results obtained in the course of the research is given from the standpoint of the theory of institutional matrices. The approach to the quantitative estimation of adaptability is described.

The monograph can be useful to undergraduates, graduate students, doctoral students who are engaged in research on adaptation in the economy.

ББК 65.012

Рецензенты: д-р экон. наук, проф. кафедры национальной экономики СПбГЭУ **Е.М. Коростышевская**

д-р экон. наук, проф. кафедры экономической теории СПбГАСУ **Н.Г. Привалов**

канд. психол. наук, доцент кафедры психологии Русской христианской гуманитарной академии **И.В. Троицкая**

ISBN 978-5-7310-3986-4

© СПбГЭУ, 2017

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение 5

1. Теоретические основы адаптации 6

1.1. Подходы разных наук к понятию «адаптация» 6
1.2. Подход разных экономических школ к проблеме адаптации в экономике 10

2. Идентификация и анализ особенностей механизмов адаптации экономических субъектов в российской экономике: кейс-анализ 17

2.1. Анализ механизмов адаптации российского предпринимательского (бизнес) сектора 17

2.1.1. Адаптационные механизмы предпринимательского сектора, связанные с кризисным периодом 17

2.1.2. Адаптационные механизмы предпринимательского сектора как реакция на текущие изменения внутренней и внешней среды функционирования предприятия 19

2.2. Анализ механизмов адаптации государственного сектора 22

2.3. Анализ механизмов адаптации финансового сектора в российской экономике 23

2.4. Анализ механизмов адаптации российского рынка труда и домашних хозяйств в кризисный период 29

2.5. Особенности формирования механизма адаптации национальных экономик, вовлеченных в наднациональные институциональные отношения 31

3. Эмпирические исследования в области адаптации экономических субъектов 34

3.1. Исследование особенностей формирования механизмов адаптации экономических субъектов на макроуровне 34

3.1.1. Исследование факторов, влияющих на отток капитала из национальной экономики 34

3.1.2. Исследование эффектов адаптации экономических субъектов 56

3.2. Исследование особенностей формирования механизмов адаптации на микроуровне 74

3.2.1. Исследование особенностей структуры капитала российских компаний нефтегазового сектора 74

4. Развитие теории институциональных матриц в исследованиях адаптации экономических субъектов 99

4.1. Основные идеи и понятия теории институциональных матриц..... 99

4.2. Институциональные изменения в теории институциональной матрицы 102

4.3. Методы изучения институциональных изменений 105

4.4. Примеры применения теории институциональных матриц в интерпретации результатов исследований в области адаптации 108

4.4.1. Интерпретация результатов, полученных в ходе кейс-анализа..... 108

4.4.2. Интерпретация результатов, полученных в ходе эмпирических исследований адаптации экономических субъектов 110

4.5. Подходы к количественному измерению адаптивности 112

4.5.1. Методы количественного измерения адаптивности..... 112

4.5.2. Подходы к расчету коэффициента адаптивности 118

Заключение 124

Библиографический список 129

Приложения 142

ВВЕДЕНИЕ

В монографии исследуется проблема адаптации экономических субъектов, адаптационные механизмы и организационно-экономические основы их формирования.

В первой главе анализируются теоретические подходы к основным понятиям монографии: «адаптация», «адаптационные механизмы». Приводятся взгляды различных теорий на данные понятия.

Вторая и третья главы демонстрируют авторский подход к изучению особенностей адаптации экономических субъектов. Во второй главе приводится кейс-анализ особенностей адаптации экономических субъектов, а в третьей – эмпирические исследования адаптационных механизмов на макро- и микроуровне.

В четвертой главе дается интерпретация полученных в ходе проведенных исследований результатов с позиций теории институциональных матриц, которая, по мнению автора, подходит для анализа адаптации и адаптационных механизмов в экономике. Описывается подход к количественной оценке адаптивности.

1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ АДАПТАЦИИ

1.1. Подходы разных наук к понятию «адаптация»

В настоящее время весьма актуально изучение проблем адаптации национальной экономики в целом и отдельных экономических субъектов[1] к новым экономическим условиям, а также механизмов адаптации. Однако целостный подход к пониманию и анализу процесса адаптации и создаваемых экономическими субъектами адаптационных механизмов еще не сложился.

Слово «адаптация» имеет латинское происхождение. В переводе с латинского «adaptare» означает «приспособлять». То есть адаптация – это приспособление.

Термин «адаптация» получил широкое распространение в биологии и медицине. И в то же время проблемы адаптации рассматриваются такими науками, как: философия, социология, психология, управление, экономическая теория.

Словарь Ожегова приводит следующие значения термина «адаптация»: «1) приспособление организма к изменяющимся внешним условиям; 2) упрощение текста для малоподготовленных читателей» [83].

Новейший философский словарь обращает внимание на то, что понятие адаптации вышло за рамки только биологии и приводит значение этого понятия в технических, естественных и гуманитарных науках. В общенаучном смысле, как говорится в словаре, адаптация «есть особая форма отражения системами воздействий внешней и внутренней среды, заключающаяся в тенденции к установлению с ними динамического равновесия. Такое равновесие обеспечивает гармоничное соотношение системы с ее внутренней и внешней средой и развитие данной системы» [15].

Междисциплинарность понятия «адаптация» отмечает философ, создатель концепции общей теории систем Урманцев Ю.А. и дает следующее определение: «Адаптация – это сообразуемая или сообразная с целями и другими особенностями телеологического объекта-системы и особенностями среды обитания система признаков надсистемы «объект-система – среда», созданная или создаваемая для реализации им его целей в этой среде и в ответ на действительные или возможные действия факторов надсистемы «телеообъект-система – среда».

---

[1] Экономические субъекты, в нашем понимании, – это экономические агенты, функционирующие на разных уровнях экономики: домашние хозяйства, предприятия (предпринимательский, бизнес-сектор), национальные экономики разных стран, наднациональные субъекты (экономические объединения, торговые союзы).

В.И. Данилов-Данильян и А.И. Чухнов под адаптацией понимают «способность системы обнаруживать целенаправленное приспосабливающееся поведение в сложных средах, а также сам процесс этого приспособления» [119].

В социологии адаптацией называют «активное освоение личностью или группой новой для нее социальной среды» [101].

Ученый-социолог Л.В. Корель, которая является основоположником нового научного направления – социологии адаптаций считает, что адаптация – это междисциплинарный термин, активно использующийся во многих областях знания, как естественно-научного (биология, медицина, физика, кибернетика и пр.), так и гуманитарного профиля (исторические и социальные науки) [36]. Л.В. Корель при этом отмечает, что в исследованиях адаптивной проблематики пока отсутствует комплексный подход. Каждая наука изучает адаптационные проблемы автономно.

Социология занимается проблемами адаптации с конца IX – начала XX века. Представителями социологии адаптации являются Г. Спенсер, М. Вебер, Г. Тард, Л. Бристол, Г. Чэттертон-Хилл, Дж. Томсон, М. Торп, У. Томас, Ф. Знанецкий, Д. Мид, Д. Морено, Л. Линтон, Т. Парсонс, Т. Ньюкомб, Т. Сарбин, М. Крозье. Отечественное направление социологии адаптации представлено такими учеными, как К.М. Хайлов, В.Н. Шубкин, С. Д. Аремов, В. А. Ядов, В.А. Калмык, Т.Н. Вершинина, Л.Л. Шпак, И.А. Милославова, Е.М. Аврамова, Л.В. Бабаева, П.П. Великий, Л.А. Гордон, И.С. Дискин, Т.И. Заславская, П.С. Кузнецов, М.В. Ромм и др. Проблемой адаптации населения к рыночным преобразованиям занимаются социологи Л.В. Корель, И.Н. Мартынова, И.И. Харченко, Ю.Б. Чистякова, М.А. Шабанова, О.В. Шарнина [36].

Работы по проблеме адаптации индивидуумов в различных сферах деятельности можно найти и у отечественных психологов Л.С. Выготского, А.Н. Леонтьева, Э.В. Ильенкова, С.Л. Рубинштейна, К.А. Абульхановой-Славской, Б.Ф. Ломова, А.В. Петровского, В.Н. Мясищева, Е.В. Шороховой, Ю.В. Гана, И.С. Кона, И.А. Милославовой, В.Г. Бочаровой, Т. Шибутани, И.В. Троицкой, П.А. Просецкого и др. [89].

Проблемам адаптации человека посвящены работы известных отечественных и зарубежных биологов, антропологов [110, 124].

Современный экономический словарь приводит следующее определение: «Адаптация (от лат. adaptatio – приспособление) – приспособление экономической системы и ее отдельных субъектов, работников, к изменяющимся условиям внешней среды, производства, труда, обмена, жизни. Например, при переходе от централизованной экономики к рыночной необходима адаптация предприятий и их работников к рыночной среде и к рыночным отношениям [90].

В последнее время также встречаются работы отечественных экономистов, в которых рассматривается проблема адаптации экономических субъектов. Экономические исследования, посвященные проблеме адаптации, появились в период начала проведения рыночных реформ. Работы по данному направлению можно найти у А.Н. Токарева, Г.Б. Клейнера, Т.Г. Долгопятовой [36]. Работы ученых-экономистов посвящены адаптации экономических субъектов к таким явлениям, как глобализация, мировой экономический кризис, изменение организационной культуры и стратегии предприятия. Работы, посвященные этим проблемам, можно найти у таких российских и зарубежных ученых-экономистов, как: Л.А. Миэринь, И.Н. Ефременко, В.Н. Рассадина, О.А. Страховой, С.И. Файбушевича, Ю.В. Гусарова, С.Н. Глаголева, А.А. Алабугина, Е.С. Галушко, С.А. Галушко, Н.В. Зяблицкой, Е.А. Пастуховой, М.С. Стариковой, M. Desai, Wang Yihua; Zhao Jianbo; Bruns Hille C., Carlile Paul R. [12, 14, 23, 79, 87, 99, 100, 143, 175].

Китайские ученые Wang Yihua; Zhao Jianbo рассматривают понятие «адаптация» через термин «организационный иммунитет», который представляет собой систему, формирующую защитный механизм по принципу «обнаружение-защита-запоминание» [175].

Зарубежные исследователи: Bruns Hille C., Carlile Paul R., Guettel Wolfgang H., Konlechner Stefan W., Karhade Prasanna, Shaw Michael, Subramanyam Ramanath, Miller Kent D., Martignoni Dirk, FurneauxCraig W., Tywoniak Stephane A., Gudmundsson Amanda рассматривают процесс организационной адаптации сквозь призму понятия «рутина», то есть особое организационное знание, которое формируется у фирмы на основе ее опыта функционирования во внешней среде [175].

По нашему мнению, поскольку адаптация как процесс приспособления характерна для любой системы, то она свойственна хозяйственным системам, которые, с точки зрения экономической теории, являются открытыми, что делает возможным их взаимодействие с внешней средой.

С нашей точки зрения, адаптация – это процесс приспособления хозяйственной системы к изменениям, возникающим во внешней и внутренней среде её функционирования посредством выработки особых адаптационных механизмов. При этом изменения не обязательно связаны с кризисными явлениями. Речь идет о любых изменениях внешней и внутренней среды, с которыми взаимодействует хозяйственная система.

Миэринь Л.А. приводит следующую модель адаптационного процесса (рис. 1.1).

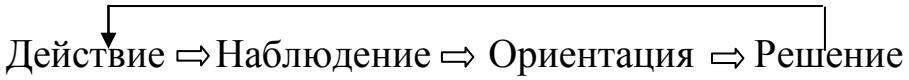


Рис. 1.1. Модель адаптационного процесса [79]

Для хозяйственных систем мы предлагаем уточненную модель адаптационного процесса (рис. 1.2).

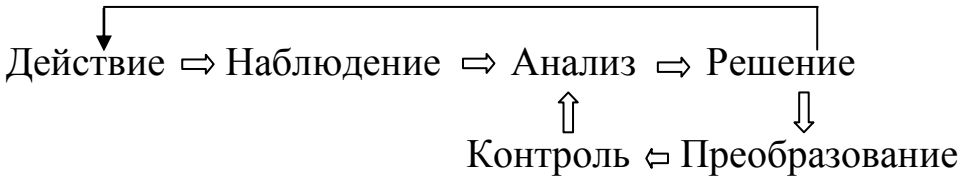


Рис. 1.2. Модель адаптационного процесса хозяйственных систем
Составлено автором с учетом [78]

Данная модель предполагает, что в ответ на внешние или внутренние воздействия («действие») среды в системе происходит идентификация и анализ изменившихся параметров («наблюдение» и «анализ»), производится процесс разработки, принятия и реализации управленческого решения, далее с помощью итерации «контроль» происходит анализ полученных результатов. Данная модель основывается на системном подходе и предполагает принцип обратной связи.

Свойство, связанное со способностью хозяйственной системы адаптироваться к изменениям, мы называем адаптивностью. В литературе встречаются определения понятия «адаптируемость» как меры «способности системы к поглощению внешних возбуждений без резко выраженных последствий для ее поведения в переходном или установившемся состоянии» [31]. Панюков А.В., Коновалова Е.Д. понимают под адаптивностью «основное свойство, обеспечивающее устойчивость деятельности и способность системы управления не только реагировать на внешние изменения, но также прогнозировать их» [86]. Светуньков С.Г., и Хан Т.В. определяют адаптивность как системное свойство приспосабливаться к изменившимся условиям [97]. Миэринь Л.А. относит адаптационные возможности к внутренним факторам, которые влияют на безопасность субъекта [79]. При этом некоторые авторы отмечают, что «чрезмерная адаптация столь же опасна…, как и … неспособность к адаптации», поскольку чересчур стабильные формы прекращает эволюционировать [80, 107].

Мы считаем, что адаптивность является постоянным свойством, присущим всем хозяйственным системам. Хозяйственные системы могут различаться своими способностями к адаптации. Адаптивность системы может быть разной в зависимости от ее возможности и способности быстро реагировать на возникшие изменения выработкой особого механизма, который позволяет приобрести системе новые свойства. Так, например, Миэринь Л.А. выделяет мгновенную, быструю и длительную адаптацию субъекта к изменчивости среды [79].

1.2. Подход разных экономических школ к проблеме адаптации в экономике

Рассмотрим, как можно интерпретировать проблему адаптации экономических субъектов с позиций экономической теории.

Равновесные модели в микро- и макроэкономике.

Классическая и неоклассическая школы объясняют поведение экономических субъектов, основываясь на следующих принципах:

- рациональность экономических агентов;
- полнота информации, на основе которой экономические агенты принимают решение;
- действие рыночного механизма («невидимая рука рынка»), который помогает восстановить баланс между спросом и предложением на рынке;
- достижение равновесия.

Равновесные модели используются в микро- и макроэкономике для того, чтобы объяснить, как достичь состояния наиболее эффективного использования ресурсов (микроэкономика), а также понять причины неполного их использования в ситуациях безработицы и инфляции (макроэкономика).

Микроэкономика изучает поведение индивидуальных потребителей, а также фирм, работающих в отдельных отраслях. Примерами равновесных моделей, рассматриваемых в микроэкономике, являются, например, модели спроса и предложения (как для индивидуального потребителя, так и для фирм), модель убывающей предельной полезности для индивидуального потребителя. Макроэкономика занимается поведением агрегированных экономических субъектов – государства, предпринимательского сектора, домашних хозяйств, сектора заграницы. К равновесным моделям, рассматриваемым в макроэкономике, относится и кейнсианская модель совместного равновесия на рынках благ и денег IS-LM. Кейнсианские ловушки (ликвидная и инвестиционная) помогают объяснить поведение экономических субъектов в кризисных ситуациях, когда традиционные методы оживления экономики путем понижения ставок процента Центральным банком не работают.

В микроэкономике теория провалов рынка и провалов государства поясняет поведение экономических субъектов в ситуациях несовершенства государственной политики и недостаточно эффективно функционирующих рыночных механизмов.

Также в экономической теории существуют работы, посвященные изучению неравновесных хозяйственных систем. Исследование Миропольского Д.Ю. посвящено идее о том, что современный мир и есть неравновесная экономическая система. И это противоречие является толчком к преодолению неравновесия и развитию [77].

Институциональная теория.

В настоящее время мы наблюдаем функционирование российской и мировой экономических систем в условиях изменений, связанных с ситуацией глобального финансово-экономического кризиса. Согласно институциональной концепции экономических изменений, любая экономическая система является открытой, динамически развивающейся, активной, самоорганизующейся, неравновесной, обладающей внутренними источниками изменений. Адаптируясь к экономическим изменениям с помощью своих внутренних ресурсов, экономическая система воздействует на внешнюю среду. Согласно эволюционной концепции экономического развития, изменения носят постоянный и необратимый характер. Ввиду того, что институциональная среда играет важную роль в процессе экономических изменений, актуальным становится изучение способов её адаптации и формирования институтами адаптационных механизмов. Проблемы возникновения и развития социально-экономических институтов привлекали внимание ученых на протяжении всей истории общественной мысли.

Основоположником теории институциональных изменений является Д. Норт. Он анализировал изменения с точки зрения эволюционного процесса, транзакционных издержек, прав собственности, изучая эндогенные факторы, которые приводят к трансформации институциональной среды. Среди таких факторов он выделял следующие: идеология (формальная и неформальная) и сдвиги в структуре относительных цен, которые происходят под влиянием технического прогресса, появления новых видов продукции, открытия новых рынков, роста населения.

В теории институциональной эволюции существует несколько направлений. Одно из них связано с именем Р. Фогеля, который использовал экономико-математические модели для анализа исторической динамики. Другой подход связан с работами Т. Веблена, который считал, что изменения в институциональной среде происходят вследствие творческой деятельности людей. Й. Шумпетер был сторонником идеи о том, что изменения происходят ввиду инновационной деятельности. Неоинституциональное направление, с одной стороны, рассматривает институциональные изменения как следствие преднамеренного воздействия коллективной воли. Эти идеи прослеживаются в работах Дж. Коммонса. С другой стороны, неоинституционалисты (К. Менгер, Ф. фон Хайек) развивают эволюционный подход к институциональным изменениям, считая, что изменения происходят в результате общественного развития. При этом среди сторонников эволюционного подхода есть те, кто считает, что более эффективные институты вытесняют менее эффективные (А. Алчиан, О. Уильямсон, М. Фридман, Д. Норт, М. Дженсен, У. Меклинг, Р. Нельсон, С. Уинтер). Таким образом, основу их подхода составляет идея естественного отбора наиболее эффективных институтов.

В то же время в рамках эволюционного подхода существует направление, сторонники которого считают, что не всегда выживают наиболее эффективные институты (М. Ро, С. Либовиц, С. Марголис). Представители данной концепции полагают, что вектор институциональных изменений во многом определяется траекторией развития и условиями внешней среды.

Наша позиция заключается в том, что в условиях экономических изменений институциональная среда приспосабливается к ним, адаптируется с помощью особого эволюционного механизма. Данный механизм позволяет институтам изменяться постепенно, реагируя на изменения внешних и внутренних условий среды. Эволюционный механизм обеспечивает адаптацию экономических субъектов к изменениям условий внешней среды.

В экономической науке существуют различные подходы к толкованию понятия «механизм». Некоторые эксперты отмечают, что термин «механизм» начал использоваться в научных трудах, посвященных экономическим проблемам, начиная с 1960-х гг. Л. Абалкин приводит следующее определение термина «хозяйственный механизм»: «Среди важнейших его структурных подразделений можно выделить:

- формы организации общественного производства (разделение труда, специализация производства, его размещение и другие, с помощью усовершенствования которых общество влияет на развитие производительных сил и обеспечивает повышение эффективности их использования);

- формы хозяйственных связей, благодаря которым осуществляется своеобразный «обмен веществ» в экономике, в том числе оборот средств производства, финансово-кредитные отношения и др.;

- структуру, формы и методы планирования и хозяйственного руководства, в составе которых одновременно с экономическими могут быть выделены также правовые и социально-психологические формы и методы;

- совокупность экономических рычагов и стимулов влияния на производство и участников хозяйственной деятельности, с помощью которых обеспечивается согласование и стимулирование хозяйственной деятельности» [112].

Автору более близки следующие определения механизма, которые разработаны А. Чаленко на основе принципов системного и процессного анализа:

1) «механизм есть ресурсное обеспечение процесса, его вещественная часть и включает совокупность взаимосвязанных элементов, “настроенных” на выполнение функции процесса»;

2) «механизм – это совокупность ресурсов экономического процесса и способов их соединения» [112].

Под механизмами адаптации мы понимаем ресурсное обеспечение процесса приспособления хозяйственной системы к изменениям кратко-

срочного и долгосрочного характера, происходящим во внешней и внутренней среде. Изменения, как правило, связаны с циклическими колебаниями, которые характерны для любой системы.

Нам представляется возможным выделить различные виды механизмов адаптации по следующим признакам.

1. Уровень экономики. Можно анализировать адаптационные механизмы на следующих уровнях: макро-; микро-; мезо-; мета-.

2. Субъект национальной экономики. Можно выделить и анализировать адаптационные механизмы следующих субъектов национальной экономики:

- государственного сектора;
- финансового сектора;
- предпринимательского сектора;
- рынка труда;
- национальной экономики в целом и т. д.

3. Содержательные характеристики поведения данного экономического субъекта, проявляющиеся в его реакции на возникающие изменения. Можно выделить такие механизмы:

- разделение ответственности;
- защитный;
- механизм активной позиции;
- эволюционный механизм институциональных изменений.

Ниже, на основе кейс-анализа, мы идентифицировали и проанализировали поведенческие адаптационные механизмы экономических субъектов.

1. В зависимости от степени соответствия закону:

- легальный;
- нелегальный.

2. В зависимости от продолжительности использования данного механизма:

- временный (ситуационный)
- постоянный.

3. В зависимости от специфики:

- отражающий специфику среды, в которой он выработан;
- механизм, используемый повсеместно.

Рассмотрим теоретические подходы к адаптации институтов. Современные исследователи в области институциональных изменений отмечают, что институты адаптируются под воздействием внешних и внутренних факторов. Внешними факторами выступают экономические изменения. Внутренними факторами являются свойства институциональной системы, такие как целостность и инертность. Именно под влиянием внутренних противоречий институты саморегулируются и эволюционируют, адапти-

руясь к новым условиям. Н. Деркач так определяет адаптационный механизм институциональной системы. Это «совокупность элементов, устойчивое взаимодействие которых приводит к саморегуляции и саморазвитию институциональной системы. Действие адаптационного механизма институциональных изменений включает процессы, обеспечивающие сохранение качественной определенности содержания компонентов системы и взаимосвязей между ними, сохранение ее внутренних отличительных свойств в условиях постоянных возмущающихся воздействий внутренней и внешней среды» [16]. Таким образом, в ответ на экономические изменения, институциональная среда эволюционирует.

Каким же образом функционирует эволюционный механизм адаптации институтов к экономическим изменениям? Данный механизм проявляет себя в ответ на экономические изменения в форме следующих реакций институциональной среды:

- изменение существующих институтов;
- выработка, закрепление и распространение новых институтов;
- трансформация правил (путём превращения неформальных институтов в формальные, и наоборот);
- импорт институтов.

При этом действие эволюционного механизма может быть непрерывным и дискретным, он может действовать локально или повсеместно.

Действие эволюционного механизма адаптации институтов к экономическим изменениям может быть описано следующим образом. Когда во внешней среде происходят экономические изменения (например, такие как реформы, переход к иной экономической модели, трансформация законодательства, смена политического режима и т. д.), институты саморегулируются путем выработки механизмов адаптации, которые могут заключаться в создании или импорте новых институтов, разрушении, трансформации, модификации старых. В результате появляется институт с новыми свойствами, возникший под воздействием создавшихся условий путем адаптации. Проиллюстрируем функционирование эволюционного механизма адаптации на примере института интеллектуальной собственности в России.

В развитии российского института интеллектуальной собственности условно можно выделить три исторических периода: дореволюционный, советский и постсоветский (рыночный). В эти периоды мы наблюдаем изменение экономической модели функционирования хозяйственной системы. Параллельно мы отмечаем и эволюцию института интеллектуальной собственности. Понятие «интеллектуальная собственность» начало формироваться в юридической науке дореволюционной России в конце XIX века. Законодательство в области охраны промышленной собственности (изобретения, промышленные образцы, полезные модели) сформи-

ровалось лишь к 1896 г., когда Россия стала одной из ведущих промышленных держав. В период НЭПа (1921–1929), когда развивались все формы предпринимательской деятельности, еще продолжали существовать законодательные акты, регулирующие функционирование объектов интеллектуальной собственности. Далее, в период плановой экономики все результаты интеллектуальной и творческой деятельности являлись собственностью государства. С конца 1980-х гг. в связи с тем, что было провозглашено и законодательно зафиксировано равноправие частной и государственной собственности и возрождалось предпринимательство, появилась необходимость вовлечения объектов интеллектуальной собственности в хозяйственный оборот. Появилось законодательство, соответствующее международным нормам, защищающее права на объекты интеллектуальной собственности. В настоящее время, когда институт интеллектуальной собственности находится на стадии формирования правоприменительной практики, мы можем говорить о его эволюции и адаптации к изменениям, которые имеют место в российской экономике.

Схематично процесс функционирования эволюционного механизма адаптации институтов представлен на рис. 1.3.

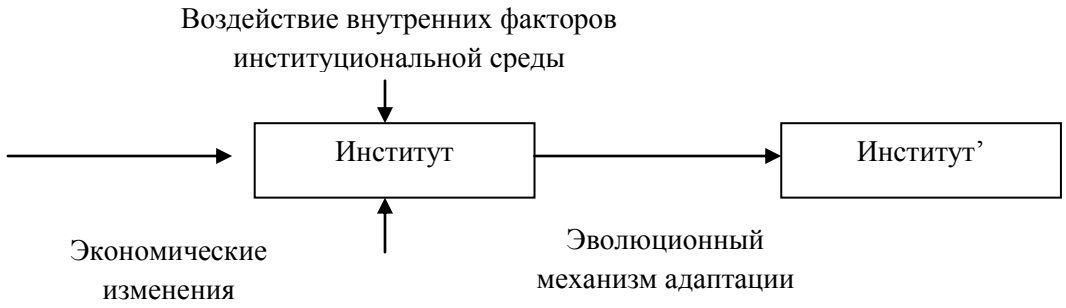


Рис. 1.3. Функционирование эволюционного механизма адаптации институтов в условиях экономических изменений

В российском институциональном анализе развивается теория институциональных матриц. Понятие институциональных матриц мы встречаем в трудах П. Норта, К. Поланьи, Р. Капелюшникова, В. Тамбовцева, С. Кирдиной. С точки зрения Кирдиной институциональная матрица представляет собой первичную модель базовых экономических, политических и идеологических институтов, связанных между собой и являющихся константами [33]. Все последующие институциональные структуры воспроизводят, развивают и обогащают эту первичную модель, сущность которой сохраняется. «Матричность» базовой институциональной системы означает принципиальную невозможность кардинального изменении одного из институтов без изменения всех остальных в этой системе.

Согласно теории институциональных матриц, наряду с проекциями-константами существуют еще и институциональные формы, которые мо-

гут меняться под влиянием внешних и внутренних факторов. Под институциональными формами мы понимаем институциональную среду, в которой функционируют экономические (хозяйствующие) субъекты. Она представляет собой формальные и неформальные правила игры, а также механизмы, обеспечивающие их выполнение. Хозяйствующие субъекты действуют в условиях особых институциональных соглашений и вынуждены адаптироваться к изменениям институциональной среды посредством особых механизмов (механизмов адаптации). Возможность применения теории институциональных матриц при анализе адаптационных механизмов в экономике будет продемонстрирована в следующих главах.

Проанализировав существующие в экономической теории подходы к проблеме адаптации экономических субъектов и формированию ими адаптационных механизмов можно сделать выводы о том, что методология в данной области знаний находится в стадии формирования.

Предложенный нами подход к понятиям «адаптация» и «адаптационный механизм экономических субъектов» позволяет идентифицировать и описывать процесс адаптации, а также выделять и классифицировать различные виды механизмов адаптации в российской экономике.

2. ИДЕНТИФИКАЦИЯ И АНАЛИЗ ОСОБЕННОСТЕЙ МЕХАНИЗМОВ АДАПТАЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ: КЕЙС-АНАЛИЗ

В настоящее время в российской экономике все еще продолжают наблюдаться индикаторы возможного ухудшения ситуации: сжатие внутреннего и внешнего спроса, падение производства, нестабильность на рынке труда, падение реальных доходов населения [93, 94, 95]. В этих условиях все экономические субъекты – государственный сектор, предпринимательский сектор, домашние хозяйства – вынуждены приспосабливаться к новым экономическим реалиям. На всех без исключения рынках также происходят изменения в ответ на кризисные явления в экономике. На уровне правительства страны происходит пересмотр бюджета, секвестирование государственных расходов. Предпринимательский сектор и домашние хозяйства также пересматривают свои бюджеты, существенно сокращая свои расходы.

Ниже с помощью кейс-анализа анализируются особенности механизмов адаптации разных секторов российской экономики в период начала и развития финансового кризиса 2008 года, а также в настоящее время. Рассматриваются следующие субъекты российской экономики: предпринимательский сектор, домашние хозяйства, государственный и финансовый сектор, а также рынок труда. В дополнение автор анализирует эволюцию институтов как пример адаптационного механизма, который мы можем наблюдать на примере функционирования стран Европейского союза и различных его регуляторов.

2.1. Анализ механизмов адаптации российского предпринимательского (бизнес) сектора

2.1.1. Адаптационные механизмы предпринимательского сектора, связанные с кризисным периодом

Под российским бизнес-сектором будем понимать то, что в терминах макроэкономики принято называть «предпринимательский сектор», «корпоративный сектор». Ситуацию в данном секторе в кризисный период характеризуют следующие процессы: падение внутреннего спроса, падение объемов производства, сокращение числа занятых, увеличение объемов просроченной кредиторской задолженности, увеличение количества объявленных компаниям технических дефолтов, а также банкротств, увеличение числа исков, поданных в суды банками на предприятия по причинам просроченной задолженности, а также в ответ на объявление предприятиями себя банкротами.

Отметим следующие существенные факты, которые имели место в российском корпоративном секторе в разные периоды кризиса, начавшегося в России в 2008 г.:

- начиная с первых месяцев возникновения кризисных явлений был отмечен значительный отток капитала из страны. При этом денежные средства выводились из страны сразу после того, как в экономику были вброшены государственные средства через Центральный банк в самом начале кризисного периода – в конце 2008 – начале 2009 г.;

- часть исков, поданных кредиторами на предприятия, касались случаев, когда банкротства предприятий предположительно являются умышленными;

- сокращения, проводимые на предприятиях в начале кризиса, в конце 2008 г., и в его разгаре – в 2009 г., коснулись, в том числе, отделов и направлений, которые занимались развитием;

- в 2008–2009 гг. увеличилось количество технических дефолтов крупных эмитентов по долговым обязательствам;

- имели место случаи вынужденного государственного вмешательства и поддержки крупных предприятий, собственники которых перестали выполнять обязательства по оплате труда перед сотрудниками. Примером является ситуация с промышленными предприятиями в Пикалево.

Можно предположить, что в ряде случаев, когда наблюдались описанные выше ситуации, происходила адаптация бизнес-сектора к существующим кризисным условиям путем попыток собственников разделить или переложить ответственность за ведение бизнеса на государство. Как правило, такие ситуации происходили среди крупных предприятий, которые являются градообразующими либо социально и экономически значимыми. Назовем этот адаптационный механизм *«механизмом разделения ответственности»*.

Наблюдались и другие адаптационные механизмы. Можно их назвать *защитными адаптационными механизмами*. Все без исключения предприятия в период острой фазы кризиса объявили мораторий на прием новых сотрудников, что также является примером *защитного механизма*.

Некоторые предприятия, гибко реагируя на произошедшие изменения, начинают разрабатывать новые продукты и направления. В основном это касается клиентоориентированных предприятий, работающих в сфере услуг, сфере жилищного строительства, консалтинга. Примерами механизмов адаптации, которые используются этой группой предприятий, могут быть следующие:

- предприятия меняют ценовую политику, принимая во внимание снижение покупательской способности. Это выражается в проведении различных распродаж, акций, предполагающих разнообразные скидки, разработку так называемых антикризисных предложений;

- консалтинговые компании разрабатывают новые, более востребованные в кризисный период услуги, предлагая, например, такие, как услуги по оптимизации издержек, услуги по реализации объектов залогового обеспечения для банков.

Данный адаптационный механизм можно назвать *механизм «активной позиции».* В настоящее время, когда российская экономика все еще переживает макроэкономическую нестабильность, именно этот механизм адаптации используется предприятиями в целях увеличения объема продаж, а также для сохранения старых и привлечения новых клиентов.

В последние месяцы 2010 г., а также в начале 2011 г. конъюнктурные опросы, проводимые Институтом Гайдара, показали, что, несмотря на то, что предприятия продемонстрировали относительную удовлетворенность текущей ситуацией, они остаются неуверенными в стабильности в будущем [93–96]. Ввиду такого рода ожиданий предприятия не наращивали запасы готовой продукции на складах, оставаясь не уверенными в наличии платежеспособного спроса, а также планировали значительный рост цен на свою продукцию ввиду увеличения налоговой нагрузки. Данные действия также могут быть отнесены к проявлению *защитного механизма адаптации.*

Начиная с 2014 г. предпринимательский сектор был вынужден приспосабливаться к новым экономическим условиям, которые были вызваны геополитической ситуацией и наложением санкций на экономику России. В результате ослабления рубля некоторые отрасли получили ценовое преимущество, что позволило им нарастить экспорт и привлечь инвестиции в ряд несырьевых отраслей. При этом существенного роста экспорта в несырьевых отраслях достичь не удалось. Инвестиционный спрос продолжил сокращаться. Неопределенность экономической политики в условиях сохраняющейся геополитической напряженности и санкций послужила причиной продолжающегося снижения инвестиций в частном секторе на фоне роста капитальных издержек и сокращения потребительского спроса [18, 92]. Это является также примером выделяемого нами защитного механизма адаптации.

2.1.2. Адаптационные механизмы предпринимательского сектора как реакция на текущие изменения внутренней и внешней среды функционирования предприятия

Как мы уже отмечали, процесс адаптации может быть связан не только с реакцией экономической системы на изменения, связанные с кризисными явлениями. Адаптационные механизмы могут вырабатываться в ответ на изменения внешней и внутренней среды, которые могут носить позитивный или нейтральный характер. В этом случае мы можем на-

блюдать эволюционный механизм адаптации. Примером такой ситуации может быть необходимость изменения предприятием модели финансово-экономического управления.

Организация финансово-экономического управления на предприятии является одной из ключевых задач топ-менеджмента. Правильный выбор модели финансово-экономического управления может способствовать быстрой адаптации предприятий к условиям меняющейся внешней среды. Особенно остро проблема выбора модели финансово-экономического управления стоит перед российскими предприятиями, которые организованы в виде группы компаний, объединяющей несколько юридических лиц. Группа компаний может объединять однородные по профилю бизнес-единицы, а может включать в себя компании разной отраслевой принадлежности. В каждом случае перед топ-менеджментом, а, особенно, перед финансовым директором, стоит задача организации финансово-экономического управления в группе компаний с учетом ее специфики.

Под финансово-экономическим управлением мы понимаем особый механизм функционирования системы финансового менеджмента предприятия, который включает в себя следующие блоки:

- систему планирования, бюджетирования, анализа, контроля и координации;
- систему движения денежных средств;
- модель организации финансово-экономического управления.

Модель организации финансово-экономического управления представляет собой систему, которая может быть описана следующими характеристиками:

- финансовой структурой предприятия (группы компаний);
- способом распределения полномочий и ответственности внутри группы компаний между бизнес-единицам и управляющей компанией.

Под финансовой структурой бизнеса мы понимаем систему взаимосвязанных и взаимодействующих между собой центров финансовой ответственности. Под способом распределения полномочий и ответственности между бизнес-единицами и управляющей компанией мы понимаем правила взаимодействия между ними по вопросам перераспределения функций финансово-экономического управления и принятия решений. Управляющая компания может делегировать полномочия по самостоятельному осуществлению бизнес-единицами функций оперативного финансового менеджмента, таких как организация управления денежными средствами, анализ, контроль, учет, оставляя за собой принятие ключевых стратегических решений. А может иметь место ситуация, когда управляющая компания полностью осуществляет все функции финансово-экономического управления, как оперативные, так и стратегические.

Можно выделить следующие виды моделей организации финансово-экономического управления по критерию «способ распределения полномочий и ответственности между бизнес-единицами и управляющей компанией»:

- Децентрализованная;
- Централизованная.

Централизованная модель предполагает передачу всех функций финансово-экономического управления в единый центр принятия решений, например в управляющую компанию.

Децентрализованная модель предполагает сохранение самостоятельности в принятии ряда финансовых решений на уровне дочерних предприятий в группе компаний и делегирование полномочий и ответственности бизнес-единицам без передачи их в единый центр, например управляющую компанию.

Изменения внешней среды могут потребовать модификации модели финансово-экономического управления. Речь идет о таких изменениях, как:

- кризисные явления, вызванные различными макроэкономическими факторами;
- смена собственника (в том числе, привлечение новых инвесторов) и, как следствие, изменение структуры капитала;
- смена топ-менеджмента;
- изменение стратегии развития компании.

Различные воздействия внешней среды требуют от предприятия обратной связи, реакции, особого действия или комплекса действий, которые мы и называем адаптационным механизмом.

Мы выделяем следующие факторы, определяющие выбор модели организации финансово-экономического управления с целью ее адаптации к изменениям:

1) Взгляд собственника на выбор модели.

Собственник может настаивать на выборе той или иной модели. Например, он может настаивать на закреплении всех контролирующих функций за управляющей компанией. Это во многом зависит, например, от степени делегирования собственником принятия решений о выборе той или иной модели организации финансово-экономического управления.

2) Состояние финансово-хозяйственной деятельности компании.

В кризисных ситуациях, когда денежный поток требует особого контроля (поскольку его может оказаться недостаточно для удовлетворения одновременно всех потребностей бизнеса), может быть принято решение о централизации управления финансами и концентрации всех полномочий в управляющей компании.

3) Сложность структуры и масштабы бизнеса.

Если бизнес представляет собой группу компаний, то выбор модели организации финансово-экономического управления является принципиально важным вопросом для эффективного менеджмента.

Решение о том, децентрализованную или централизованную модель выбрать, зависит в этом случае от профиля бизнес-единиц, входящих в структуру группы. Зачастую многопрофильным холдингам приходится делегировать полномочия по управлению финансами бизнес-единицам, для того чтобы оптимизировать скорость принятия решений, которая может быть разной в разных отраслях.

4) Отраслевая принадлежность бизнеса.

5) Прозрачность бизнеса.

2.2. Анализ механизмов адаптации государственного сектора

Первоочередные меры, которые предприняло государство в 2008 г., касались оказания помощи финансовому и банковскому сектору для снижения рисков, связанных с финансированием необеспеченных сделок, преодоления кризиса ликвидности и недопущения паники среди вкладчиков. Также помощь очень избирательно оказывалась корпоративному сектору. Меры правительства были направлены на поддержку производителей, а не потребителей. Ряд мер носили социальный характер: изменение некоторых норм в области занятости населения, создание института общественных работ, увеличение пенсий, увеличение других социальных трансфертов (например, пособий по уходу за ребенком в возрасте до 1,5 года), введение программ помощи безработным, быстрый рост зарплат работников бюджетной сферы [95].

В период кризиса правительства многих стран, в том числе и России, стоят перед выбором, связанным с различными возможными вариантами снижения дефицита государственного бюджета: увеличение налоговой нагрузки либо снижение государственных расходов. Так, например, Правительство Российской Федерации в 2011 г. увеличило налоговую нагрузку на предпринимательский сектор, повысив отчисления в Фонды с 26 до 34%. К сожалению, эта мера привела к существенному снижению численности индивидуальных предпринимателей. А в США в этот же период рассматривались два возможных сценария пополнения бюджета: увеличение налоговой нагрузки физических лиц либо снижение расходов на социальное обеспечение. Так, по нашему мнению, проявляется *защитный механизм адаптации.*

В то же время некоторые страны, в том числе и Россия, находятся в поисках новой модели роста, которая предполагает проведение струк-

турных реформ, направленных на модернизацию ключевых секторов экономики. Такое проявление адаптации можно отнести к механизму активной позиции.

2.3. Анализ механизмов адаптации финансового сектора в российской экономике

Мировой финансовый кризис актуализировал проблему адаптации банков к возможным макроэкономическим изменениям, которые происходят ввиду циклических изменений в экономике. В частности, очень важным становится вопрос, связанный с повышением достаточности капитала банков для покрытия всех рисков, с которыми финансовый институт может столкнуться в условиях циклического развития экономики. Данная проблема особенно актуальна для российских банков в силу их низкой капитализации. В настоящее время в связи с негативными последствиями финансового кризиса банковские системы многих стран, адаптируясь к новым условиям макросреды, начали повышать требования к достаточности капитала с целью повышения финансовой устойчивости и снижения рисков для кредиторов, инвесторов, контрагентов в условиях циклического развития экономики. Российская банковская система постепенно приводит национальные стандарты оценки достаточности капитала в соответствие международным, которые направлены на ужесточение подхода к достаточности капитала банков.

На сегодняшний день российские подходы к расчету банковского капитала, его достаточности в большей части отвечают принципам второго Базельского соглашения (Базель II), учитывают влияние кредитного, рыночного и операционного рисков. Вместе с тем, они ориентированы на общую рыночную ситуацию и использование российской системы бухгалтерского учета.

С учетом последствий кризиса регулирующие органы многих стран разработали дополнения к уже введенным до кризиса стандартам регулирования капитала.

В настоящее время подготовлен проект указаний Центрального банка РФ «О внесении изменений в Инструкцию банка России от 16 января 2004 г. № 110-И «Об обязательных нормативах банков» (проект) [1, 2].

Данный документ содержит уточнение подходов к оценке рисков по отдельным видам активов. Целями разработки данного проекта являются:

- доведение до банков детализированной позиции регулятора по вопросу оценки операций, несущих повышенный риск;
- содействие банкам в проведении взвешенной кредитной политики;
- создание дополнительной «подушки» капитала для банков, принявших повышенные риски.

Внедрение новых регулятивных стандартов Базеля III в области капитала и ликвидности начато в 2011 г., а предполагается завершить в 2018 г. [9]. Таким образом, новые регулятивные стандарты в полной мере будут действовать с 1 января 2019 г. Мнения экспертов относительно последствий внедрения положений Базеля III в Российской Федерации в основном сводятся к тому, что российские банки смогут их выполнить. Однако также отмечаются возможные трудности.

По оценкам Центрального банка РФ, российская банковская система уже готова к внедрению более жестких требований к капиталу. Однако эта готовность сдерживается неразвитостью внутреннего финансового рынка РФ, так как в деятельности российских банков субординированные кредиты со специальными условиями (гибридные инновационные инструменты, имеющие способность конвертироваться в акции при попадании банка в сложную ситуацию), включаемые в капитал первого уровня, не получили развития.

Именно поэтому структура капитала первого уровня у российских банков в основном соответствует требованиям Базеля III. Большинство экспертов также не видит проблем с внедрением новых требований к нормативам достаточности. Сейчас достаточность капитала по банковской системе в целом составляет более 18% при нормативе 10%. Однако стоит подчеркнуть, что это данные по всей банковской системе в целом. По отдельным банкам может наблюдаться большой разброс, от 10 до 20% [3]. Отдельные экономисты отмечают, что при дальнейшем росте просрочки и формировании дополнительных резервов возникнут проблемы с достаточностью капитала и финансовой устойчивостью.

Сближение национальных стандартов оценки достаточности капитала с международными представляет собой примеры и эволюционного и защитного механизма адаптации.

В условиях постепенного выхода из острой фазы кризиса банки наращивают объемы кредитования. И если в разгар кризиса 2008 г. банковский сектор повсеместно применял защитный механизм в виде непомерно больших процентных ставок и жестких требований к финансово-экономическому состоянию, которые выполняли заградительную роль, препятствуя приходу в банк недобросовестных заемщиков, то такая тенденция может измениться в силу призывов правительства Российской Федерации к снижению банками кредитных ставок.

В настоящее время, ввиду кризисных явлений, которые мы можем наблюдать в мировой экономике, финансовый сектор России вынужден адаптироваться к новым условиям внешней среды. С другой стороны, и внутренняя среда (особенности государственного регулирования) также вынуждает его адаптироваться. В настоящее время финансовый сектор России функционирует в условиях санкционных ограничений. Таким об-

разом, и внешние и внутренние ограничения определяют специфику функционирования финансового сектора России в текущих условиях.

К условиям внешней среды, которые вносят существенные коррективы в функционирование финансового сектора России, мы относим, прежде всего, наложенные на российские банки санкции, ограничившие их доступ на мировой рынок капитала, а также понижение инвестиционных рейтингов России, субъектов федерации, крупных корпораций, банков.

К условиям внутренней среды мы относим особенности регулирования финансового сектора, которое применялось последние годы, в том числе и в ответ на введенные санкции в целях поддержания банковской системы. Рассмотрим более подробно меры регулирования, которые применяло государство к финансовому сектору, и проанализируем возможные последствия.

Особенности современного государственного регулирования финансового сектора, которые повлияли на его развитие

Политика банковского регулирования последних 10 лет была направлена на укрупнение банковской системы, на повышение ее прозрачности и создание общих для всех участников рынка правил игры. Данная политика проводилась поступательно и заключалась в реализации следующих мер.

Изменение требований к величине собственного капитала банков, которые заключались в необходимости его увеличения. В результате на протяжении нескольких лет мы наблюдали сделки по слиянию-поглощению, происходившие в банковском секторе.

Появление новых нормативных актов, направленных на повышение прозрачности банковских операций. Например, 115-ФЗ «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем».

В сентябре 2013 г. Центральным банком было опубликовано письмо от 4 сентября 2013 г. № 172-Т «О приоритетных мерах при осуществлении банковского надзора», которое ужесточает политику в области банковского регулирования. В данном нормативном документе Центральный банк определил понятие «сомнительных операций», при наличии которых он имеет право ввести в банке ограничения на проведение различных операций (валютных, кассовых, переводов и т. д.) [5].

При этом в данном документе Центральный банк дает следующее определение понятию «сомнительные операции»: «это операции, осуществляемые клиентами кредитных организаций, имеющие необычный характер и признаки отсутствия явного экономического смысла и очевидных законных целей, которые могут проводиться для вывода капитала из страны, финансирования “серого” импорта, перевода денежных средств из безналичной в наличную форму и последующего ухода от налогооб-

ложения, а также для финансовой поддержки коррупции и других противозаконных целей» [5]. На наш взгляд, данная мера продолжает курс Центрального банка, направленный на укрупнение банковской системы, повышение её прозрачности, уменьшение наличного оборота и снижение рисков системы в целом, связанных с финансовой неустойчивостью некоторых игроков рынка. Значительный объем операций, которые Центральным банком трактуются как сомнительные, приходятся на небольшие банки. Например, это операции, связанные с проведением этими банками рискованной депозитной политики – привлечение депозитов физических лиц под высокие процентные ставки. Эти игроки, зачастую не имея других источников фондирования, вынуждены именно высокими процентами привлекать вкладчиков, создавая тем самым угрозу системе страхования вкладов и всей банковской системе в целом. Теперь, в соответствии с данным письмом, регулятор сможет ограничивать процентную ставку по депозитам, если он обнаружит в деятельности банка сомнительные операции. Новые меры Центрального банка призваны работать как инструменты регулирования банковской системы. Причем, во многом, банки сами будут корректировать свою политику, избегая вовлеченности в сомнительные операции, опасаясь отзыва лицензии. В противном случае они столкнуться с такими мерами регулятора, как: ограничение процентной ставки, запрет на открытие счетов физическим лицам.

Особенности адаптации российского финансового сектора к новым условиям внешней и внутренней среды

Новые меры регулятора, а также санкции, в условиях которых функционирует рынок, приводят к тому, что банки, во-первых вынуждены стремиться к прозрачности, а также им придется перейти к поиску новых инструментов фондирования, чтобы сохранить свои позиции на рынке. Как следствие, банковская система продолжит тенденцию к укрупнению.

На инвестиционный механизм финансирования экономики новые условия также окажут виляние: с одной стороны, можно ожидать смещения интересов банковской системы в сторону финансирования инвестиционных проектов крупных, более прозрачных заемщиков; с другой стороны, и предприятия будут стремиться работать с банками, близкими к государственному капиталу.

Так, эксперты отмечают следующие тенденции в развитии проектного финансирования, которые появились в период кризиса 2008 года:

- увеличение ставки финансирования долгосрочных инвестиционных проектов;
- уменьшение срока предоставления долгосрочных кредитов до 5–7 лет;

- появление нового вида риска – финансового, связанного с кризисом ликвидности, который повсеместно испытывали финансовые институты. Проявление этого вида риска в острый период 2009–2010 гг. привело к полной остановке многих инвестиционных проектов в предпринимательском секторе. В настоящее время многие эксперты рекомендуют принимать во внимание этот вид риска и учитывать его при инвестиционном проектировании [143].

Это пример защитного механизма финансового сектора, который возник в ответ на появление новых рисков в экономике.

Последнее время в области проектного финансирования появилась еще одна тенденция, которая является примером функционирования как защитного, так и эволюционного механизма адаптации.

В 2014 г. Правительство РФ утвердило программу проектного финансирования инвестиционных проектов [88]. Цель программы – поддержать инвестиционную активность предприятий и одновременно мотивировать банки финансировать эффективные инвестиционные проекты. Банки получают государственное финансирование по низкой ставке и возможность выбирать проекты для финансирования. Предприятия получают возможность долгосрочного финансирования своих инвестиционных проектов. Оценкой проектов, в основном, по этой программе занимаются банки, а представители государства (на местном уровне и на уровне ЦБ РФ) лишь проверяют проект на предмет соответствия приоритетам, заложенным в экономическую политику Правительства РФ.

Это пример как защитного механизма адаптации, так и эволюционного. Защитного – поскольку в силу кризиса государство идет по пути разделения рисков – одного из основных принципов проектного финансирования. Эволюционного – поскольку создаются новые институты (в данном случае программа проектного финансирования, новый механизм взаимодействия государства, бизнеса и финансового сектора), позволяющие институту проектного финансирования получить новый виток развития.

С 1 января 2016 г. вступил в силу Федеральный закон от 13 июля 2015 г. № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (далее – закон о ГЧП) [1].

Согласно закону о ГЧП, «Государственно-частное партнерство, муниципально-частное партнерство – юридически оформленное на определенный срок и основанное на объединении ресурсов, распределении рисков сотрудничество публичного партнера, с одной стороны, и частного партнера, с другой стороны, которое осуществляется на основании соглашения о государственно-частном партнерстве, соглашения о муници-

пально-частном партнерстве, заключенных в соответствии с настоящим Федеральным законом в целях привлечения в экономику частных инвестиций, обеспечения органами государственной власти и органами местного самоуправления доступности товаров, работ, услуг и повышения их качества».

До этого бóльшая часть российских ГЧП -проектов реализовывалась в рамках Закона о концессиях, принятого в 2005 г., а также на основе регионального законодательства о ГЧП (по данным на 2015 год, в России действовал 71 закон субъекта РФ в сфере ГЧП). До вступления в силу нового Федерального закона ГЧП реализовывалось лишь по типам (механизмам) BTO, DBTO и пр., при которых объект инфраструктуры должен быть передан после создания публичному партнеру (за исключением нескольких ГЧП-проектов, реализация которых опиралась на региональное законодательство) [2].

Данный закон расширил возможности реализации механизма государственно-частного партнерства.

И, как результат функционирования этого закона, мы можем привести такую статистику. По состоянию на начало 2017 г. в Российской Федерации прошли стадию принятия решения о реализации 2446 инфраструктурных проектов, предусматривающих привлечение частных инвестиций на принципах ГЧП [28]. При этом более 480 проектов находятся в проработке органов власти и порядка 1000, по экспертным оценкам, структурируются частным партнером для запуска с использованием механизма «частной инициативы». Среди проектов ГЧП, прошедших стадию принятия решения о реализации 17 федерального уровня, 238 регионального уровня; 2191 – муниципального уровня. Отметим, что в аналогичном исследовании, опубликованном в 1 кв. 2016 г., сообщалось о 1300 проектов ГЧП, по которым принято решение о реализации: федерального уровня – 15 проектов, регионального уровня – 191 проект, муниципального уровня – более 1100 проектов. Увеличение количества проектов, реализуемых на базе нового законодательства о государственно-частном партнерстве, также является примером функционирования защитного и эволюционного механизма. Защитный механизм означает то, что роль государства в управлении экономикой в период кризиса повышается (это подтверждает кейнсианская теория). Эволюционный механизм означает то, что появление новых институтов развивает существующий механизм ГЧП, придавая ему новые свойства.

Таким образом, анализируя ответные реакции, демонстрируемые банковской системой в целях повышения ее устойчивости в условиях циклических колебаний в экономике, можно наблюдать следующие виды механизмов: защитный, механизм активной позиции и эволюционный механизм.

2.4. Анализ механизмов адаптации российского рынка труда и домашних хозяйств в кризисный период

В настоящее время мы наблюдаем функционирование российской экономики в условиях продолжающейся экономической нестабильности. Статистика, связанная с рынком труда, свидетельствует о том, что на рынке присутствует тенденция роста общей безработицы. В целом, можно сделать вывод о том, что на рынке труда отражается общая макроэкономическая нестабильность, в которой пребывает вся российская экономика [93–96].

Рассмотрим, какие механизмы адаптации используют следующие экономические субъекты на российском рынке труда: предпринимательский сектор (работодатели), государственный сектор, рекрутинговые службы, наемные сотрудники.

Предпринимательский сектор (работодатели)

Механизмы адаптации предпринимателей во многом объясняются факторами внешней среды. В настоящее время, по данным статистики, попрежнему наблюдается неустойчивая тенденция к росту экономики. Пока экономическая ситуация характеризуется неустойчивой динамикой спроса и низкой инвестиционной активностью. На это предпринимательский сектор реагирует снижением спроса на труд. При этом происходит сокращение сотрудников и вводится режим неполной занятости.

Изучая механизмы адаптации предпринимательского сектора в период кризиса, мы выделили следующие группы таких механизмов: механизм разделения ответственности (с государством), защитный механизм, активная позиция. Все эти механизмы, так или иначе, влияют на ситуацию на рынке труда. В том случае, если предприятие придерживается позиции «разделения ответственности», то наблюдались ситуации, когда предприятие объявляло себя банкротом, отказываясь от выполнения обязательств перед работниками. В ряде случаев банкротство было преднамеренным. Но, тем не менее, правительству приходилось вмешиваться в данные ситуации (особенно, если речь шла о градообразующем предприятии, например в Пикалево, в период кризиса 2008 г.), для того чтобы снизить социальную напряженность. Также примером проявления механизма «разделения ответственности» является тревожная тенденция, связанная с тем, что представители российского предпринимательского сектора все чаще и чаще ссылаются на необходимость либерализации Трудового кодекса в части снятия ответственности Работодателя перед наемным работником в ситуациях, связанных с увольнениями и сокращениями.

Защитные механизмы, которые использует предпринимательский сектор, проявляются в виде вынужденных сокращений персонала в связи

с падением объемов производства и продаж. Активное использование такого механизма мы наблюдали в конце 2008 и на протяжении 2009 г.

Механизм, который мы назвали «активная позиция», по нашим оценкам в кризисный период очень редко используется отечественными предприятиями. В то же время использование этого механизма оказывает позитивное воздействие на рынок труда, поскольку когда речь идет о развитии новых направлений деятельности, может возникнуть потребность в кадровых ресурсах. Эффективный менеджмент на предприятии в этом случае будет привлекать для развития новых направлений имеющийся кадровый потенциал, который может быть не востребован в затронутых кризисом направлениях.

Наемные работники

В ситуации неопределенности на рынке труда наемные работники вынуждены адаптироваться к новым форматам занятости – неполному рабочему дню, незапланированному отпуску без содержания, возможным и внезапным сокращениям, увольнениям. Все это приводит к тому, что, по оценкам экспертов, люди стремятся к постоянному повышению своей квалификации и к освоению новых специальностей для того, чтобы продлить свою востребованность на рынке труда. Этот механизм адаптации можно назвать «активной позицией».

Государственные органы, регулирующие занятость

В самом начале экономического кризиса в конце 2008 г. Правительство РФ предприняло ряд мер, которые были призваны стабилизировать ситуацию на рынке труда: увеличено пособие по безработице, изменены условия выплаты пособия (они стали более либеральнее), увеличено финансирование мероприятий, связанных с работой служб занятости в части обучения и трудоустройства граждан. Это пример реализации защитного механизма адаптации.

Рекрутинговые агентства

В период начала кризиса, в конце 2008 – начале 2009 г., рекрутинговые компании вынуждены были сокращать своих сотрудников ввиду резкого падения спроса со стороны работодателей. То есть рекрутинговые компании следовали защитному механизму. В то же время некоторые крупные компании старались выводить на рынок новые услуги – проведение тренингов, обучающих семинаров для работодателей и работников, оказание услуги, заключающейся в выведении сотрудников за штат компании, консультирование по поводу сокращения штатов, проведения процедур увольнений, сокращений.

В 2015 г. в самом начале геополитического кризиса после введения международных санкций на рынке труда наблюдалась следующая ситуация. В первой половине 2015 г. происходило падение реальной заработной

платы на фоне всплеска инфляции и снижения спроса на рабочую силу. Сокращение составило в среднем 8,5%, при этом зарплата бюджетников сократилась на 10% ввиду того, что в Федеральном бюджете 2015 года не была предусмотрена индексация [18]. Рынок труда адаптировался к новым изменениям без существенного роста безработицы под влиянием следующих факторов: 1) наличие трудовых мигрантов, отъезд которых ввиду ситуации на валютном рынке сгладил ситуацию с безработицей среди коренного населения; 2) неофициальная занятость; 3) возможный перевод работников на неполную занятость (официально это сложно зафиксировать и подтвердить) [18]. Рынок труда адаптировался к кризисным явлениям с помощью защитного механизма.

В результате падения реальных доходов в 2015 г. сократились потребительские расходы домашних хозяйств. Также произошло существенное сокращение объемов потребительского кредитования. Вследствие того, что упала доходность многих активов, произошло увеличение склонности к сбережениям [93, 94, 95]. Что также является примером защитного механизма адаптации. В 2015 г. был зафиксирован рост уровня бедности и остановка роста доли среднего класса [18].

2.5. Особенности формирования механизма адаптации национальных экономик, вовлеченных в наднациональные институциональные отношения

На протяжении последних десятилетий экономиками многих стран была сформирована политика регулирования, базирующаяся на предположении о том, что хозяйственная система является саморегулируемой и самоадаптирующейся. Как отмечает Д. Стиглиц, увлеченность теориями саморегулирующейся экономики была одной из основных ошибок правительств многих стран, которая привела к разрушительному финансовому кризису [19].

На примерах экономик многих стран мы наблюдаем, что, как и во времена Великой депрессии, многие правительства вынуждены прибегать к вмешательству государства в экономические процессы для достижения стабилизации ситуации. Не стали исключением и правительства стран, входящих в Европейский союз.

Европейский союз – это политическое и экономическое объединение 27 европейских государств. Целью объединения является региональная интеграция. Юридически ЕС был закреплен Маастрихтским договором в 1992 г.

ЕС разрабатывает общую для всех стран внешнюю политику, политику безопасности, а также политику в области регионального развития, торговли, сельского хозяйства и рыболовства.

Евросоюз сочетает в себе признаки как международной организации, так и государства, то есть ему присущи признаки межгосударственности и надгосударственности. Основными институтами ЕС являются: Европейская комиссия, Совет Европейского союза, Европейский совет, Суд Европейского союза, Европейская счетная палата и Европейский центральный банк.

Одной из главных особенностей нынешнего кризиса является моментальное приобретение им глобального характера. Кризис, начавшийся в 2008 г., так или иначе, затронул почти все значимые экономики в мире.

Традиционно антикризисные меры государств носили внутренний характер. Правительства стран, прежде всего, защищали национальные отрасли экономики, а это оказывало отрицательное влияние на развитие мировой экономики. Отличие нынешней антикризисной политики стран Европы состоит как раз во взаимопомощи и взаимодействии друг с другом. Европейский союз выступает в качестве надрегулирующей структуры над странами – участниками ЕС.

Именно Евросоюз за последние годы во многих случаях стал инициатором международной координации антикризисных мер. Например, еще в начале кризиса саммит главных экономик мира, состоявшийся в Вашингтоне в ноябре 2008 г., был созван именно с подачи ЕС. На этом саммите было положено начало выработки глобальной антикризисной политики.

Значение и роль ЕС в кризисной ситуации состоит в том, чтобы проводить единую, общую для всех стран – членов ЕС антикризисную политику. В условиях кризиса каждая страна под давлением обстоятельств может пренебречь своими обязательствами перед партнерами и проводить политику, ориентируясь только на собственные интересы. Поэтому так важно наличие и сохранение скоординированной политики, объединяющей интересы стран внутри союза.

До наступления мирового кризиса в 2008 г. в Евросоюзе не существовало никакой антикризисной политики, так как в ней не было необходимости. В результате, в настоящее время существует много дискуссий по поводу того, как стабилизировать кризисную экономику стран, входящих в ЕС. В целях обеспечения единой финансовой политики был создан аналог министерства финансов на наднациональном уровне – Европейский стабилизационный механизм [27].

Европейский стабилизационный механизм (ЕСМ) – международная организация, которая предоставляет финансовую поддержку странам еврозоны в случае финансовых затруднений. ЕСМ была основана 27 сентября 2012 г. и должна функционировать как элемент постоянно действующей страховой сети еврозоны с максимальной способностью заимствования в 700 млрд евро. ЕСМ заменит две существующие на данный момент

в Европейском союзе фондовые программы: Европейский фонд финансовой стабильности (ЕФФС) и Европейский стабилизационный механизм (ЕСМ). ЕСМ можно рассматривать как часть европейской региональной страховой сети, наравне с Европейским фискальным соглашением, Банковским союзом и Европейским центральным банком (ЕЦБ), которые также выполняют охранительные функции. Для каждого члена евро зоны, который испытывает трудности с финансовой стабильностью, все новые сделки и заявки на помощь находятся в компетенции ЕСМ, тогда как ЕФФС и ЕСМ лишь продолжат работу и мониторинг по ранее одобренным кредитам для Ирландии, Португалии и Греции.

Европейский стабилизационный механизм (ЕСМ) не столько механизм, сколько новая административная единица Европейского Союза (ЕС). Его заявленная цель – предоставлять кредиты странам из еврозоны, которые не способны справится со своими финансовыми обязательствами. Его возглавляет Совет Управляющих. В него входят 17 министров финансов европейских стран внутри ЕС [27].

Таким образом, институциональные изменения, которые мы наблюдаем в наднациональных структурах стран, входящих в Европейский союз, также являются примером адаптационного механизма, который мы назвали эволюционным механизмом институциональных изменений.

Кейс-анализ, примененный нами для исследования особенностей адаптационных механизмов экономических субъектов на разных уровнях экономики, позволил нам идентифицировать и описать их. В следующей главе мы применим эконометрическое моделирование с целью выявления факторов, которые влияют на реакцию экономических субъектов и приводят в действие адаптационные механизмы.

3. ЭМПИРИЧЕСКИЕ ИССЛЕДОВАНИЯ В ОБЛАСТИ АДАПТАЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ

3.1. Исследование особенностей формирования механизмов адаптации экономических субъектов на макроуровне

3.1.1. Исследование факторов, влияющих на отток капитала из национальной экономики

В 2015–2016 гг. мы провели серию исследований, посвященных изучению экономических и неэкономических факторов оттока капитала из национальной экономики [41, 43, 44, 46, 49, 50–54, 128, 129, 169].

Отток капитала нами рассматривается как одна из возможных поведенческих адаптационных реакций предпринимательского и финансового сектора на ситуацию в экономике. И наше исследование преследовало цель изучить особенности формирования механизма адаптации экономических субъектов в виде оттока капитала.

Исследование 1. Факторный анализ оттока капитала из национальной экономики

Первое исследование было основано на изучении явления оттока капитала с точки зрения различных подходов к оценке оттока капитала и построении регрессионной модели, позволяющей оценить факторы, влияющие на отток капитала из российской экономики.

Построенная модель позволила нам предположить, что как экономические, так и неэкономические факторы явились причиной оттока капитала из российской экономики в IV квартале 2014 г., когда Центральный банк зафиксировал значительный отток.

Ниже приводим результаты первого исследования.

В своем исследовании мы опирались на динамику оттока капитала из российской экономики за последние 10 лет (табл. 3.1).

Таблица 3.1

Отток капитала по методу оценки ЦБ РФ за 2005–2014 гг., млрд долл.

	Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором	Чистый ввоз/вывоз капитала банками	В том числе		Чистый ввоз/вывоз капитала прочими секторами	В том числе		
	(2+5)	(3+4)	ин. активы	ин. пассивы	(6+7+8)	ин. активы	ин. пассивы	чистые ошибки и пропуски платежного баланса
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	-0,3	5,9	-13,4	19,2	-6,2	-56,4	55,2	-5
2006	43,7	27,5	- 23,5	51,1	16,1	-56,3	61,2	11,2

Окончание табл. 3.1

	Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором	Чистый ввоз/вывоз капитала банками	В том числе		Чистый ввоз/вывоз капитала прочими секторами	В том числе		
	(2+5)	(3+4)	ин. активы	ин. пассивы	(6+7+8)	ин. активы	ин. пассивы	чистые ошибки и пропуски платежного баланса
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	87,8	45,8	-25,1	70,9	42	-93,6	145,4	-9,7
2008	-133,6	-55,2	-63,3	8,1	-78,3	-174,2	98,9	-3,1
2009	-57,5	-32,2	10	-42,1	-25,3	-53,3	34,3	-6,4
2010	-30,8	15,9	-1,7	17,6	-46,7	-62,9	25,4	-9,1
2011	-81,4	-23,9	-31,8	7,8	-57,4	-107,7	58,9	-8,7
2012	-53,9	18,5	-14,8	33,3	-72,4	-101,8	39,8	-10,4
2013	-61	-7,5	-27,9	20,4	-53,5	-138,3	95,6	-10,8
2014 (оценка)	-151,5	-49,8	-12,7	-37,1	-101,7	-106	0,9	3,4

Источник: *www.cbr.ru*

Ниже нами анализируются причины притока/оттока капитала по периодам. По данным ЦБ РФ, с 2005 г. по конец 2007 г. в России наблюдался приток капитала: 43,7 млрд долл. США в 2006 г. и 87,8 млрд долл. США в 2007 г. Такое резкое увеличение притока капитала в 2006 г. можно охарактеризовать постепенным развитием производственных секторов страны, а также тем, что экономика находилась на пике экономического цикла. Примерно на 40 млрд долл. возросла статья иностранных пассивов банковского сектора, связанная, прежде всего, с займами Банка России у своих нерезидентов. Также единожды на протяжении всего рассматриваемого периода наблюдается положительное значение чистых ошибок платёжного баланса, характеризующее нелегальный приток капитала в Россию, который составил четверть от общего значения миграции капитала в страну. Такое движение капитала в 2006 г. можно связать с неоправданными ожиданиями бизнесменов и инвесторов по поводу политики РФ в отношении крупных корпораций. Показательное дело ЮКОСа в 2003 г. продемонстрировало решительность государства в отношении ряда корпораций, которые злоупотребляли незаконными инструментами получения прибыли, тем самым спровоцировав новую волну оттока капитала. Однако, когда предположения предпринимателей относительно политики РФ не подтвердились и они поняли, что данные меры носят выборочный характер против некоторых компаний, капитал вновь стал возвращаться в страну.

В 2007 г. начался финансовый кризис в США, который через год перерос в мировой экономический кризис. В 2007 г. он ещё не успел сильно

повлиять на экономику России, поэтому и наблюдалось увеличение притока капитала практически в два раза по сравнению с 2006. Цены на нефть стали увеличиваться, что и позволило сохранить некую плавучесть (стабильность) российской экономики после первых признаков влияния кризиса. Ожидание дальнейшего усугубления ситуации спровоцировало волну займов Банком России, в том числе и у МВФ.

Цифры оттока капитала из России первых трёх кварталов 2008 г. были весьма неоднозначные. Пока весь мир постепенно погружался в кризис, поведение и настроение экономических индивидов часто менялись, и в итоге стали непрогнозируемыми. В первом квартале капитал частного сектора «пересек» границу страны на 23,4 млрд, но уже во втором квартале это значение изменилось на 62,6 млрд долл., что сформировало приток капитала в российскую экономику величиной в 39,2 млрд долл. Следуя необъяснимой волновой динамике, в третьем квартале снова наблюдался отток капитала на 17,3 млрд долл. Однако, когда кризис дошёл до России и вступил в свою открытую фазу, отток капитала достиг своего пика за XXI век, перечеркнув всю предыдущую динамику 2008 г. и составив 133,6 млрд долл. Весь последующий 2009 г. был ознаменован выходом из сложившейся ситуации и принятием стабилизационных мер, что в итоге сгладило картину миграции капитала – всего -57,5 млрд долл.

В 2010 г. активы и пассивы частного сектора практически уравновесили друг друга, что должно было сказаться на уменьшении утечки капитала, однако заметно участились «серые» (связанные с обманом через фиктивные импортные закупки или фиктивные операции с различными ценными бумагами, которые, однако, отражаются в платежном балансе) и «чёрные» (полностью скрытые от глаз государства) операции в фирмах, что, в конечном счете, увеличило бегство капитала заграницу до отметки 30,8 млрд долл. Также сказалось уменьшение цен на нефть, приведшее к ослаблению курса рубля в конце 2010 г. Этот эффект значительно усилился в 2011 г. «Убежавший» российский капитал укрепил послекризисную экономику США и фактически перевел её на новый уровень.

В 2012 г. отток капитала снизился с 81,4 до 53, 9 млрд долл. На это сильнейшим образом повлияло создание единого экономического пространства между Россией, Казахстаном и Белоруссией [111]. Открыв новые пути и возможности для частного сектора, данная мера привела к облегчению нелегальной «серой» миграции капитала между этими странами. В пользу оттока капитала сыграла и неопределенность экономических субъектов из-за президентских выборов 2012 г.

Причина оттока в 2013 г. хорошо видна в сравнении. После того, как экономика западных стран пережила кризис, российская экономика стала только в него «вползать». ВВП впервые оказался ниже, чем средний общемировой показатель, и составил 1,3%. Таким образом, Россия предстала

для экономических субъектов не в лучшем свете, по сравнению с западными странами, увеличив миграцию капитала из страны.

2014 г. стал переломным в российской экономике и для явления оттока капитала в целом. ЦБ РФ оценивает итоговый отток капитала за 2014 г. в 151,5 млрд долл.

Рассмотрев ежегодную динамику оттока капитала за десятилетний период (с 2005 по 2014), выделим следующие факторы, которые могли бы повлиять на его величину и которые будут использоваться нами для анализа:

- Курс рубля по отношению к доллару. Данный курс полностью зависит от цен на нефть, а именно обвал нефтяного рынка спровоцировал кризис 2009 г. в России, когда отток капитала достиг своего пика в период 2000-х гг.
- Уровень инфляции в стране.
- Величина налогового бремени – один из факторов, который может отпугнуть инвесторов и потенциальный частный капитал. Оценить влияние данного фактора расчётным способом представляется сложным в связи с тем, что точный учёт и статистика налоговых сборов с населения ведётся недавно, с 2012 г. Однако связь очевидна: высокое налоговое бремя служит одним из толчков к нелегальной миграции капитала и её офшоризации в странах с меньшей налоговой ставкой.
- Цена на нефть. Данный показатель напрямую определяет курс рубля к доллару и является немаловажным фактором ввиду специфики российской экономики, построенной на сегодняшний момент в значительной степени на экспорте нефти.
- ВВП включает в себя несколько макроэкономических факторов, таких как валовой выпуск, промежуточное потребление, инвестиции, государственные закупки, чистые налоги на производство, величину экспорта и импорта. Суммируя в себе все эти показатели, ВВП теоретически должен оказывать наибольшее влияние на отток капитала.
- Случайные события [84, 129, 169].

Проанализируем влияние четырех факторов на величину оттока капитала: курс рубля к доллару, инфляция, ВВП, цены на нефть. В исследовании будем использовать корреляционный анализ факторов по отдельности и построение статистическо-экономической модели множественной регрессии для оценки этих показателей вместе. В рамках анализа основным показателем будет служить коэффициент корреляции, показывающий взаимосвязь двух выбранных факторов, а также – уровень достоверности модели, который покажет, имеет ли она математический смысл или нет.

Для начала определим динамику изучаемых факторов по кварталам, охватив промежуток времени с I квартала 2010 г. по IV квартал 2014 г. (табл. 3.2).

Таблица 3.2

Некоторые экономические показатели за период 2010–2014 гг.

Год	Квартал	Приток капитала, млрд долл.	Средний курс рубля к доллару США, руб.	Уровень инфляции между началом первого периода и началом второго периода, %	ВВП в текущих ценах, млрд руб.	Цена на нефть, $ за баррель
2010	I	-38,525	29,9	3,16	9995,8	70,77
	II	-30,044	30,23	1,18	10997,0	74,35
	III	-14,245	30,62	1,76	12086,5	72,04
	IV	-23,379	30,71	2,41	13429,3	79,14
2011	I	-37,88	29,26	3,81	11954,2	92,48
	II	-40,674	27,99	1,14	13376,4	106,23
	III	-29,401	29,03	-0,29	14732,9	104,33
	IV	-40,351	31,22	1,35	15903,7	103,54
2012	I	-47,527	30,24	1,46	13681,7	107,3
	II	-36,36	30,98	1,73	14911,9	103,92
	III	-17,121	32	1,89	16295,7	98,88
	IV	-27,109	31,08	1,35	17329,0	102,53
2013	I	-33,713	30,4	1,88	14641,8	103,08
	II	-25,008	31,61	1,60	15982,7	95,5
	III	-17,089	32,79	1,17	17538,4	100,83
	IV	-25,483	32,53	1,65	18592,0	102,16
2014	I	-35,602	34,95	2,33	15992,0	100,95
	II	-34,434	34,99	2,44	17697,2	101,13
	III	-20,29	36,18	1,39	18703,4	97,32
	IV	-23,1	46,96	4,79	18555,1	93
Коэффициент корреляции			0,318	-0,037	0,358	-0,302

Источник: Национальные счета. Внутренний валовой продукт в текущих ценах (1995–2014 гг.). – [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/# . Дата обращения 03.03.2015; Основные производные показатели динамики обменного курса рубля. – [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=Par_57946#CheckedItem. Дата обращения 01.03.2015; Экспорт Российской Федерацией сырой нефти за 2000–2014 годы (по данным ФТС России и Росстата). – [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/crude_oil.htm. Дата обращения: 03.03.2015.

Попробуем рассчитать влияние каждого из этих факторов на явление оттока капитала из страны. Результаты корреляционного анализа представлены в таблице 3. Рассчитав коэффициент корреляции для показателей «Курс рубля к доллару» и «Уровень инфляции», можно прийти к выводу, что инфляция сама по себе не оказывает практически никакого влияния на отток капитала из страны. Между факторами «курс рубля к доллару» и «величина оттока капитала» наблюдается слабая связь (всего 0,3), означающая, что данный фактор действительно влияет на величину миграции капитала. Заметим, что цены на нефть влияют на утечку прямо пропорционально, но с той же силой, коэффициент корреляции равен -0,3, что указывает на обратную связь. К этому же выводу приходим, проанализировав базовую для российской экономики связь между курсом рубля к доллару и ценами на нефть. Слабость влияния курса рубля на величину оттока капитала можно объяснить многофакторностью модели оттока капитала, так как в действительности на неё влияет больше причин, как внутренних, так и внешних. При этом влияние существенной доли показателей трудно или невозможно измерить ввиду того, что они качественные. К таким показателям можно отнести уровень профессиональной подготовки населения региона (трудовые ресурсы), события, влияющие на экономическую сферу страны, условия сбыта товара и т. п. Способы измерения таких факторов в числовом выражении либо относительные и неточные, либо не существуют и вовсе. К примеру, различные события, влияющие на поведение экономических субъектов, зачастую имеют непрогнозируемый и неизмеримый характер, но вносят сильный вклад в масштаб миграции капитала. Из-за существования таких факторов точное прогнозирование имеет большую вероятность ошибки. По такой же причине лидирующая по своей силе связь между ВВП и миграцией капитала тоже является слабой.

При попытке же совместить эти факторы в одну модель множественной регрессии, призванной описать влияние данных причин в совокупности на результирующий признак, приходим к выводу о её значимости. Таким образом, можно сделать вывод, что модель достоверно описывает процесс данного влияния. Исследуемая переменная – отток капитала на 67,4% объясняется факторами, участвующими в модели, и на 32,6% неучтёнными показателями или ошибкой. При этом уровень инфляции и курс рубля к доллару являются статистически незначимыми факторами: их коэффициенты в уравнении регрессии, описывающем воздействие, могут равняться нулю. В экономике же эти признаки слабо объясняют результирующий показатель. Напротив, ВВП в текущих ценах и цены на нефть статистически значимы и имеют больший вес в совокупном объяснении оттока капитала из России. Этот результат, скорее всего, получен из-за сложности (включения нескольких простых показателей) расчёта

ВВП, то есть благодаря включению ВВП в модель получилось охватить больше экономических факторов.

Следующим шагом исключаем два статистически незначительных фактора – «Курс рубля к доллару» и «Уровень инфляции» и получаем достоверную модель множественной регрессии зависимости оттока капитала лишь от двух оставшихся факторов «ВВП» и «Цены на нефть» (табл. 3.3). Показатели Р-значения допустимы, следовательно, все оставшиеся показатели хорошо объясняют изменения результативного признака, однако объяснение модели другими, неучтёнными в модели факторами, намного больше (13,4 против 0,003 и 0,66).

Таблица 3.3

Корреляционная матрица факторов

	Приток капитала	Средний курс рубля к доллару США, руб.	Уровень инфляции	Уровень ВВП	Цена на нефть
Приток капитала	1				
Средний курс рубля к доллару США, руб.	0,317550292	1			
Уровень инфляции	-0,03658503	0,577245046	1		
Уровень ВВП	0,357894128	0,610903388	-0,035256848	1	
Цена на нефть	-0,30199165	0,04279874	-0,323704938	0,619499647	1

Проведенное исследование позволило сделать следующие выводы:

- ВВП наиболее сильно влияет на приток капитала (в случае отдельного рассмотрения факторов).
- Модель может существовать, но будет зависеть только от 2 факторов. При этом получаем уравнение множественной регрессии: $Y = 0{,}0031 \times X1 - 0{,}662 \times X2 - 13{,}4$.
- Полученная зависимость говорит нам о том, что при увеличении на одну единицу ВВП и цены на нефть, величина оттока капитала в первом случае сокращается (наблюдаем приток капитала), во втором случае – наблюдаем отток капитала. При этом остается величина, которую нам еще предстоит объяснить. Мы полагаем, что это комплекс факторов – институциональная среда, геополитика и в целом неблагоприятный инвестиционный климат, который включает в себя перечисленные факторы (институциональный и геополитический).

Выводы по исследованию 1

- Исследование причин оттока капитала позволяет сделать выводы о том, что адаптационные механизмы миграции капитала формируются под воздействием как экономических, так и неэкономических факторов.
- Среди важнейших факторов, формирующих механизм адаптации мы выделяем институциональную среду, геополитику, которые влияют на инвестиционный климат в экономике;
- Создание институциональной среды, которая бы благоприятствовала бы инновационной и инвестиционной активности – задача, которую правительству России, целесообразно решить в ближайшее время, воспользовавшись условиями внешней среды, которые подталкивают российский бизнес к занятию освобождающихся ниш вследствие возможного эффекта импортозамещения;
- Влияние геополитического фактора на экономику страны можно уменьшить только совместными усилиями правительств стран России, Европы, США.

Исследование 2. Факторный анализ международного движения капитала

Целью исследования являлась оценка влияния выбранных нами экономических и неэкономических показателей на процесс международного движения капитала за 2015 г. в рамках эконометрической модели множественной регрессии.

Методология исследования

Практическая часть нашего исследования включает в себя три этапа:

1. Предварительный сбор данных. Цель данного этапа – определить и выбрать объясняющие факторы и составить сводную числовую таблицу (выборку) для дальнейшего исследования.

2. Построение нескольких регрессионных моделей с разными спецификациями и поиск модели, которая наилучшим образом объясняет отток капитала из страны. При построении моделей множественной регрессии будет использоваться пакет Stata.

3. Тестирование состоятельности каждой из выбранных моделей. В данный раздел можно отнести как проверку на мультиколлинеарность факторов, присутствующих в модели, так и стандартный анализ p-value, t-статистики и R2.

Описание результатов каждой модели и исследования в целом

Способы оценки объемов вывоза капитала

До начала исследования необходимо выбрать наиболее подходящий способ оценки вывоза капитала, чтобы он был однозначен для большинства стран мира, и определить объясняющие переменные.

Отток капитала является основной переменной нашего исследования, зависимой переменной, показателем, изменение которого под влиянием других факторов мы будем анализировать.

Для выбора метода оценки оттока капитала для нашего исследования мы проанализировали три потенциальных способа оценивания масштабов движения капитала из страны: метод ЦБ РФ, метод Всемирного банка и оценка ПИИ. Эти методы имеют свои отличия. Так, если Всемирный банк строит свои расчеты на основе сальдо чистых активов, то есть на основе портфельных и прямых инвестиций, подчеркивая инвестиционный характер движения капитала, то Центральный банк РФ добавляет к этому производные финансовые инструменты и прочие инвестиции (3.1).

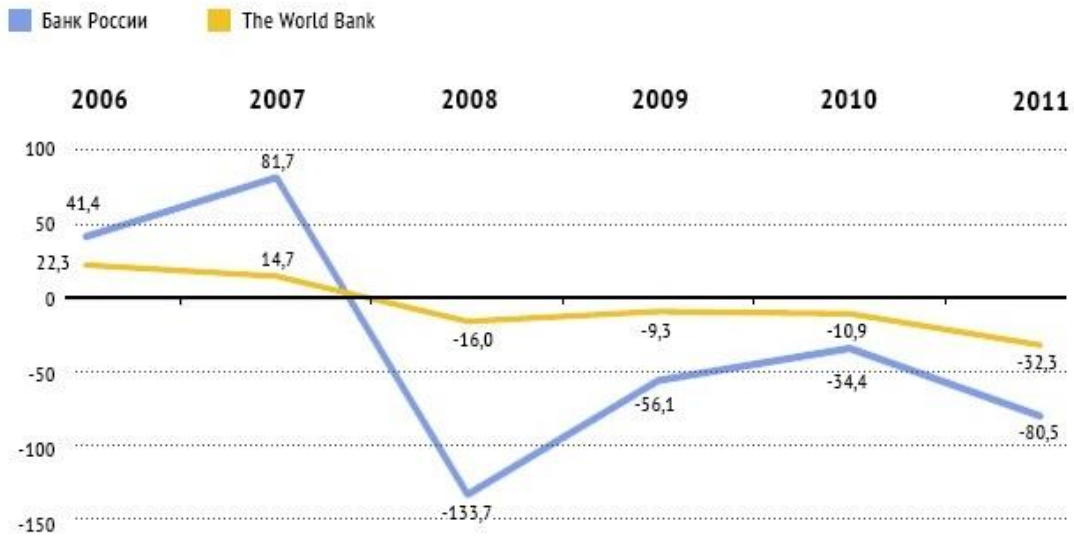


Рис. 3.1. Разница в оценке оттока капитала Банком России и Всемирным банком за период с 2006 по 2011 г. [84]

По мнению экспертов компании Ernst&Young, это мешает понять «экономическую суть транзакций», что ведет к ошибочному причислению некоторых статей расходов к понятию «экспорт» или «отток капитала», в итоге увеличивая его масштаб. К примеру, сделки поглощения и слияния отечественных компаний на международном рынке в российской практике относят к бегству капитала заграницу, хотя по своей экономической сути они таковыми не являются [84].

Подавляющее большинство стран вместо движения капитала рассматривает движение прямых иностранных инвестиций (ПИИ или FDI). Однако, опираясь на исследование Фернанда Бронера и других соавторов «Валовые потоки капитала: динамика и кризисы», можно вывести и четвертый способ, который заключается в расчете таких показателей, как отток капитала от внутренних (национальных) агентов (capital out flows by

domestic agents или COD) и приток капитала от иностранных агентов (capital in flows by foreigners или CIF) [160].

Манипулируя данными показателями, можно также вычислить чистый и валовой денежные потоки. В данном методе отток капитала, или COD, вычисляется как сумма прямых инвестиций, вывозимых из страны заграницу, активов портфельных инвестиций, активов «других» инвестиций и резервов, деленная на тренд номинального ВВП.

Таким образом, для исследования более реалистичными представляются второй и четвертый способы ввиду их широкой возможности применения. Иными словами, нам будет легче сформировать выборку по данным показателям на определенный год. Еще одним преимуществом четвертого метода является учет показателя ВВП, что и делает наш выбор в его пользу. Это позволяет не только учесть связь ВВП и оттока капитала в полученных значениях, но и создать более точные показатели динамики потоков капитала.

Выбор объясняющих переменных

Объясняющая переменная – это фактор, который имеет причинно-следственную связь с динамикой оттока капитала и может быть измерен. Он должен иметь одну методику оценки, чтобы его показатели могли быть применены ко всем странам выборки.

Помимо этого нами были приняты во внимание следующие критерии. Во-первых, количество моделей не должно быть слишком малым, чтобы можно было рассмотреть несколько (хотя бы две) из них с разным объясняющим влияние смыслом. Во-вторых, количество объясняющих переменных не должно быть слишком большим, так как это затруднит поиск более интересной и стабильной модели, а также усложнит сам анализ взаимосвязи факторов. В-третьих, система объясняющих переменных должна охватывать как можно больше аспектов или сфер, влияющих на отток капитала. Другими словами, в списке показателей должны быть как экономические переменные, так и переменные, охватывающие социальные, правовые и геополитические аспекты.

Экономические переменные были перенесены как из прошлого исследования, так и из существующих теорий международного движения капитала. Для отражения других переменных были использованы наиболее популярные и состоятельные индексы, которые были рассчитаны наиболее авторитетными организациями.

Таким образом, для нашего исследования, опираясь на описанные выше критерии, мы выбрали следующие объясняющие переменные:

1. Президентские и парламентские выборы в стране. Выборы – это сильный фактор влияния на сознание и решения потенциального инвестора. В результате выборов в стране может измениться политический курс,

который, в свою очередь, может повлиять на все аспекты и сферы существования страны. С другой стороны, в государстве может остаться и укрепиться уже существующий порядок. Выборы – важный элемент анализа инвесторами рисков своих вложений.

2. Показатель суммарной налоговой ставки. Он представляет собой сумму налогов и обязательных отчислений, уплачиваемых предприятиями страны после учета допустимых вычетов и льгот, и измеряется в доле от коммерческой прибыли. Высокое налоговое бремя служит одним из толчков к нелегальной миграции капитала и её офшоризации в странах с меньшей налоговой ставкой.

3. Импорт и экспорт товаров и услуг. Величина импорта и экспорта показывает степень участия страны в международной торговле. Также благодаря данным показателям может быть рассчитан показатель открытости или свободы национальной экономики. Импорт и экспорт говорят о возможностях предприятий, ведущих международную деятельность, и показывают развитие экономики в целом.

4. Инфляция в процентах от ВВП и в расчете на текущие цены. Один из методов борьбы государства (правительства) с инфляцией – перевод капитала заграницу. Инфляция – это, прежде всего, обесценивание денежной массы, а значит – и некоторых активов потенциальных инвесторов. Чем выше инфляция в стране, тем сильнее необходимость «заставить деньги работать», тем ниже реальная ставка процента.

5. Ставка процента банковских депозитов – еще один экономический показатель. Инвесторы сравнивают доходность реализуемого проекта и вклада этой же суммы в основной национальный банк под процент на срок реализации проекта. Если второе больше, то проект не имеет смысла реализовывать (если он не имеет социального характера направленности). Таким образом, чем меньше ставка процента, тем выше должен быть шанс, что проект будет реализовываться.

6. Ставка процента банковских кредитов. Чем выше данная ставка, тем невыгоднее предприятию, особенно развивающемуся, брать кредит у банка. Высокий процент может привести фирму к банкротству, к невозможности ответить по своим обязательствам. Таким образом, чем выше ставка процента под банковский кредит, тем меньше предприятий будет прибегать к заемным средствам. Следовательно, сокращается количество таких предприятий и их шанс на успех в экономической среде, а значит и интерес к ним потенциальных инвесторов.

7. Курс национальной валюты позволяет определить колебания стоимости валюты. Вклады населения в иностранную валюту считаются одним из факторов оттока капитала. Соответственно, чем сильнее колебания, тем выше мотивация населения вступить на валютный рынок в качестве продавца или покупателя национальной валюты.

8. Реальная ставка процента – это ставка процента по банковским депозитам минус ставка инфляции. Комбинированный показатель, который используется для сокращения переменных в модели.

9. Индекс степени развития бизнеса (BEoDI) измеряет степень защищенности инвесторов от раскрытия частной и финансовой информации, а также информации о собственности.

10. Индекс легкости ведения бизнеса (EoDBI) – высокий рейтинг (низкий числовой ранг) означает, что регуляторная среда способствует бизнес-операциям и деятельности в целом. Индекс является средним показателей страны по 10 факторам, рассматриваемым Всемирным банком: «Создание предприятий», «Получение разрешения на строительство», «Подключение к системе электроснабжения», «Регистрация собственности», «Получение кредитов», «Защита миноритарных инвесторов», «Налогообложение», «Международная торговля», «Обеспечение исполнения контрактов», «Разрешение неплатежеспособности», «Регулирование рынка труда». Общий рейтинг рассчитывается как простое среднее арифметическое этих факторов.

11. Индекс эффективности логистики (LPI) отражает восприятие логистики той или иной страны на основе эффективности процесса таможенного оформления, качества торговли и использования инфраструктуры, связанной с транспортом, простоты организации по конкурентоспособным ценам поставок, качества логистических услуг, возможности отслеживания и контроля грузов и частоты, с которой поставки достигают получателя в назначенное время.

12. Индекс силы юридических прав (SoLRI) измеряет степень, в которой законы, связанные с займом, банкротством и кредитом и защищающие права заемщиков и кредиторов, способствуют кредитованию фирм и населения. Индекс изменяется в диапазоне от 0 до 12, причем более высокие баллы указывают на законы, лучше разработанные для расширения доступа к кредитам.

13. Необходимое время для начала ведения бизнеса – это количество календарных дней, необходимых для завершения различных процедур, чтобы получить юридическое управление бизнесом. Если процедура может быть ускорена за дополнительную плату, то было выбрано соответствующее количество дней, независимо от стоимости услуги.

14. Индекс глобальной конкурентоспособности (Global Competitiveness Index, или GCI). Рейтинг конкурентоспособности основан на комбинации общедоступных статистических данных и результатов опроса руководителей компаний – обширного ежегодного исследования, которое проводится Всемирным экономическим форумом совместно с сетью партнерских организаций – ведущих исследовательских институтов и компаний в странах, анализируемых в отчете. GCI составлен из 113 переменных, ко-

торые объединены 12 слагаемых или составляющих конкурентоспособности, которые детально характеризуют конкурентоспособность стран мира, находящихся на разных уровнях экономического развития. Этими слагаемыми являются: «Качество институтов», «Инфраструктура», «Макроэкономическая стабильность», «Здоровье и начальное образование», «Высшее образование и профессиональная подготовка», «Эффективность рынка товаров и услуг», «Эффективность рынка труда», «Развитость финансового рынка», «Технологический уровень», «Размер внутреннего рынка», «Конкурентоспособность компаний» и «Инновационный потенциал».

15. Индекс свободы экономики (Index of Economic Freedom, или IoEF) – комбинированный показатель и сопровождающий его рейтинг, оценивающий уровень экономической свободы в странах мира. Эксперты Фонда определяют экономическую свободу как «отсутствие правительственного вмешательства или воспрепятствования производству, распределению и потреблению товаров и услуг, за исключением необходимой гражданам защиты и поддержки свободы как таковой». Индекс экономической свободы рассчитывается по среднему арифметическому десяти контрольных показателей: «Права собственности», «Свобода от коррупции», «Фискальная свобода», «Участие правительства», «Свобода предпринимательства», «Свобода труда», «Монетарная свобода», «Свобода торговли», «Свобода инвестиций», «Финансовая свобода». По каждому показателю странам выставляется оценка в баллах – от 0 до 100. Итоговый рейтинг рассчитывается как простая арифметическая 10 показателей [145].

16. Индекс восприятия коррупции (Corruption Perception Index, или CPI) призван оценить распространенность коррупции в государственном секторе. В рамках индекса коррупция определяется как любые злоупотребления служебным положением в целях личной выгоды и рассчитывается на основе как статистических данных, так и данных опросов. Источники, по которым рассчитывается индекс, измеряют общую степень распространенности коррупции (частотность, объем взяток) в государственном и экономическом секторах стран мира. Эти источники оценивают уровень восприятия коррупции экспертами, как живущими в конкретной стране, так и зарубежными, и представляют собой набор опросов предпринимателей, аналитиков по оценке коммерческих рисков и специалистов по конкретным странам из различных международных организаций. Индекс восприятия коррупции ранжирует страны и территории по шкале от 0 (самый высокий уровень коррупции) до 100 (самый низкий уровень коррупции) на основе восприятия уровня коррумпированности государственного сектора.

17. Экономическая классификация стран мира. Данный показатель определяет экономику страны в одну из трех групп: группа стран с развитой экономикой, группа с переходной экономикой и группа с развиваю-

щейся экономикой. Переменная основывается на данных организации World Economic Situation and Prospects (WESP), чьи исследователи стараются оценить основные экономические тенденции деятельности страны, для того чтобы правильно разграничить их. Показатель основывается в большей степени на темпах экономического роста.

Таким образом, были выделены ключевые, на наш взгляд, факторы, которые затрагивают основные области, влияющие на движение капитала. Среди них есть как экономические, так и неэкономические. В нашем исследовании мы проанализируем влияние этих факторов на величину оттока капитала в рамках модели множественной регрессии.

Особенности подготовки и сбора данных для построения модели

Для того чтобы правильно рассчитать изменение в оттоке капитала из каждой страны мира, как говорилось ранее, мы обратимся к исследованию «Валовые потоки капитала: динамика и кризисы» [160]. Данный показатель рассчитывается по следующей формуле:

COD = fdi_a + pi_a + oi_a +rsrv– для абсолютного значения,

где COD – отток капитала от внутренних (национальных) агентов;

fdi_a – прямые инвестиции заграницу, то есть покупка (или продажа) национальными агентами доли собственности в иностранных предприятиях в других странах;

pi_a – активы портфельных инвестиций. Ими являются все портфельные инвестиции национальных агентов за рубежом;

oi_a – другие инвестиционные активы.

Если мы предположим, что другие инвестиционные активы относятся к банковскому кредитованию, то они будут состоять из суммы кредитов, выданных нашими банками иностранцам. Дополнительные иностранные активы представляют rsrv-резервные активы, удерживаемые национальным центральным банком.

Также мы можем рассчитать долю оттока капитала в валовом внутреннем продукте страны. Для этого полученное выше значение необходимо поделить на значение номинального ВВП и умножить на 100%.

Оценка международного движения капитала в эконометрических моделях притока капитала в страну от иностранных агентов рассчитывается по формуле:

CIF = fdi_l + pi_l + oi_l– для абсолютного значения,

где CIF, или Capital Inflows by Foreigners, – приток капитала от иностранных агентов;

fdi_l – прямые инвестиции в экономику другой страны, то есть покупка (или продажа) иностранцами, доли в бизнесе в отечественной стране;

pi_l – обязательства портфельных инвестиций. Ими являются любые портфельные инвестиции, принадлежащие иностранцам и находящимся в нашей стране;

oi_l – другие инвестиционные обязательства. Если продолжать сравнение с банковским кредитованием, то данные обязательства будут состоять из суммы выданных кредитов населению отечественной страны иностранными банками, находящимися в нашей стране.

Мы использовали статистические данные по промежуточным показателям за 2014 г. из исследований и отчетов МВФ, а также из данных Юнстата. Таким образом, были рассчитаны значения по основным показателям и введена переменная чистого потока капитала, рассчитываемая как разность COD и CIF. Все экономические объясняемые переменные были взяты из данных Мирового банка по всем странам мира. Параметры по всем перечисленным в работе индексам были взяты из данных информационного-аналитического агентства «Центр гуманитарных технологий». После совмещения всех подсчитанных показателе для анализа выбрали следующие страны, данные по которым вошли в исследование: Australia; Austria; Bangladesh; Belarus; Belgium; Brasil; Canada; Chile; China, Hong Kong; China, Macao; Costa Rica; Cyprus; Chech Republic; Denmark; Estonia; Finland; France.

Было решено не удалять наблюдения, содержащие пропуски в данных объясняющих переменных по двум причинам. Во-первых, в построении конкретной модели переменная может не принимать участие, следовательно, будет утеряно несколько наблюдений, которые могли бы повлиять на результаты исследования. Во-вторых, даже если в эконометрической модели участвует переменная, по которой не приведено несколько значений, программа автоматически не учитывает эти наблюдения, при этом не удаляя их из общего массива данных. Однако если данные отсутствовали по составляющим зависимых переменных (COD и CIF), то такие наблюдения удалялись и не учитывались в дальнейшей работе.

Результаты исследования и их интерпретация

Особенности построения исследования

Перед тем как совместить данные в рамках нескольких эконометрических моделей, было введено несколько дополнительных переменных, рассчитанных по уже находящимся в массиве данным. Прежде всего, это показатель торговой открытости экономики, рассчитываемый как сумма экспорта и импорта, деленная на 2, а также процентное изменение курса национальной валюты к доллару. К массиву данных были добавлены еще 3 переменные, которые при построении модели должны были разнообразить ее спецификацию: логарифм абсолютного значения оттока капитала, логарифм переменной «Необходимое время для начала

ведения бизнеса» и логарифм баллов, которые получала страна при оценке индекса CPI [185].

Дальнейшее исследование разделено на две части. В первой части рассматривалось влияние вышеперечисленных экономических и неэкономических переменных на абсолютное значение оттока капитала от внутренних (национальных) агентов, логарифм этого абсолютного значения и доля потока оттока капитала от национальных агентов в номинальном ВВП страны. Во второй части анализировалась зависимость тех же факторов и чистого движения капитала, а также его долевого значения в номинальном ВВП. В каждой части использовался немного разный подход к расчету зависимой переменной и разное количество наблюдений (53 в первой части против 146 во второй). Это объясняется отсутствием информации по более детализированной статистике по развивающимся странам мира, которая была необходима для расчета оттока капитала от внутренних (национальных) агентов, используемого в первой части практического исследования.

При построении моделей переменные были разделены на 2 группы: группа числовых экономических показателей, чье изменение на условную единицу можно было охарактеризовать и описать, и группу переменных-индексов и бинарных переменных. При этом фактор степени развития экономики входил в обе группы.

Таким образом, в каждой части исследования были проанализированы по 2 базовых модели, устанавливающих связи зависимых переменных с чисто экономическими факторами и неэкономическими показателями отдельно, и одна модель, объединяющая в себе все перечисленные факторы.

В результате исследования нами было построено более 10 различных эконометрических моделей множественной регрессии, из которых, однако, лишь 3 показали положительный результат и прошли проверку на мультиколлинеарность. Рассмотрим эти модели с точки зрения их экономического содержания и дадим им интерпретацию.

Характеристика результатов исследования

Описание полученных моделей

Модель 1.

Общие характеристики модели 1:
Количество наблюдений – 29
F(3, 25) = 9.36
Prob> F = 0.0003
R-squared = 0.5290
Adj R-squared = 0.4724
Root MSE = 3.91

Остальные характеристики модели представлены в табл. 3.5.

Таблица 3.5

Модель множественной регрессии влияния экономических и неэкономических факторов на отток капитала от внутренних (национальных) агентов в процентах от номинального ВВП

Source	SS	df	MS
Model	429.195923	3	143.065308
Residual	382.210592	25	15.2884237
Total	811.406515	28	28.9788041

COD_per_GDP	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf. Interval]
real_interest_rate	-.4800868	.188533	-2.55	0.017	-.8683777 -.0917959
presidential_run	14.82187	3.039203	4.88	0.000	8.56251 21.08122
total_tax_rate	-.1453298	.0516875	-2.81	0.009	-.2517822 -.0388774
_cons	8.396727	2.185308	3.84	0.001	3.896002 12.89745

В данной модели при исключении незначимых факторов остались только: наличие выборов в стране, общее налоговое бремя и реальная ставка процента. Значение R2 равно 0,529, следовательно, построенная модель объясняет 52,9 процента регрессии и это неплохой результат, учитывая специфику исследования. Регрессия в целом имеет высокую значимость, значение Prob > Fгораздо меньше 0,05. Это значит, что H0 можно отвергнуть на 5% уровне значимости, то есть модель в целом значима. Показатель скорректированного R2 равен 47%, что не сильно отличается от обычного R2. Чем больше переменных мы добавляем, тем лучше они будут объяснять зависимую переменную, какими бы они ни были, показатель скорректированногоR2 учитывает это, показывая независимую оценку.

Уравнение регрессии в данной модели выглядит следующим образом: *COD_per_GDP = 8.39 – 0,48real_interest_rate + 14.8presidential_run – 0.14total_tax_rate.*

Коэффициенты перед переменными показывают, как изменяется отток капитала от внутренних (национальных) агентов при увеличении конкретного фактора на единицу. Так, при увеличении на 1 процентный пункт реальной процентной ставки можно ожидать уменьшения оттока капиталана 0,48% от ВВП, при увеличении налоговой нагрузки на 1 п.п., можно ожидать уменьшения оттока капитала на 0,14% от ВВП.

Модель 2.

Общие характеристики модели 2:

Количество наблюдений – 61

F(3, 57) = 11,72

Prob > F = 0.0000
R-squared = 0.3815
Adj R-squared = 0.3490
Root MSE = .21991

Остальные характеристики модели приведены в табл. 3.6.

Таблица 3.6

Модель множественной регрессии влияния экономических факторов на чистое движение капитала в процентах от номинального ВВП

Source	SS	df	MS
Model	1.70043117	3	.566810388
Residual	2.75655444	57	.048360604
Total	4.45698561	60	.074283093

Netcapitalflow_per	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf. Interval]
loan_interest_rate	-.3515508	.0930968	-3.78	0.000	-.5379739 -.1651277
Inflation_1	.3572957	.1008429	3.54	0.001	.1553613 .5592301
real_interest_rate	.3571362	.0990085	3.61	0.001	.1588752 .5553972
_cons	-.0410162	.069217	-0.59	0.556	-.1796209 .0975884

В данной модели также остались значимыми лишь три фактора: ставка по кредиту, реальная ставка процента и инфляция в процентах от ВВП. Показатель R2 меньше, чем в предыдущей, значит, эта модель хуже объясняет регрессию, однако это все равно удовлетворительный результат, так как взаимосвязь между экономическими факторами и переменной чистого потока капитала в процентах от номинального ВВП удалось измерить. Показатель скорректированного R2 практически не отличается от обычного R2, значит, количество переменных в эконометрической модели не сильно влияет на ее значимость. Значение Prob > F меньше, чем в первой результативной модели, значит, полученный результат значим.

Уравнение регрессии в данной модели выглядит следующим образом: *Netcapitalflow_per = -0.04 – 0,35loan_interest_rate + 0.35Inflation_1+ 0.35real_interest_rate.*

Интерпретация данной модели следующая: при увеличении на 1 п.п. процентной ставки по кредитам, чистый поток капитала уменьшится на 0,35 тыс. долл. США; при увеличении на 1 п.п. ставки инфляции, чистый поток капитала увеличится на 0,35 тыс. долл. США; при увеличении на 1 п.п. реальной ставки процента, величина чистого потока капитала увеличится на 0,35 тыс. долл. США.

Модель 3.

В заключительной модели все показатели были соединены в рамках одной модели множественной регрессии.

Общие характеристики модели 3:

Количество наблюдений – 67

F(3, 63) = 9,56

Prob > F = 0.0000

R-squared = 0.3128

Adj R-squared = 0.2801

RootMSE = .22095

Остальные характеристики модели приведены в табл. 3.7.

Таблица 3.7

Модель множественной регрессии влияния экономических и неэкономических факторов на чистое движение капитала в процентах от номинального ВВП

Source	SS	df	MS
Model	1.40007943	3	.466693142
Residual	3.07546187	63	.048816855
Total	4.4755413	66	.067811232

Net capital flow_per	Coef.	Std. Err.	t	P>|t|	[95% Conf. Interval]
parlamentary_election	-.1551293	.0616406	-2.52	0.014	-.2783082 -.0319504
time_to_start_business	.0040965	.0018719	2.19	0.032	.0003559 .0078371
loan_interest_rate	-.0191907	.0040468	-4.74	0.000	-.0272777 -.0111038
_cons	.1170571	.0518879	2.26	0.028	.0133674 .2207468

Последняя модель еще хуже объясняет построенную регрессию, показатель R2 равен всего лишь 31%, а скорректированного R2 – 28%. Уравнение регрессии в данной модели выглядит следующим образом: *Netcapitalflow_per = 0,11 – 0,019loan_interest_rate – 0,15parlamentary_election+ 0.004time_to_start_business.*

Коэффициенты перед переменными показывают, как изменяется чистое движение капитала при увеличении конкретного фактора на единицу. Так, например, если процентные ставки банков увеличатся на 1 п.п., чистое движение капитала уменьшится на 0,019 тыс. долл. США, если время, необходимое для начала бизнеса, увеличится на 1 день, чистое движение капитала увеличится на 0,004 тыс. долл. США. Переменные данной модели также прошли проверку на сильную зависимость между показателями.

Таким образом, в результате построения и проверки моделей ни в одной модели не осталось индексов, отвечающих за неэкономические аспекты развития страны. Это, в свою очередь, произошло из-за большого количества взятых индексов и их коррелированности между собой, так как большое количество индексов мы убрали до построения регрессионных моделей. Также на данный результат могла повлиять более сильная, для инвесторов, значимость экономических показателей по сравнению с приведенными в исследовании индексами.

Интерпретация полученных результатов и выводы по исследованию 2

Полученные результаты позволяют нам сделать следующие выводы. Адаптация капитала к меняющимся условиям внутренней и внешней среды происходит под влиянием экономических и неэкономических факторов. Это подтверждается следующими классическими и современными теориями, на которые мы опирались, выбирая объясняющие переменные для моделирования:

1. Теория миграции международного капитала Милля, который описал мотивы миграции капитала, уделяя внимание таким мотивам, как норма прибыли и норма накопления капитала. Он выделил две главные предпосылки, во-первых, в бедных (капиталом) государствах норма прибыли имеет тенденцию к повышению и, во-вторых, разница между нормой прибыли в родной стране и заграницей должна быть действительно существенной, так как она должна оправдывать риски, которые несет экспортер в процессе переноса капитала и налаживания производства в другом государстве. Данная теория может прослеживаться в относительно современной политике Японии, стране которая резко увеличила в промежуток с 1990-х по 2010-е гг. долю своего экспорта капитала в развивающиеся страны союза БРИКС и уменьшила его долю вывоза в США и другие развитые западные страны.

2. Теория Хекшера–Олина, которая устанавливает связь между движением капитала в заемной форме и спросом на него в различных странах. Капитал мигрирует из государств с низкой предельной производительностью в страны, где этот показатель выше. Важно, чтобы ссудный процент на капитал, то есть процент, который уплачивается за пользование заемными средствами, был ниже, чем предельная производительность капитала. Данная теория выделяет и другие факторы, влияющие на миграцию капитала: таможенные барьеры (они мешают ввозу товаров, тем самым толкая зарубежных поставщиков к ввозу капитала с целью организации производства в стране), стремление фирм к обеспечению гарантированного доступа к источникам сырья, склонность экономических субъектов к географической диверсификации капиталовложений, намерение избежать высокого налогообложения, а также политическая или экономическая близость между странами.

3. Марксистская теория движения капитала, которая основывается на том, что страны-экспортеры обладают избытком капитала и нуждаются в более прибыльных вложениях в зарубежных странах. Неомарксисты развили это положение и выделили дополнительные причины, которые инициируют вывоз капитала: усиление конкуренции среди монополий, повышение темпов экономического роста (это ведет к увеличению спроса на капитал), а также рост интернационализации производства [74].

4. Кейнсианская теория, которая объяснила движение капитала необходимостью финансирования ввоза товаров стран с отрицательным сальдо торгового баланса [32].

5. Концепция портфельной ликвидности Тобина Р., которая объяснила поведение инвестора желанием диверсифицировать инвестиционный портфель с учетом оценок доходности, ликвидности и риска [186].

6. Теории прямых инвестиций: теория производственного цикла Вернона, теория обменных курсов на несовершенных рынках капитала, теория интернационализации и эклектическая парадигма Даннинга. В них анализируются и обосновываются такие мотивы движения капитала, как жизненный цикл компаний, валютный риск, рост транснациональных компаний, их конкурентные преимущества и стратегия компаний [134, 140, 146, 147, 162, 188].

Как видим, вышеописанные теории, на которые мы опирались, также выделяют экономические и неэкономические мотивы миграции капитала. При этом, если рассматривать миграцию капитала как реакцию экономики/экономического субъекта на какие-либо события/условия внешней/внутренней среды, то изменение направления движения капитала, является его адаптацией. Она может происходить на основе защитного либо эволюционного механизма. В случае, например, бегства капитала из национальной экономики, мы можем наблюдать защитный механизм адаптации. В случае развития транснациональных компаний и их интернационализации, мы говорим об эволюционном механизме, поскольку речь идет о развитии, о создании новых форм сотрудничества и взаимодействия путем институциональных преобразований.

Результаты проведённого исследования можно назвать удовлетворительными: некоторая связь между перечисленными показателями и зависимыми переменными была установлена. Суммируя итоги проведенного исследования, можно заключить следующее:

1. Было построено более 10 различных эконометрических моделей множественной регрессии, из которых лишь 3 показали положительный результат и прошли проверку на мультиколлинеарность.

2. Переменные-индексы и переменные степени развития экономики не оказали значимого влияния на отток капитала от внутренних (национальных) агентов, чистое движение капитала и спецификации данных переменных за 2014 г.

3. В двух заключительных эконометрических моделях множественной регрессии достаточно значительное влияние на зависимые переменные оказывают переменные, характеризующие политические изменения в жизни государства: парламентские и президентские выборы.

4. Также в данных моделях значимое влияние оказывали экономические переменные, отвечающие за ставку процента по банковскому кредиту, реальную ставку процента и общая тяжесть налогового бремени.

5. Наблюдение переменных по Российской Федерации осталось в каждой из получившихся эконометрических моделей, а значит, полученные результаты можно трактовать и в рамках нашей страны.

Полученные конкретные результаты следует рассматривать лишь в рамках 2014 г., однако саму связь, влияние одних переменных на другие можно анализировать вне временных рамок.

Результаты работы поднимают два, на наш взгляд, интересных вопроса для дискуссии. Во-первых, почему влияние переменных-индексов оказалось незначимо во всех построенных моделях. Во-вторых, почему именно политические факторы так сильно взаимосвязаны с движением капитала. Первое может являться следствием субъективного характера опубликованных различными исследовательскими агентствами оценок. Здесь стоит обратить внимание на два факта. С одной стороны, сама структура составления рейтингов и индексов для различных стран мира включает в себя субъективный элемент. Это выражается в том, что часть расчетов коэффициентов, показателей и индексов проводится по результатам опросов крупных компаний и бизнесменов в разных странах мира. Сама природа опроса предполагает ту или иную долю субъективности в ответах на него. Опираться на такие данные нужно осторожно и желательно исключать их из расчета, оставляя только более объективные экономические показатели. С другой стороны, чем больше количество различных индексов и чем больше различных научно-информационных организаций, которые проводят и занимаются данными исследованиями, тем сильнее затрудняется принятие решения национальными и внутренними агентами.

В совокупности это может подрывать доверие потенциальных инвесторов (данных агентов) в такие способы оценки инвестиционной ситуации в стране, а следовательно, данные показатели не будут оказывать влияние на принятие ими решений. В итоге данные показатели не будут влиять в достаточной степени на движение капитала.

Что касается сильной значимости политических факторов, это можно объяснить степенью влияния государства на экономические процессы. Соответственно, от результатов политических выборов зависит не только политическая жизнь страны, но и в подавляющей мере экономический климат в государстве. Ко всему прочему также добавляется резкая проти-

воположность взглядов политических групп. Другими словами, при возможной перестановке политических сил экономические агенты подвергаются достаточно сильным экономическим рискам.

Наши ранние исследования подтвердили гипотезу о том, что неэкономические факторы оказывают существенное влияние на величину оттока капитала [52, 53, 54, 129, 169]. Более того, на основе результатов наших исследований можно предположить, что причина оттока капитала из российской экономики, зафиксированного в конце 2014 г., связана с геополитическим конфликтом.

Таким образом, институциональная среда, которая как раз и включает в себя неэкономические факторы, во многом определяет настроения экономических агентов. События последних лет – проводимая многими странами геополитика, итоги голосования по Brexit, результаты президентских выборов в США – показывают, что комплекс институциональных факторов существенным образом влияет на инвестиционный климат.

Следовательно, механизмы адаптации экономических субъектов формируются под воздействием как экономических, так и неэкономических факторов. Исследования, проводимые в области изучения факторов, влияющих на миграцию капитала, показывают, что среди неэкономических факторов особо значимыми являются политические. Наше исследование эти результаты подтверждает.

3.1.2. Исследование эффектов адаптации экономических субъектов

Ниже представлены результаты исследования, посвященного изучению эффектов от привлечения прямых иностранных инвестиций [51, 128]. Как указывалось выше, миграцию капитала мы рассматриваем как реакцию экономических субъектов на воздействие факторов внешней и внутренней среды. Мы ее называем адаптацией к изменившимся условиям, которая происходит вследствие того, что включаются особые адаптационные механизмы. Всегда ли позитивны те эффекты, которые можно получить от функционирования этих механизмов? И от чего зависит получаемый эффект? Эти вопросы рассматривались в ходе проведенного исследования. Мы изучали эффекты, получаемые национальными экономиками разных стран от привлечения прямых иностранных инвестиций. Измерялись эти эффекты влиянием, которые оказывают прямые иностранные инвестиции на экономический рост национальных экономик. Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) являются неотъемлемой частью и критерием международной интеграции экономики, и в последние 30 лет политики развивающихся стран все больше уделяют внимание их привлечению. Однако, несмотря на все признанные и теоретически обоснованные положительные эффекты ПИИ, такие как накопление капитала, повышение

продуктивности, и, следовательно, экономического роста, а также множество спилловер-эффектов, эмпирические исследования не всегда подтверждают позитивное влияние ПИИ на экономики стран [133].

Обзор исследований, посвященных изучению влияния прямых иностранных инвестиций на экономический рост

Прямые иностранные инвестиции уже давно являются объектом исследований в области экономики и финансов [98, 142]. Ранние экономические теории (классическая, неоклассическая, кейнсианская, марксистская и неомарксистская) рассматривали движение капитала в форме ссуд и портфельных инвестиций, не выделяя особо прямые иностранные инвестиции, отличительной особенностью которых является получение контроля над предприятием. Значительный рост прямых иностранных инвестиций во второй половине XX века дал толчок к возникновению теорий, объясняющих появление и развитие транснациональных корпораций (ТНК), а также их мотивы к осуществлению конкретных ПИИ. Основными теориями являются модель жизненного цикла продукта, теория обменных курсов на несовершенных рынках капитала, модель интернационализации, модель монополистических преимуществ, теории конкурентных преимуществ нации и эклектическая модель. Однако ни одна из перечисленных теорий не объясняет полностью все факторы ПИИ, описывая лишь их сущность в целом.

Рассмотрим исследования, посвященные изучению влияния прямых иностранных инвестиций на экономический рост.

Большинство исследований по теоретическому анализу влияния ПИИ на экономический рост сконцентрированы на нескольких конкретных факторах: накопление капитала и технологические спилловер-эффекты (экстерналии). В частности, идея о возможных положительных экстерналиях на внутренний сектор начала зарождаться в середине 1980-х гг. с появлением эндогенной модели роста американского экономиста П. Ромера. До этого неоклассические модели и модели экономического роста (например, экзогенная модель экономического роста Солоу, модель Бремса) объясняли влияние ПИИ на экономический рост лишь их участием в накоплении капитала [174]. Однако данные модели имели очевидный недостаток – они предусматривали, что само накопление капитала имеет только временный эффект для роста на душу населения, так как капитал обладает убывающей доходностью. Таким образом, данные модели предполагали временный эффект и от ПИИ. Долгосрочным же фактором роста на душу населения являлся лишь экзогенный и необъяснённый технологический прогресс. Неоклассические модели объясняли увеличение производительности труда лишь нейтральным научно-техническим прогрессом, который идет пропорционально с наращиванием капиталовооруженности

труда. То есть все страны с равным доступом к современным технологиям должны иметь близкие по значению темпы производительности труда при выходе на траекторию равновесного роста. Однако такое допущение справедливо разве что по отношению к развитым странам, тогда как странам Азии и Африки, например, не будет достаточно лишь доступа к технологиям [30]. Эта проблема, а также распространенное убеждение, что ПИИ, как двигатель перетекания технологий, должны влиять на технологический прогресс, вызывая долговременный экономический рост, подтолкнула ученых к созданию эндогенной теории экономического роста.

Эндогенная модель роста Ромера с так называемым фактором обучения в процессе практики и экстерналиями в виде «распространения знаний» развила новую ветвь в теории экономического роста. Данная модель решила проблему убывающей доходности капитала, присущую модели Солоу. Ромер предположил, что каждая единица инвестированного капитала имеет положительный эффект от приобретенных знаний не только на инвестируемую фирму, но и на экономику в целом, вызывая долгосрочный экономический рост. «Создание нового знания в одной фирме предполагает наличие положительного внешнего эффекта на возможности производства других фирм, так как знания не могут быть абсолютно запатентованы или скрыты» [178]. Ромер отмечал возможность возрастающего предельного продукта от «знаний». Таким образом, «знания», связанные с ПИИ экстерналии, считались факторами долгосрочного экономического роста.

Ромер также особо подчеркивал существование «разрыва в идеях» между развитыми и развивающимися странами. Он утверждал, что ПИИ являются важным инструментом для передачи этих знаний от развитых к менее развитым странам с помощью распространения внешних эффектов (спилловеров) на экономику в целом. Так, модель внешних эффектов ПИИ, разработанная Э. Боренштейном (1998), установила, что наличие иностранных компаний на внутреннем рынке делает проще доступ внутренних компаний к новым технологиям и производству новых типов средств производства. По Боренштейну, ТНК обладают более совершенными «знаниями», что позволяет им внедрять новые средства производства с минимальными затратами. Однако применение этих более совершенных технологий требует также наличия достаточного уровня человеческого капитала в стране-реципиенте. Таким образом, запас человеческого капитала в стране-реципиенте ограничивает способность использования (поглощения) технологий и других эффектов ПИИ в развивающихся странах [133].

Достоинство моделей внешних эффектов ПИИ в том, что они учитывают долгосрочный эффект на экономический рост. Однако такие модели

описывают лишь небольшой канал влияния ПИИ – технологические спилловеры. Они не учитывают прямые технологические изменения, которые включены в сами ПИИ. Инвестирование в создание нового предприятия, осуществляемое ТНК, напрямую влияет на технологический уровень страны-реципиента. ТНК играют важную роль в самом процессе производства. Участие иностранных владельцев также способствует технологическому прогрессу в результате обмена знаниями и техническими ноу-хау. В результате сотрудничества с инвесторами реципиенты ПИИ приобретают знания и опыт по управлению бизнесом с использованием новых технологий. Это увеличивает потенциал производственных мощностей, количество рабочих мест и, следовательно, стимулирует рост экономики.

Кроме человеческого капитала степень развития инвестиционного климата также способствует/препятствует положительному эффекту ПИИ. Чем более развиты экономическая и институциональная среды в стране-реципиенте, тем более привлекательна она для потенциальных инвесторов, тем больше вложений и, соответственно, спилловер-эффектов будет наблюдаться.

Несмотря на то, что все рассмотренные модели основывались на предположении о том, что ПИИ имеет положительное влияние на экономический рост, эмпирические исследования не подтвердили, что это предположение не имеет исключений. То есть положительное влияние ПИИ на экономический рост не должно рассматриваться как всеобщее правило.

Рассмотрим исследования, которые выявили наряду с позитивным и негативный эффект от прямых иностранных инвестиций.

В работе «Выгоды и риски финансовой глобализации» С. Смаклер, проанализировав мировой рынок капитала, пришел к выводу, что в последние десятилетия мировая финансовая интеграция усиливается год от года, ведомая потенциальными выгодами от финансовой глобализации [179]. По его мнению, одной из основных выгод финансовой глобализации является развитие финансового сектора. Несмотря на то, что финансовые рынки становятся крупнее и сложнее по мере интеграции с мировыми рынками, они увеличивают финансовые и инвестиционные возможности инвесторов и тех, кому нужны займы. Финансовые рынки, работая на глобальном рынке, расширяют возможности для диверсификации рисков и увеличивают степень потребления в мире. При этом С. Смаклер говорит, что существуют и негативные стороны у данного процесса, являющиеся вызовами для мирового сообщества. По его мнению, кризис 1990-х гг., случившийся после того, как многие страны провели либерализацию их финансовых систем, показал противоречивость идей финансовой глобализации. Страны, вовлеченные в данный процесс, стали менее защищены перед лицом внешних угроз и кризисов. На ранних стадиях, при условии от-

сутствия необходимой инфраструктуры, финансовая либерализация резко увеличивает риски. Более того, в финансово интегрированной экономике, число политических инструментов воздействия на экономическую систему резко сокращается.

Заслуживает внимания работа «От бума притока капитала до финансовой ловушки», написанная Р. Френкелем. В ней он рассмотрел высокозакредитованные страны с открытыми финансовыми рынками, которые находятся в процессе мировой финансовой интеграции (на примере некоторых стран Латинской Америки). Р. Френкель пришел к заключению, что волатильность свойственная потокам капитала, вызывает высокие экономические и социальные издержки в странах, вовлеченных в систему финансовой глобализации. Несмотря на то, что некоторым странам удается справиться с такими эффектами, большинство развивающихся стран оказывается в финансовых ловушках [153].

Для целей нашего исследования представляют интерес выводы, полученные Э. Чарльтоном в его работе «Либерализация рынка капитала и бедность». Он, приводя в пример работы некоторых экономистов, говорит о том, что либерализация рынка капитала не всегда прямо связана с экономическим ростом в развивающихся странах, более того, существует немало примеров, когда она вызывает макроэкономическую волатильность и увеличивает возможность возникновения финансовых кризисов [135]. По итогам собственного анализа, Р. Френкель приходит к выводу, что при либерализации финансовых рынков бедные слои получают наименьшую долю выгод и наибольшую долю рисков. Френкель приводит определенные доказательства, которые показывают негативное влияние финансовой глобализации на бедные слои в развивающихся странах [153]. Эти доказательства признаны многими специалистами, несмотря на то, что они признают, что достаточно сложно установить прямые связи между либерализацией и увеличивающимся уровнем бедности.

Также можно выделить исследование П. Вэнга и И. Вэна под названием «Двусторонние капитальные потоки и глобальные дисбалансы», проведенное при поддержке Национального научного фонда Китая и Федерального резервного банка Сент-Луиса [189]. Работа отталкивается от того, что финансовый капитал и основной капитал имеют тенденцию к движению между богатыми и бедными странами в противоположных направлениях, показывает определенные противоречия в стандартной неоклассической модели роста на примере США и Китая. В ней показано, как слабая развитость финансового рынка Китая может приводить к аномально высоким ставкам возврата на основной капитал при чрезмерно низких ставках возврата на финансовый капитал, что ведет к вытеснению сбережений домохозяйств, с одной стороны, и привлечению прямых иностранных инвестиций – с другой.

По итогам исследования экономисты дополнили стандартную неоклассическую модель роста, чтобы количественно объяснить двунаправленное движение капитала. Они доказали, что сложные финансовые условия в бедных странах, в частности отсутствие эффективной банковско-кредитной системы, ведет к недостаточному инвестированию со стороны фирм и чрезмерной склонности к сбережению со стороны домохозяйств. Данная работа оспаривает общепринятую концепцию глобального дисбаланса. Например, модель доказывает, что постоянные торговые дисбалансы являются устойчивыми, более того, количественный анализ, представленный в модели, показывает, что влияние массивных финансовых потоков (с развивающихся рынков в развитые) на мировую процентную ставку может быть количественно небольшой и незначимой, в отличие от гипотезы, представленной Б. Бернанке [131].

Среди российских исследований можно выделить работу А. Навоя «Структурный анализ международного движения капитала». В ней он проводит анализ платежного баланса РФ, по результатам которого приходит к выводу, что отличительная черта финансового счета платежного баланса РФ (в сравнении с балансами других развивающихся стран) в том, что в РФ высокая доля ссуд и займов в структуре привлеченного капитала. При этом иные формы привлечения капитала играют малую роль в экономике страны [81]. Автор приходит к заключению, что эффективность международного движения частного капитала для развития экономики РФ низка. Значительная часть движения капитала в стране обусловлена внеэкономическими мотивами.

Заслуживает внимания исследование О. Кузьминой, Н. Волчковой, Т. Зуевой «Прямые иностранные инвестиции и качество государственного управления в России» [165], опубликованное в 2014 г. Авторы протестировали гипотезу о том, что текущее государственное управление оказывает негативное влияние на ПИИ в российские регионы. Они показали, что высокое административное бремя, сильное давление регуляторов, криминогенная обстановка и коррупция (об этих факторах заявили представители регионального бизнеса) являются основными факторами, снижающими поток ПИИ в регионы.

Таким образом, на основе рассмотренных теорий ПИИ, а также исследований и моделей, описывающих влияние ПИИ на экономический рост страны, можно сделать следующие выводы:

1. Интеграция в мировую экономику посредством привлечения/осуществления ПИИ в основном положительно влияет на страны – участницы интеграции.

2. Каналы влияния ПИИ на экономический рост страны-реципиента можно подразделить следующим образом:

- накопление капитала, приводящее к краткосрочному экономическому росту;
- технологические внешние эффекты, ведущие к долгосрочному экономическому росту;
- прямые технологические трансферты, включенные в сами ПИИ, напрямую участвующие в процессе производства.

3. Положительное влияние ПИИ часто ограничено экономической институциональной средой страны-реципиента, а также величиной человеческого капитала.

Методика и основные этапы исследования

Гипотеза исследования состоит в том, что ПИИ влияют на развивающиеся страны меньше, чем на развитые в силу существования порогов в виде нездоровой институциональной и экономической сред.

Для подтверждения гипотезы нами был разработан следующий план исследования:

1. Анализ тенденций функционирования прямых иностранных инвестиций в России и за рубежом, в развитых и развивающихся странах.

2. Выбор факторов, влияющих на прямые иностранные инвестиции, для включения в модель.

3. Построение модели.

Анализ динамики ПИИ в России и в зарубежных странах подтвердил существование различий в характере влияния экономической и политической ситуации на потоки ПИИ для разных типов экономик. Данный анализ тенденций ПИИ помог выявить основные факторы, положительно влияющие на ПИИ, и, следовательно, на экономический рост, а также распределить их на 2 группы. Ниже приводится описание переменных, выбранных для включения в модель на основе проведенного анализа динамики ПИИ в России и зарубежных странах. В качестве источника значений переменных нами использовались статистические сборники [126, 155, 187].

Основные переменные

1. Зависимая переменная.

В качестве показателя экономического роста будет взят средний за год рост ВВП на душу населения как отражение продуктивности, ресурсов и уровня жизни в стране.

2. Отражение конвергенции.

Как было отмечено нами ранее, неоклассические модели, такие как модель Солоу, предполагали, что влияние ПИИ на экономический рост осуществляется исключительно за счёт накопления капитала в стране-реципиенте. Модель Солоу основывалась на классической производственной функции и поддерживала идею уменьшающейся отдачи от капитала.

Одним из следствий данной идеи стало условие процесса наверстывания, или конвергенции. То есть в экономиках, где капитал на работника меньший, тенденции к росту более высокие. Применительно к данному исследованию, это значит, что модель влияния ПИИ на экономический рост должна включать фактор стартового уровня ВВП на душу населения. В качестве стартового ВВП будет взят ВВП на душу населения для предыдущего периода. Мы предполагаем, что квадрат этого показателя отразит существование/отсутствие конвергенции. Конвергенция будет отражаться в отрицательном значении квадрата коэффициента при переменной. Рассмотренная нами литература основывается на теориях, связанных с конвергенцией, однако в практической части конвергенция едва ли учитывалась [174].

3. Объясняющая переменная.

Объясняющим фактором будет служить ПИИ, или, точнее, запас привлеченных ПИИ в процентах к ВВП. Главной причиной использования запаса ПИИ вместо притока является лаг, существующий между притоком ПИИ и его эффектом на реальную экономику. Продолжительный эффект от ПИИ, который был рассмотрен в предыдущей главе и проявляющийся главным образом в технологическом прогрессе, передаче ноу-хау и управленческих навыков, требует определенного времени. Таким образом, запасы ПИИ являются более точным отражением стабильного продолжительного эффекта на экономический рост. Чистые запасы ПИИ не будут использованы также в силу того, что, во-первых, передача технологий через запасы местных инвесторов в иностранные филиалы очень мала сравнительно с запасами привлекаемых ПИИ; во-вторых, целью исследования является анализ эффектов привлекаемых инвестиций, в том числе как источника спилловеров, а не оттоков. Запас привлекаемых ПИИ рассчитывается как часть всего капитала (собственного капитала, долговых обязательств, реинвестированных доходов) и резервов (включая удержанную прибыль), которую держит иностранный инвестор в предприятии данной экономики.

Также следует учитывать, что возможно наличие обратных зависимостей между ПИИ и экономическим ростом, то есть переменная ПИИ не полностью экзогенна. Эндогенный характер ПИИ может спровоцировать недостоверность модели. В теории данная проблема может быть решена с помощью включения инструментальных переменных. Хорошим инструментом является переменная, которая сильно коррелирует с ПИИ, но не с ошибкой регрессии. Проблема состоит в том, что не существует идеальных инструментов. Однако теоретический анализ, проведенный ранее, показал, что ПИИ является двигателем как накопления капитала, так и технологического прогресса, тем самым сильно увеличивая экономический

рост. Экономический же рост является только одним из множества факторов, влияющих на ПИИ. С этой точки зрения ПИИ будет рассматриваться как экзогенный фактор.

Также следует обратить внимание на то, что ПИИ не является единственным фактором экономического роста, что приводит к возможности пропущенных переменных в модели. Включение в качестве регрессора только ПИИ приведет к смещенным результатам, охватывающим и другие факторы экономического роста. Мы попытаемся исключить проблему эндогенности, используя несколько дополнительных объясняющих переменных. Таким образом, целью исследования является не сравнение влияния ПИИ на экономический рост с другими его факторами, а оценивание влияния именно ПИИ, а также влияние ПИИ под воздействием ряда факторов. Только рассматривая другие факторы, влияющие на экономический рост, можно будет оценить изолированный эффект ПИИ. Однако включить все возможные контрольные переменные представляется невозможным из-за недостатка данных, что, возможно, может привести к некоторым неточностям.

К основным переменным модели будут добавлены экономические и неэкономические показатели, влияющие на экономический рост через влияние на ПИИ. Эти факторы будут отражать инвестиционную привлекательность стран. Как было выяснено, положительный эффект ПИИ на экономический рост часто встречает препятствие в виде экономического состояния страны-реципиента и состояния институциональной среды. Взаимосвязь влияния ПИИ на экономический рост и факторов инвестиционной среды будет проверено посредством включения переменной взаимосвязи (ПИИ умноженный на соответствующий фактор). Данный метод не был обнаружен в литературе, что позволяет взглянуть на влияние ПИИ по-новому.

Экономические факторы

4. Внутренние инвестиции.

Включение данной переменной было вызвано двумя предположениями: внутренние инвестиции имеют меньшее влияние на экономический рост, чем ПИИ, из-за отсутствия спилловеров в таком объеме, как у ПИИ; внутренние инвестиции – фактор инвестиционного климата страны. В зависимости от знака переменной взаимосвязи ПИИ и внутренних инвестиций можно будет сделать следующие предположения. Если знак отрицательный, то, скорее всего, ПИИ «вытесняют» внутренние инвестиции с рынка капитала и товаров, тем самым уменьшая их влияние на рост ВВП. Если знак положительный, то, вероятно, ПИИ способствуют увеличению внутренних инвестиций за счет увеличения продуктивности через спилловер-эффекты. Инвестиционная привлекательность, которую несет в себе

показатель внутренних инвестиций, возникает из-за того, что иностранный инвестор не будет вкладывать деньги в страну, в которой местные инвестиции не интенсивны [149]. Внутренние инвестиции рассчитывались в текущих долл. США как валовое накопление капитала за вычетом чистого притока ПИИ. Причиной именно такого расчета являлось то, что валовое накопление капитала уже включает инвестиции от иностранных инвесторов. Таким образом, исследование будет включать именно отдельный эффект инвестиций внутри страны.

5. Государственный профицит/дефицит – счет текущих операций (Current Account Balance, CAB).

Данный фактор отражает общую макроэкономическую ситуацию в стране. Обычно, чем меньше показатель, тем стабильнее экономика. Несмотря на то, что в долгосрочном периоде дефицит может быть фактором экономического роста (за счёт повышенных государственных расходов), все же мы будем ожидать отрицательную корреляцию. Показатель рассчитан в процентах к ВВП.

6. Открытость торговли.

Показатель рассчитан как сумма импорта и экспорта в проценте в ВВП в текущих долл. США. Способствует экономическому росту благодаря импорту технологий (как и ПИИ), а также отражает экономическую конкурентоспособность, то есть является фактором инвестиционного климата.

7. Стабильность уровня цен.

Выражается в уровне инфляции и рассчитан как годовой рост дефлятора ВВП в процентах. В общем случае, чем ниже показатель, тем стабильнее цены.

Институциональные факторы

8. Политические права.

Данная переменная отражает сразу несколько критериев эффективности правительства: процесс выборов, политический плюрализм, функциональность государства (например, уровень коррупции). Рассчитана в виде балла, где 1 – самый высокий уровень политической свободы, 7 – самый низкий [152].

9. Гражданские свободы.

Так же как и политические права, переменная рассчитана в виде баллов, где 1 – самый высокий уровень гражданской свободы, 7 – самый низкий. Включает в себя такие аспекты, как свобода веры и выражения, право на свободные организации, верховенство права.

Несмотря на то, что человеческий капитал является сильным двигателем ПИИ и, как следствие, экономического роста, в модель данный фактор включен не будет. Нецелостность данных для измерения указанного

фактора делает его рассмотрение невозможным. Однако это формирует базу для будущих исследований.

Далее на основе выбранных факторов была построена модели экономического роста (с помощью пакета STATA), которая позволила оценить влияние ПИИ на экономический рост.

Результаты исследования и их интерпретация

Влияние прямых иностранных инвестиций на экономический рост развитых стран

Для построения модели зависимости ВВП от ПИИ для развитых стран были использованы панельные данные, а именно, наблюдения для 10 стран в период 1983–2013 гг. В панели нет пропущенных значений, таким образом, общее количество наблюдений равно 320. Для изучения особенностей данных и взаимосвязей перед построением модели проведем описательный анализ количественных переменных для панельных данных (табл. 3.8).

Таблица 3.8

Описательные статистики количественных переменных

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations	
GDP_gr~h	overall	1.550683	2.063182	-6.025203	7.662327	N =	320
	between		.2651429	.9899508	1.862544	n =	10
	within		2.047743	-5.49005	7.535063	T =	32
FDI	overall	25.24743	17.74552	1.657181	95.7181	N =	320
	between		9.337612	8.950489	42.78216	n =	10
	within		15.36833	-4.89518	78.18337	T =	32
Domest~v	overall	20.02388	8.02261	-65.6784	34.8888	N =	320
	between		4.048601	9.29848	23.20081	n =	10
	within		7.040169	-54.95299	33.09911	T =	32
Gov_Ba~e	overall	-.0440603	4.88867	-12.65845	16.18686	N =	320
	between		3.851169	-5.138681	7.040527	n =	10
	within		3.241743	-12.85897	9.102268	T =	32
TradeO~n	overall	33.71427	12.59532	13.15941	82.78056	N =	320
	between		11.96887	18.08243	60.11709	n =	10
	within		5.413822	21.65553	56.37774	T =	32
Price_~l	overall	3.962245	3.9735	-5.204966	24.67572	N =	320
	between		1.652065	1.841416	7.56222	n =	10
	within		3.65029	-5.566671	21.07575	T =	32

Из табл. 3.8 видно, что разброс значений довольно сильный для наблюдений в целом, не учитывая панельную структуру данных. Так, рост ВВП варьируется от сильно отрицательных значений до высоких положительных. Интересно также отметить, что в среднем по выборке у стран отмечен отрицательный государственный баланс, то есть долг. Цены же в среднем увеличивались не намного – инфляция около 4%. Однако максимальные значения инфляции сильно отличаются от минимальных, что может привести к выбросам, смещающим коэффициенты. Межстрановые (Between) стандартные отклонения показателей довольно сильные, что наводит на мысль о возможности ненаблюдаемых эффектов стран на регрессоры. Как было рассмотрено выше, страны, имеющие разные первоначальные условия (такие, как институциональная среда, экономика и др.), могут сильно влиять на ПИИ и, следовательно, на экономический рост. Показатели внутри стран также варьируются с течением времени, на что указывают стандартные отклонения within. Таким образом, следует рассмотреть обычную модель, а также модель, включающую фиксированные эффекты.

Чтобы перейти к самим моделям сначала рассмотрим матрицу корреляций для количественных переменных (табл. 3.9).

Таблица 3.9

Матрица парных корреляций количественных переменных

	GDP_gr~h	FDI	Domest~v	Gov_Ba~e	TradeO~n	Price_~l	Polit_~t
GDP_growth	1.0000						
FDI	-0.2369*	1.0000					
Domestic_Inv	0.0786*	-0.4680*	1.0000				
Gov_Balance	-0.0182*	0.1280*	-0.2792*	1.0000			
TradeOpen	-0.0411*	0.4485*	-0.4880*	0.4082*	1.0000		
Price_stabil	0.0930*	-0.2983*	0.1924*	-0.0818*	-0.3105*	1.0000	
Polit_right	-0.0771*	-0.0805*	0.0550*	-0.0881*	-0.0683*	0.1943*	1.0000

Как видно, коэффициенты корреляции, превышающие 0,8, отсутствуют. Мультиколлинеарности между данными переменными нет, таким образом, все переменные можно включать в модель.

После построения модели по всем переменным, стало очевидно, что значимость имеют только 4 фактора и ПИИ незначим, что не совсем отражает теоретическую базу исследования. Тест Кука не выявил выбросов, поэтому можно попробовать исключить наиболее незначимые факторы без исключения каких-либо наблюдений и сравнить первоначальную модельm0 и модель без наименее значимых переменных m1 (табл. 3.10).

Таблица 3.10

Таблица коэффициентов регрессий

	m0 b/p	m1 b/p
FDI	0.221	0.224*
	0.227	0.024
Domestic_Inv	0.152***	0.145***
	0.001	0.001
Gov_Balance	0.033	
	0.607	
TradeOpen	0.044*	0.048*
	0.044	0.011
Price_stabil	-0.069	-0.072
	0.174	0.133
Polit_right	0.008	
	0.997	
Civil_liber	0.042	
	0.952	
Dom_FDI	-0.003***	-0.003***
	0.000	0.000
Balan_FDI	0.002	0.003*
	0.420	0.011
Open_FDI	-0.001	-0.001*
	0.053	0.013
Pstab_FDI	0.004	0.004
	0.096	0.063
PR_FDI	-0.182	-0.185*
	0.338	0.041
CL_FDI	0.031	0.034
	0.525	0.189
GDP0_2	-0.000***	-0.000***
	0.000	0.000
_cons	-2.027	-1.954
	0.418	0.109
R-sqr	0.192	0.191
AdjR-sqr	0.155	0.162
dfres	305	308
AIC	1330.3	1324.7
BIC	1383.1	1366.1
P-value	0.000	0.000
N	320.0	320.0

Влияние факторов на экономический рост развитых стран

Можно заметить, что значимость ПИИ изменилась при исключении некоторых незначимых переменных. В целом, модель m1 является предпочтительной по критериям AIC и BIC, поэтому будем опираться на нее как на базовую модель для развитых стран.

Однако очень вероятно, что рассмотренные коэффициенты не отражают действительности, так как они могу коррелировать с ненаблюдаемыми фиксированными для стран эффектами. Однако модель 3с фиксированными эффектами для стран и тест гипотезы о равенстве коэффициентов при фиксированных переменных помогли выяснить, что гипотеза о равенстве коэффициентов нулю (F-тест: Prob> F = 0.5244) не отвергается. Таким образом, модель не содержит каких-либо фиксированных эффектов для стран.

Таким образом, модель m1 является наилучшей. На ее основе можно сделать следующие выводы:

1. ПИИ остается (является) значимым, положительно влияющим фактором для экономического роста развитых стран;
2. Один из двух институциональных и три из четырёх экономических факторов инвестиционного климата, описанных в модели, значительно влияют на эффект ПИИ на экономический рост;
3. Существует отрицательная взаимосвязь между влияниями внутренних инвестиций и ПИИ на экономический рост. То есть, скорее всего, ПИИ «вытесняют» внутренние инвестиции с рынка капитала и товаров, тем самым уменьшая их влияние на рост ВВП;
4. Внутренние инвестиции имеют гораздо меньшее влияние на экономический рост, чем ПИИ;
5. Несмотря на то, что открытость торговли предполагает положительное влияние на привлечение ПИИ, коэффициент при их взаимосвязи отрицательный. Это можно объяснить тем, что ограничительные меры стран, уменьшающие открытость торговли, стимулируют ПИИ, как выход для инвесторов;
6. Хорошая институциональная и экономическая среда значительно повышает эффективность влияния ПИИ на экономический рост развитых стран;
7. С ростом ВВП на душу населения экономический рост замедляется. Таким образом, у развитых стран можно наблюдать признак конвергенции.

Влияние прямых иностранных инвестиций на экономический рост развивающихся стран

Для построения модели зависимости ВВП от ПИИ для развивающихся стран были использованы панельные данные, а именно, наблюдения для 11 стран в период 1994–2013 гг. В панели нет пропущенных значений, таким образом, общее количество наблюдений равно 220.

Для изучения особенностей данных и взаимосвязей перед построением модели, проведем описательный анализ количественных переменных для панельных данных (табл. 3.11). Из таблицы видно, что, как и для развитых стран, разброс значений довольно сильный для наблюдений в целом, не учитывая панельную структуру данных.

Таблица 3.1.1

Описательные статистики количественных переменных

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations	
GDP_gr~h	overall	3.159668	4.05846	-12.65359	18.32408	N =	220
	between		2.272024	1.115446	9.111348	n =	11
	within		3.428827	-12.22653	18.22608	T =	20
FDI	overall	20.33733	16.57527	.8037201	121.3187	N =	220
	between		9.467331	6.355105	35.02066	n =	11
	within		13.88832	-5.307402	106.6354	T =	20
Domest~v	overall	19.56092	9.456353	-1.484711	46.11606	N =	220
	between		9.032513	4.967875	37.73936	n =	11
	within		3.861941	6.384756	30.25094	T =	20
Gov_Ba~e	overall	-.2895991	5.0622	-12.77209	20.23745	N =	220
	between		3.702345	-6.190712	6.295673	n =	11
	within		3.620461	-12.60678	15.1354	T =	20
TradeO~n	overall	26.5409	10.44937	7.057658	56.18004	N =	220
	between		9.855698	11.24557	47.31115	n =	11
	within		4.525676	14.88963	37.94855	T =	20
Price_~l	overall	24.92934	157.1005	-5.665685	2302.841	N =	220
	between		36.69558	1.609386	127.3583	n =	11
	within		153.1367	-97.50486	2200.412	T =	20

Интересно также отметить, что в среднем по выборке у стран отмечен отрицательный государственный баланс, то есть долг, что ожидаемо, так как даже у развитых стран была отмечена эта особенность. Цены же в среднем увеличивались колоссально – средняя инфляция по всей выборке около 25%. Однако видно, что это, скорее всего, происходит из-за отдельных аномалий внутри стран. Можно предположить, что Бразилия, например, сильно сместила среднее из-за ее гиперинфляции в 1980–1990 гг. Такие наблюдения могут сместить истинные коэффициенты в модели, поэтому будут проведены тесты на выбросы. Межстрановые (Between) стандартные отклонения показателей довольно сильные, что наводит на мысль о возможности ненаблюдаемых эффектов стран на регрессоры. Как было рассмотрено в предыдущей главе, страны, имеющие разные первоначальные условия (такие, как институциональная среда, экономика и др.), могут сильно влиять на ПИИ и, следовательно, на экономический рост. Показатели внутри стран также варьируются с течением времени, на что указы-

вают стандартные отклонения within. Таким образом, следует рассмотреть обычную модель, а также модель, включающую фиксированные эффекты.

Чтобы перейти к самим моделям, сначала рассмотрим матрицу корреляций между количественными переменными (табл. 3.12). Как видно, коэффициенты корреляции, превышающие 0,8, отсутствуют. Мультиколлинеарности между данными переменными нет, таким образом, все переменные можно включать в модель.

Таблица 3.12

Матрица парных корреляций количественных переменных

	GDP_gr~h	FDI	Domest~v	Gov_Ba~e	TradeO~n	Price_~l	Polit_~t
GDP_growth	1.0000						
FDI	-0.1409*	1.0000					
Domestic_Inv	0.3916*	-0.2565*	1.0000				
Gov_Balance	0.3002*	-0.2272*	0.0125*	1.0000			
TradeOpen	-0.0170*	0.4741*	-0.2145*	-0.0597*	1.0000		
Price_stabil	-0.0319*	-0.0788*	0.0012	0.0241*	-0.1429*	1.0000	
Polit_right	0.2888*	-0.0336*	0.2267*	0.4293*	-0.0867*	-0.0686*	1.0000

Построив модель со всеми переменными, выяснили, что значимость имеют только 4 переменных и ПИИ незначим, что не совсем отражает теоретическую базу исследования. Однако тест Кука выявил выброс (табл. 3.13).

Таблица 3.13

Тест Кука на выявление выбросов

Country	Year	cooksd
Brazil	1994	21.34146

Как было отмечено нами ранее, гиперинфляция в Бразилии сильно может сместить общие коэффициенты по странам, поэтому было решено удалить данный год наблюдения для данной страны.

Однако очень вероятно, что рассмотренные коэффициенты не отражают действительности, так как они могут коррелировать с ненаблюдаемыми фиксированными для стран эффектами. Модель с фиксированными эффектами для стран и тест гипотезы о равенстве коэффициентов при фиксированных переменных нулю помогли выяснить, что гипотеза о равенстве коэффициентов нулю отвергается. Таким образом, модель содержит фиксированные эффекты для стран и следует включать бинарные пе-

ременные для стран. Включив фиксированные переменные для стран (табл. 3.14) и построив полную модель со всеми переменными m1 и модель с удаленными наименее значимыми переменными m2, мы отметили, что значимость ПИИ изменилась.

Таблица 3.14

Коэффициенты регрессий. Влияние факторов на экономический рост развитых стран

	m1TD b/se	m1TDFE b/se
TD_t0	-0.075	0.000
	(0.16)	(.)
TaxR	0.049	0.103***
	(0.04)	(0.02)
Size_ln	0.044*	0.046*
	(0.02)	(0.02)
Growth	0.343*	0.204*
	(0.17)	(0.10)
Prof	-0.044	0.150
	(0.11)	(0.08)
Tang	-0.605***	-0.115
	(0.12)	(0.18)
Risk	-0.000	-0.000*
	(0.00)	(0.00)
Div	0.075	0.081*
	(0.06)	(0.03)
comp_2		0.091
		(0.12)
comp_3		0.249**
		(0.08)
comp_4		-0.251***
		(0.07)
comp_5		0.368**
		(0.12)
comp_6		-0.126
		(0.10)
comp_7		0.066
		(0.09)
comp_8		0.017
		(0.13)
comp_9		0.010
		(0.09)
_cons	-0.407	-0.666
	(0.38)	(0.42)
R-sqr	0.447	0.815
AdjR-sqr	0.403	0.785
dfres	99	92
AIC	-51.7	-155.8
BIC	-30.3	-115.5
P-value	-30.254	-115.529
N	108.0	108.0

В целом, модель m2 является наиболее значимой по критериям AIC и BIC, поэтому будем опираться на нее как на базовую модель для развивающихся стран. Таким образом, модель m2 является наилучшей. На ее основе можно сделать следующие выводы:

1. ПИИ остается значимым, положительно влияющим фактором для экономического роста развивающихся стран.
2. Два из четырёх экономических и один из двух институциональных факторов инвестиционного климата, описанных в модели, значительно влияют на эффективность ПИИ для экономического роста.
3. Взаимосвязь между влияниями внутренних инвестиций и ПИИ на экономический рост незначима. То есть количество внутренних инвестиций не влияет на эффект ПИИ.
4. Внутренние инвестиции имеют большее влияние на экономический рост, чем ПИИ.
5. Несмотря на то, что открытость торговли предполагает положительное влияние на привлечение ПИИ, коэффициент при их взаимосвязи не значим.
6. Хорошая институциональная и экономическая среды значительно повышают эффективность влияния ПИИ на экономический рост развивающихся стран.
7. С ростом ВВП на душу населения экономический рост замедляется. Таким образом, у развивающихся стран можно наблюдать признак конвергенции.

Таким образом, были выяснены основные характеристики влияния ПИИ на экономический рост развитых и развивающихся стран. По моделям экономического роста можно сделать следующие главные выводы о различии влияния ПИИ на разные типы стран:

1. ПИИ оказывают положительное влияние на экономический рост обоих типов стран, однако эффект по развитым странам больше, что согласуется с выдвинутой гипотезой, учитывая подтвержденную значимость факторов экономической и институциональной сред.
2. В то время как ПИИ в развитых странах имеют бóльшее влияние на экономический рост по сравнению с внутренними инвестициями, в развивающихся странах ситуация прямо противоположная.

Эти выводы дают возможность судить о том, что в развитых странах институциональная и экономическая среды и, скорее всего, человеческий капитал позволяют получать всецелый эффект от ПИИ, то есть как накопление капитала, так и спилловер-эффекты. В развивающихся же странах, скорее всего, существуют пороги, снижающие эффекты от ПИИ, такие как недостаточный уровень человеческого капитала и слабые экономическая и институциональная среды. Тот факт, что модель выявила, что институциональные и экономические факторы имеют положительное влияние на

эффект ПИИ, на экономический рост, как для развитых, так и для развивающихся стран, подтверждают вышеописанные суждения. Таким образом, влияние ПИИ на экономический рост определённо имеет положительный характер, однако уровень этого влияния зависит от характеристик стран. То есть гипотеза о том, что ПИИ влияют на развивающиеся страны меньше, чем на развитые, в силу существования порогов в виде нездоровой институциональной и экономической среды, подтвердилась.

В целом, наше исследование позволяет сделать следующий вывод. Адаптация экономических субъектов с помощью адаптационных механизмов не всегда может привести к позитивным эффектам. Результаты нашего исследования показывают, что эффект может зависеть от уровня развития человеческого капитала а также институциональной среды и состояния экономики.

3.2. Исследование особенностей формирования механизмов адаптации на микроуровне

Одно из основных и важных решений, которые принимаются собственниками и менеджерами на микроуровне, на уровне фирмы – это решение о структуре капитала. Изменение структуры капитала может происходить под воздействием разных факторов – стоимость капитала, рост компании, стратегия развития, изменение структуры акционеров. Мы можем также говорить об адаптации структуры капитала к меняющимся условиям. Цель нашего исследования – рассмотреть существующие теории о структуре капитала и результаты современных исследований для выявления определенных закономерностей. Эти закономерности мы проверили на выборке российских компаний нефтегазового сектора. Результаты исследования помогут нам определить, какие факторы влияют на адаптацию структуры капитала.

3.2.1. Исследование особенностей структуры капитала российских компаний нефтегазового сектора

Обзор классических и современных теорий структуры капитала

Теории структуры капитала нацелены на поиск оптимального соотношения заемных и собственных средств, если он существует. Такой оптимум считается достигнутым, если рыночная оценка стоимости фирмы максимальна.

Фундаментом всех современных исследований структуры капитала являются следующие классические теории: теория Модильяни–Миллера, компромиссная теория капитала, теория иерархии финансирования, теория агентских издержек.

Согласно **теории Модильяни–Миллера (ММ)** (1958) [171], стоимость компании не зависит от структуры ее финансирования при выполнении ряда предпосылок. Структура капитала просто изменяет распределение денежных потоков между владельцами собственного капитала и заемного. Стоимость компании зависит лишь от стоимости ее реальных активов и не зависит от видов выпущенных ценных бумаг [10]. Однако теория ММ основана на ряде строгих предположений, одним из которых является совершенная конкуренция на рынке.

Модели ММ дали толчок открытию других теорий структуры капитала. Так, в 1973 г. вышла работа Крауса и Литценбергера – **компромиссная теория** структуры капитала. Авторы утверждали, что с увеличением доли заемного капитала в общей его структуре компания повышает возможность банкротства, то есть ее финансовый риск. Таким образом, оптимальная структура капитала достигается уравнением сегодняшней стоимости издержек банкротства, возникающих из-за дополнительного заемного капитала, с сегодняшней стоимостью налогового щита [164]. Компромиссная теория предполагает следующие отношения переменных к структуре капитала:

1. Положительное влияние размера фирмы на финансовый леверидж (соотношение обязательств к собственному капиталу, далее – леверидж).
2. Положительное влияние доходности активов на леверидж.
3. Положительное влияние налогового щита на леверидж и противоположное влияние недолгового налогового щита [141].
4. Отрицательное влияние производственного риска компании на леверидж.

Теория иерархии финансирования (Майерс, Майлуф, 1984 г.) рассмотрела компромиссную теорию с учетом асимметрии информации на рынке. Согласно данной модели, асимметрия информации влияет на предпочтения в финансировании [154]. Согласно теории, сначала компания предпочитает использовать внутреннее финансирование, то есть реинвестировать нераспределенную прибыль [172, 173]. Вторым по приоритету средством финансирования является привлечение заемного капитала. Эмиссия акций– последний этап, к которому надо прибегать только в случае невозможности остальных. Теория иерархии финансирования предполагает следующие отношения переменных к структуре капитала:

1. Отрицательное влияние размера фирмы на леверидж. Крупные компании меньше подвержены проблеме асимметрии информации [166].
2. Отрицательное влияние доходности активов на леверидж.
3. Отрицательное влияние потенциала роста компании на леверидж. Майерс [172, 173] утверждал, что компании такого типа воспринимаются кредиторами как рискованные, что ведет к препятстви-

ям в кредитовании компании на выгодных условиях. Таким образом, компании остается только 2 опции финансирования по иерархии финансирования.

4. Отрицательное влияние производственного риска компании на левередж.

Теория агентских издержек (Дженсен, Меклинг, 1976; Дженсен, 1986) связывает структуру капитала и агентские издержки, возникающие при разделении агента и принципала, а также кредитора и акционера. Теория агентских издержек предполагает следующие отношения переменных к структуре капитала:

1. Большой потенциал роста компании означает большой объем ожидаемых инвестиций, что влечет за собой меньший объем свободного денежного потока и, следовательно, меньшую необходимость контролировать менеджеров с помощью выплат процентов. Это ведет к меньшей необходимости левериджа. Чем компания прибыльнее (до выплаты процентов), тем больше у нее свободных денежных средств, тем больше уровень долга нужен для невелирования агентских проблем.
2. Коэффициент дивидендных выплат и левередж взаимозаменяемые средства для предотвращения агентских издержек, возникающих из-за свободного денежного потока, таким образом, существует обратная зависимость левериджа и коэффициента дивидендных выплат.
3. Большой потенциал роста компании и, соответственно, ожидаемые инвестиции предполагают агентские проблемы (акционера-кредитора), следовательно, кредиторы запросят высокую стоимость за долговые средства, что влечет за собой нежелание компании поддерживать высокий уровень долга.

Существует множество современных эмпирических исследований, направленных на проверку теорий структуры капитала. Мы рассмотрим 4 исследования, касающиеся разных теорий, которые помогут определить, каким образом лучше строить модель левериджа, а также какие моменты не были учтены в существующих работах.

Исследование Фамы и Френча (2002) [150] касается теории иерархии и компромиссной теории. Оно имело несколько целей. Авторы утверждают, что компромиссная теория предполагает целевой уровень долговой нагрузки, к которому фирма движется в каждом периоде. Поэтому регрессия левериджа на его определяющие факторы рассматривается как функция целевой долговой нагрузки. Теория иерархии не предполагает, что фирма имеет целевой левередж, следовательно, его регрессия – простое описание поведения фирм с разными показателями в отношении заемного капитала.

Регрессия левериджа Фамы и Френча строится следующим образом. Данные для модели содержат показатели более чем для 3000 фирм в период 1965–1999 гг. Зависимой переменной является леверидж (сначала по балансовой, затем по рыночной стоимости) в периоде t+1. Объясняющими факторами являются:

1. Рентабельность «наличных» активов. Прокси для данной переменной – операционная прибыль в периоде t.

2. Инвестиционные возможности. Прокси – рыночная цена, деленная на активы, в периоде t.

3. Недолговой налоговый щит. Прокси – расходы на НИОКР, деленные на активы, в периоде t. Также амортизация, деленная на активы, в периоде t.

4. Волатильность доходов и чистых денежных потоков, а также другие эффекты, относящиеся к размеру фирмы. Прокси – логарифм активов, в периоде t.

Также был использован коэффициент дивидендных выплат, прежде «очищенный» от эндогенности.

Проведя исследование, авторы выяснили, что отдельные положения, которые встречаются в обеих рассматриваемых теориях, подтверждаются.

Исследование подтверждает теорию иерархии в отношении обратной зависимости прибыльности компании и левериджа. Одновременно авторы находят слабое подтверждение пункта компромиссной теории о том, что существует целевой уровень долга.

Вторая работа, результаты которой мы рассмотрим, – **исследование Леммона, Зендера и Робертса (2008)** [167]. Они анализировали кросс-секционные данные структуры капитала нефинансовых фирм и выяснили, что леверидж почти не изменяется с течением времени. Фирмы с высоким (низким) левериджем сегодня остаются с таким же уровнем левериджа еще 20 лет. Этот вывод одинаков применительно к публичным и непубличным компаниям, а также не изменяется, если компания становится публичной. Данная неизменчивость левериджа связана с наличием ненаблюдаемых характеристик и особенностей на уровне фирмы. Такие особенности объясняют большую часть дисперсии структуры капитала. Около 90% дисперсии левериджа объясняются именно такими фиксированными особенностями фирм, тогда как другие факторы (размер фирмы, отрасль и т. д.) ответственны только за 10%.

Авторы исследования утверждают, что одна из причин неизменности левериджа во времени – высокие затраты на изменение его уровня. Модель Леммона, Зендера и Робертса показывает, что фирмы используют свою финансовую политику для поддержания уровня левериджа в узких рамках. Авторы строят модель левериджа, учитывая разные факторы (например, рентабельность, размер фирмы, волатильность денежных потоков

и т. д.), но особое внимание стоит уделить фактору начального левериджа (левередж в первом периоде). Так как авторы выяснили, что структура капитала почти не меняется, и менеджмент фирм держит его на определенном уровне, они решили добавить данный фактор. Таким образом, авторы исследования сделали вывод о том, что, так как уровень левериджа неизменен с течением времени, главные определяющие его факторы также должны быть неизменными. То есть среди объясняющих переменных структуры капитала обязательно должны быть факторы, определяющие специфику конкретных фирм. До данного исследования такие факторы были упущены, что приводило к погрешностям [170]. Тем не менее, в некоторых работах авторы приходили к похожим выводам. Например, Бэван и Дэнболт (2004) доказали, что характер влияния определяющих факторов левериджа изменяется в зависимости от метода и модели, использованных для анализа [132]. Особенное значение для характера влияния имеет факт наличия или отсутствия специфических факторов конкретных фирм.

Следующее исследование, которое мы считаем важным для наших целей, – **работа Ана (2012)** [127]. Цель данного исследования – определить, в какой мере налогообложение влияет на структуру капитала. Модель Ана основана на идее наличия реакции компаний на изменение политики налога на прибыль в Китае в 2008 г. Тогда ставка на налог увеличилась для мультинациональных компаний. Ан предлагает использовать подход difference-in-difference, который позволяет определить, значимо ли какое-либо событие для анализируемого фактора, и какое направление имеет влияние этого события. Данные были взяты для периода 2002–2008 гг. для 45 687 компаний. В качестве зависимой переменной автор взял «debtratio», равное обязательствам, деленным на активы. В качестве контрольных переменных были взяты следующие факторы:

1. Логарифм активов. Взят в качестве прокси для размера компании.
2. Категорийная переменная, обозначающая индустрию, в которой оперирует компания.
3. Категорийная переменная, обозначающая локацию компании
4. Фиксированные эффекты времени.
5. Фиксированные эффекты компаний (Ан обосновывал включение данного фактора результатами исследования Леммона, которое было рассмотрено ранее в настоящей работе).

Таким образом, исследования авторы выяснили, что изменение налогообложения влияет на структуру капитала. Данный вывод, как утверждает автор, применим не только для китайских фирм, но также и для фирм других стран.

Наконец, последнее исследование, которое является широко упоминаемым и может быть релевантным для данной работы, – исследование **Леммона и Зендера (2010)** [167]. Они внесли свой вклад в существовавшую литературу следующим образом. Авторы включили в уже сущест-

вующие модели, проверяющие теории структуры капитала, фактор долгового потенциала. Данный фактор определяет, насколько легко компания может привлечь заемные средства. В качестве индикатора долгового потенциала авторы использовали меру вероятности доступа компании к рынку долговых обязательств. В качестве прокси-переменной для данной вероятности авторы использовали наличие рейтинга облигации у компании. Авторы рассмотрели выводы Фамы и Френча (2002) и Франка и Гойала (2003) [150, 151], которые тестировали гипотезу о том, что компании, которые чаще остальных выполняют эмиссию облигаций, – маленькие и быстрорастущие. Такие компании чаще всего сталкиваются с высокой асимметрией информации, следовательно, их поведение должно согласовываться с теорией иерархии финансирования. Однако исследования Фамы и Френча и Франка и Гойала доказали обратное, то есть несоответствие данной теории.

Леммон и Зендер в своей работе изменили рассмотренные модели, несогласующиеся с теорией иерархии. Они показали, что именно маленькие и быстрорастущие фирмы сталкиваются с наибольшими ограничениями долгового потенциала. То есть частые эмиссии акций маленьких компаний не обязательно влекут за собой вывод о несоответствии теории иерархии.

Рассмотренные теоретические основы структуры капитала сформировали базу для методологии нашего исследования.

Факторный анализ структуры капитала

Методология факторного анализа структуры капитала

Модель построена по 9 компаниям нефтегазового сектора по данным за период 2003–2014 гг. Для исследования были использованы данные по российским нефтегазовым компаниям. Нефтегазовый сектор был нами выбран исходя из его значимости для российской экономики. Компании, работающие в этом секторе, являются крупнейшими налогоплательщиками [29]. Интерес к исследованию особенностей российских компаний, вызван еще и тем, что тема структуры капитала в российских компаниях практически не раскрыта в существующих работах, которые, как правило, посвящены зарубежному рынку.

Выборка, по которой была построена модель структуры капитала, состоит из 9 компаний нефтегазового сектора, которые были отобраны на основе рейтинга РБК «500 крупнейших компаний по выручке» за 2016 г. из тех компаний, которые представляли нефтегазовый сектор.[2] Также мы руководствовались наличием всех необходимых данных и диверсифицированностью выборки с точки зрения видов деятельности компаний.

[2] РБК 500 [сайт]. URL: http://www.rbc.ru/rbc500/ (дата обращения: 10.04.2017)

Рассмотрим основные характеристики выборки (табл. 3.15).[3]

Таблица 3.15

Описание компаний, использованных в модели

Форма собственности	Компания	Деятельность	Дата регистрации	Персонал,чел.	Дочерние компании, шт.
ПАО	Газпром	Торговля твердым, жидким и газообразным топливом и подобными продуктами;	25.02.1993	5000 и более	192
ПАО	Лукойл	Геолого-разведочные, геофизические и геохимические работы в области изучения недр и воспроизводства минерально-сырьевой базы;	22.04.1993	1001-5000	59
ПАО	Роснефть	Добыча сырой нефти	07.12.1995	1001-5000	87
ОАО	Сургутнефтегаз	Добыча сырой нефти	27.06.1996	5000 и более	18
ПАО	Транснефть	Транспортирование по трубопроводам нефти и нефтепродуктов;	26.08.1993	1001-5000	29
ПАО	Татнефть им. В.Д.Шашина	Добыча сырой нефти и нефтяного (попутного) газа	20.12.2001	5000 и более	125
ПАО	АНК Башнефть	Добыча сырой нефти	13.01.1995	5000 и более	26
ПАО	НОВАТЭК	Торговля оптовая твердым, жидким и газообразным топливом и подобными продуктами	16.08.1994	501-1000	27
ОАО	Славнефть - Мегеоннефтегаз	Добыча сырой нефти	23.09.1996	1001-5000	3

Как можно видеть, компании выборки довольно сильно различаются по основным видам деятельности (по ОКВЭД). Большинство компаний занимаются добычей сырой нефти. Также в основном компании были созданы еще в СССР, однако есть и сравнительно молодые компании. Все компании относятся к разряду крупных с численностью персонала в основном от 1000 человек и более.

Мы провели финансовый анализ отчетности выбранных ний.[4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11] В результате проведенного анализа мы сделали следую-

[3] Спарк [сайт]. URL: https://www.spark-interfax.ru/ (дата обращения: 20.03.2017)

[4] Новатэк [сайт]. URL: http://www.novatek.ru (дата обращения: 20.04.2017)

[5] Башнефть. Акционерная нефтяная компания [сайт]. URL: http://bashneft.ru (дата обращения: 20.04.2017)

[6] Транснефть [сайт]. URL: https://www.transneft.ru (дата обращения: 20.04.2017).

[7] Сургутнефтегаз. Открытое акционерное общество [сайт]. URL: http://www.surgutneftegas.ru (дата обращения: 20.04.2017)

[8] Роснефть. На благо России [сайт]. URL: https://www.rosneft.ru (дата обращения: 15.04.2017)

[9] Роснефть» закрыла сделку по покупке «Башнефти» [сайт]. URL: http://www.rbc.ru/business/12/10/2016/57fe50029a7947a28afaf48c (дата обращения: 20.04.2017)

[10] Лукойл. Нефтяная компания [сайт]. URL: http://www.lukoil.ru (дата обращения: 15.04.2017)

[11] О «Газпроме» [сайт]. URL: http://www.gazprom.ru/about/ (дата обращения: 10.04.2017)

щий вывод. Несмотря на то, что тенденции отрасли, детерминанты деятельности компаний, в нее входящих, а также ее регулирование распространяются на все нефтегазовые компании, их финансовое состояние сильно различается. Различия обусловлены особенностями стратегий компаний по финансированию, управлению запасами и ликвидностью.

Зависимая переменная (финансовый рычаг)

Ранние работы использовали лишь одну прокси-переменную для зависимой переменной [130]. Однако возможности и стратегии решения по финансированию компании зависят от типа обязательства, который берется в расчет [161]. Например, решение по долгосрочному кредиту дается с большим трудом и затратами. По этой причине были использованы 2 прокси для финансового рычага:

1. Долгосрочные обязательства/Собственный капитал (*LTD*)
2. Коэффициент концентрации заемного капитала = Совокупные обязательства/(Совокупные обязательства + Собственный капитал) = Совокупные обязательства/Активы (*TD*)

В первом случае были использованы именно долгосрочные обязательства, так как такой тип обязательств в большей мере содержит процентные долги. Краткосрочные же обязательства содержат кредиторскую задолженность и резервы предстоящих расходов, которые не влекут за собой процентные платежи. Второй случай нацелен на учет также и краткосрочных обязательств, так как все же они в некоторой степени содержат процентные долги.

Для измерения активов, обязательств и собственного капитала было решено использовать их балансовые стоимости.

Независимые переменные

1. Начальный леверидж (*TD_t0, LTD_t0*). Показывает, насколько важен выбор начальной структуры капитала при определении структуры капитала в будущем. В качестве прокси переменной вслед за Леммон, Зендер и Робертс [167] был взят показатель левериджа, соответствующий первому непропущенному значению для каждой фирмы. Таким образом, для учета эффекта данного фактора использовались показатели левериджа за 2000 г. Мы предполагаем, что начальный леверидж значим и положительно влияет на структуру капитала.

2. Размер компании (*Size_ln*). В качестве прокси переменной взят показатель натурального логарифма выручки, что соответствует существующим исследованиям [167, 168]. Был использован именно логарифмированный показатель, так как при использовании обычного возникала проблема мультиколлинеарности, а именно корреляции факторов размера компании и риска (приложение 1). Влияние данной переменной на структуру капитала предсказывается по-разному, в зависимости от теории. Компромиссная теория предполагает положительную зависимость, в то

время как теория иерархии финансирования – отрицательную. Мы ожидаем положительную связь вслед за компромиссной теорией.

3. Потенциал роста компании и ожидаемые возможности инвестирования (*Growth*). В литературе для этих двух переменных используются одинаковые прокси. Действительно, чем больше потенциал роста компании, тем больше ее ожидаемые возможности инвестирования. В качестве прокси был взят показатель изменения активов $(A_t - A_{t-1})/A_t$ вслед за Фама и Френч [150]. Рост активов – это текущие инвестиции, но, если инвестиции осуществляются на постоянной основе, рост активов также может служить прокси для потенциала роста компании и ожидаемых инвестиций [150]. Теория иерархии финансирования предполагает отрицательное влияние потенциала роста компании на леверидж, так же как и теория агентских издержек (через ожидаемые инвестиции). Мы ожидаем скорее положительную связь, так как наша выборка состоит из крупных и рейтинговых фирм, что ценят кредиторы, соответственно выдавая кредиты на выгодных условиях.

4. Доходность активов (*Prof*). В качестве прокси-переменной взят показатель прибыль до налогообложения/активы. Теория агентских издержек, как и компромиссная теория предполагает положительное влияние переменной на леверидж. Теория иерархии финансирования предполагает отрицательное влияние. Мы согласны с компромиссной теорией и ожидаем положительное влияние.

5. Осязаемость активов (*Tang*). В качестве прокси-переменной взят показатель основные средства/совокупные активы (осязаемость). Фактор нематериальных активов не был задействован, так как данные по таким активам опубликованы не для всех компаний. Данная переменная является классической детерминантой структуры капитала [137]. Чем больше у фирмы доля осязаемых активов, тем больше у нее возможность использовать их в качестве обеспечения кредита. То есть существует положительное влияние осязаемости активов на леверидж. Мы также ожидаем подобного эффекта.

6. Производственный риск (*Risk*). Данный тип риска определяет, насколько волатильна выручка компании, в какой мере изменяется прибыль компании при изменении выручки. В качестве прокси переменной взят показатель стандартного отклонения операционной прибыли, рассчитанный по данным за 2 года, предшествующих данному периоду, и данным по самому периоду. Такой выбор был сделан вслед за Rivera[177]. Компромиссная теория предполагает отрицательную связь показателя с левериджем, как и теория иерархии финансирования. Мы согласны с теориями и ожидаем отрицательное влияние.

7. Налоговый щит (*TaxR*). С 01.01.2009 в РФ уменьшилась ставка налога на прибыль с 24 до 20% [12]. Мы не могли использовать difference-in-

[12] Федеральная налоговая служба [сайт]. URL: https://www.nalog.ru/rn77/ (дата обращения: 15.03.2017)

difference анализ как Chen [136, 137], так как все фирмы были подвержены данному изменению, однако мы включили фиктивную переменную, отражающую время до вступления закона (значение переменной 0) и время после (значение переменной 1). Компромиссная теория предполагает, что компании после уменьшения ставки увеличивают заемные средства, чтобы налоговый щит остался тем же. Мы согласны с теорией и ожидаем такого же результата.

8. Коэффициент дивидендных выплат (Div). В качестве прокси переменной взят показатель коэффициент дивидендных выплат, рассчитанный как выплаченные дивиденды/ чистая прибыль. Теория агентских издержек предполагает отрицательную связь показателя с левериджем. Мы согласны с данной теорией и ожидаем отрицательное влияние.

Что касается недолговых налоговых щитов, то в качестве прокси-переменной мог быть взят лишь показатель амортизация/совокупные активы либо расходы на НИОКР/совокупные активы, вслед за множеством исследований [150]. К сожалению, данные показатели не открыты для общего пользования, и фактор недолговой налоговый щит не был учтен в модели. Долговой потенциал, который рассматривали в качестве одного из факторов левериджа в современном исследовании, мы посчитали нерелевантным для данного исследования. Причиной решения является то, что выборка для модели состояла из крупных и рейтинговых фирм, у которых в принципе нет каких-то ограничений в доступе к долговому рынку финансирования.

Используемые способы расчета прокси-переменных, расположение показателей в отчетностях компаний, а также используемые сокращения представлены в виде сводных таблиц в приложении 2.

Перед построением модели все данные были скорректированы на инфляцию[13]. Для каждого наблюдения показатели данного года рассчитывались на основании данных по предыдущему году, что давало возможность учесть решение компании по структуре капитала именно с учетом ретроспективных данных. Исключение составляют прокси для переменных начальный леверидж (это просто константа для каждого года, следующего за первым из наблюдаемых), изменение налогового законодательства и коэффициент дивидендных выплат, так как решение по структуре капитала проходит одновременно с появлением данных переменных. Также, чтобы учесть ненаблюдаемые эффекты, индивидуальные для каждой фирмы (как в работах, рассмотренных в теоретической части), были использованы фиксированные эффекты для фирм. Фиксированные эффекты для годов также были включены в модель. Модель была построена с помощью статистического пакета STATA.

[13] Федеральная служба государственной статистики [сайт]. URL: http://www.gks.ru (дата обращения: 15.03.2017)

Факторный анализ структуры капитала российских компаний нефтегазового сектора

Для построения модели структуры капитала для российских компаний нефтегазовой отрасли были использованы панельные данные. Доступность данных позволила отобрать наблюдения для 9 компаний в период 2003–2014 гг. Были рассмотрены 2 модели с разными прокси зависимых переменных: первая рассматривает TD как прокси финансового левериджа, вторая – LTD.

В панели нет пропущенных значений, таким образом, общее количество наблюдений – 108. Для изучения особенностей данных и взаимосвязей был проведен описательный анализ количественных переменных для панельных данных перед построением модели (табл. 3.16).

Таблица 3.16

Описательные статистики количественных переменных

Variable		Mean	Std. Dev.	Min	Max	Observations	
TD	overall	.3605107	.239013	.0508883	.8621479	N =	108
	between		.2110301	.0599786	.7219718	n =	9
	within		.131041	.0418746	.7845211	T =	12
LTD	overall	.5619554	1.007808	.0000115	4.790914	N =	108
	between		.7671413	.0159745	2.380138	n =	9
	within		.6983353	-1.802619	2.972732	T =	12
Size_ln	overall	19.92414	1.156542	17.60876	22.22064	N =	108
	between		1.021121	18.61602	21.88499	n =	9
	within		.6341084	17.70973	21.28069	T =	12
Growth	overall	.1023098	.15971	-.1740374	.7531954	N =	108
	between		.0799678	.0299984	.246623	n =	9
	within		.1406053	-.189402	.6088822	T =	12
Prof	overall	.1886046	.2390145	.0066438	1.766536	N =	108
	between		.1261668	.0790664	.502119	n =	9
	within		.2069935	-.1461776	1.453021	T =	12
Tang	overall	.2437062	.2030795	.0003545	.6726718	N =	108
	between		.2001379	.0073555	.5334586	n =	9
	within		.0728282	.0329978	.4870899	T =	12
Risk	overall	4.92e+07	7.37e+07	134995.2	3.49e+08	N =	108
	between		6.98e+07	8767267	2.29e+08	n =	9
	within		3.25e+07	-4.96e+07	1.69e+08	T =	12
Div	overall	.2392232	.2449191	0	1.432975	N =	108
	between		.0788378	.1653162	.431283	n =	9
	within		.2332572	-.0292193	1.490235	T =	12

Источник: Расчеты авторов, проведенные с помощью программы STATA.

Из таблицы 3.16 видно, что разброс значений довольно сильный для наблюдений в целом, не учитывая панельную структуру данных. Так, потенциал роста варьируется от сильно отрицательных значений до высоких положительных.

Риск и коэффициент дивидендных выплат также подвержены сильным колебаниям. Доля основных средств в активах компаний в среднем составила 24%, данный показатель сильно варьируется по выборке.

Межфирменные (Between) стандартные отклонения показателей довольно высокие, что наводит на мысль о возможности ненаблюдаемых эффектов компаний на регрессоры. Как было рассмотрено выше, ненаблюдаемые эффекты компаний могут сильнее всего влиять на структуру капитала. Показатели внутри компаний также варьируются с течением времени, на что указывают стандартные отклонения within. Интересно отметить, что для обеих зависимых переменных (TD, LTD) стандартные отклонения «between» выше, чем «within». Это значит, что финансовый леверидж варьируется больше от компании к компании, чем от одного временного периода к другому в рамках одной компании. Таким образом, следует рассмотреть обычную модель, а также модель, включающую фиксированные эффекты.

Чтобы перейти к самим моделям, сначала рассмотрим матрицу парных корреляций для количественных переменных (табл. 3.17).

Таблица 3.17

Матрица парных корреляций количественных переменных

	TD	LTD	Size_ln	Growth	Prof	Tang	Risk
TD	1.0000						
LTD	0.7659*	1.0000					
Size_ln	0.0479*	0.1189*	1.0000				
Growth	0.3830*	0.2768*	-0.0940*	1.0000			
Prof	0.0556*	-0.0756*	-0.2818*	0.3700*	1.0000		
Tang	-0.5939*	-0.3907*	0.2475*	-0.3987*	-0.2072*	1.0000	
Risk	-0.1645*	-0.1508*	0.6888*	-0.1072*	-0.1374*	0.4108*	1.0000
Div	0.2018*	0.0536*	0.1413*	-0.0675*	-0.0665*	-0.1667*	-0.0020

	Div
Div	1.0000

Источник: Расчеты авторов, проведенные с помощью программы STATA.

Как видно из таблицы, коэффициенты корреляции, превышающие 0.8, отсутствуют. Мультиколлинеарности между переменными нет, таким образом, все переменные можно было включать в модель.

Модель TD

Мы построили модель m1TD, результаты чего представлены в табл. 3.18. Чтобы быть уверенным, что последующая проверка t-статистик корректна, остатки были проверены на нормальность с помощью проверки гипотез:

H0: остатки распределены нормально

H1: распределение остатков отлично от нормального

Гипотезы были проверены с помощью тестов Шапиро–Уилка и Шапиро–Франчия (табл. 3.19, 3.20).

Таблица 3.18

Коэффициенты регрессии.
Влияние факторов на структуру капитала

	m1TD b/p
TD_t0	-0.075
	0.646
TaxR	0.049
	0.218
Size_ln	0.044*
	0.026
Growth	0.343*
	0.044
Prof	-0.044
	0.691
Tang	-0.605***
	0.000
Risk	-0.000
	0.387
Div	0.075
	0.233
_cons	-0.407
	0.293
R-sqr	0.447
AdjR-sqr	0.403
dfres	99
P-value>F	99.0
N	108.0
MSS	2.735
RSS	3.4

Источник: Расчеты авторов, проведенные с помощью программы STATA.

Таблица 3.19

Результат теста Шапиро–Уилка

Shapiro-Wilk W test for normal data

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
e1	108	0.98771	1.082	0.175	0.43040

Источник: Расчеты авторов, проведенные с помощью программы STATA.

Таблица 3.20

Результат теста Шапиро–Франчия

Shapiro-Francia W' test for normal data

Variable	Obs	W'	V'	z	Prob>z
e1	108	0.99051	0.920	-0.165	0.56571

Источник: Расчеты авторов, проведенные с помощью программы STATA.

Оба теста показали, что гипотеза о нормальном распределении остатков H0 принимается на 5%-ном уровне значимости (вероятность нормального распределения больше 0,05).

Далее, чтобы коэффициенты были наиболее приближенными к истинным, надо было проверить наличие выбросов. Для этого был использован показатель Cook's Distance. Данный показатель для всех наблюдений вышел <1, соответственно, выбросов не было обнаружено.

Построив модельm1TDco всеми переменными, было замечено, что значимость имеют лишь 3 переменных из 8. Хотя R-sq. довольно высокий (45%), очень вероятно, что включенные коэффициенты не отражают действительности, так как они могут коррелировать с ненаблюдаемыми, фиксированными для компаний, эффектами. Также могут иметь значение эффекты для годов, например, по той причине, что доступность рынка заемных средств эволюционировала с течением времени.

Чтобы проверить, насколько необходимо рассмотрение моделей с фиксированными эффектами для годов и компаний, были построены соответствующие регрессии и проведены тесты гипотезы о совместном равенстве коэффициентов при фиксированных переменных нулю:

H0: коэффициенты при фиксированных эффектах совместно равны 0

H1: коэффициенты при фиксированных эффектах совместно не равны 0

F-тест для модели с фиксированными эффектами для годов помог выяснить, что нет оснований отвергнуть гипотезу H0 о равенстве коэффициентов нулю (Prob> F = 0.8622) (приложение 3). Таким образом, модель с фиксированными эффектами для годовдалее не рассматривались.

Однако F-тест для проверки аналогичной гипотезы для фиксированных эффектов компаний показал, что H0 отвергается (Prob> F = 0.0000) (приложение 4). Таким образом, модель с фиксированными эффектами для компаний нужно было учесть.

Сравнение модели m1TD с моделью m1TDFE с фиксированными эффектами для компаний приведено в табл. 3.21. Как видно из таблицы учет фиксированных эффектов для компаний увеличил количество значимых переменных (с 3 до 5). Также видно, что R-sq. повысился с 45 до 82% при учете фиксированных эффектов компаний. Таким образом, 82% дисперсии (изменчивости) структуры капитала объясняется выбранными факторами и константой, включенными в модель с фиксированными эффектами для компаний. То есть модель m1TDFE лучше описывает реальность. Однако модель не смогла учесть начальный леверидж из-за проблемы коллинеарности. В целом, модель m1TDFE является предпочтительной по критериям AIC и BIC, поэтому было решено опираться на нее как на базовую модель с зависимой переменной TD .

Таким образом, модель m1TDFE является наилучшей. На ее основе были сделаны следующие выводы:

1. Ненаблюдаемые эффекты для компаний объясняют большую часть вариации структуры капитала, что согласуется с существующими исследованиями [167, 168].
2. Понижение ставки налога на прибыль (TaxR) положительно влияет на финансовый леверидж, что соответствует положениям компромиссной теории о налоговом щите и подтверждает нашу гипотезу.
3. Размер компании (Size) положительно влияет на финансовый леверидж, что подтверждает нашу гипотезу. В рамках компромиссной теории данный факт объясняется тем, что крупные компании, чаще всего, наиболее диверсифицированные и, соответственно, имеют меньшую вероятность банкротства и меньшую вероятность высоких издержек банкротства.
4. Потенциал роста компании и ожидаемые возможности инвестирования (Growth) положительно влияют на финансовый леверидж, что не согласуется с теорией иерархии финансирования и теорией агентских издержек, но подтверждает нашу гипотезу. Можно предположить, что, так как модель строилась по крупным и рейтинговым фирмам, кредиторы имели возможность выдавать кредиты на выгодных условиях, не боясь риска и проблем асимметрии информации.

Таблица 3.21

Таблица коэффициентов регрессии. Влияние факторов на структуру капитала

	m1TD b/se	m1TDFE b/se
TD_t0	-0.075	0.000
	(0.16)	(.)
TaxR	0.049	0.103***
	(0.04)	(0.02)
Size_ln	0.044*	0.046*
	(0.02)	(0.02)
Growth	0.343*	0.204*
	(0.17)	(0.10)
Prof	-0.044	0.150
	(0.11)	(0.08)
Tang	-0.605***	-0.115
	(0.12)	(0.18)
Risk	-0.000	-0.000*
	(0.00)	(0.00)
Div	0.075	0.081*
	(0.06)	(0.03)
comp_2		0.091
		(0.12)
comp_3		0.249**
		(0.08)
comp_4		-0.251***
		(0.07)
comp_5		0.368**
		(0.12)
comp_6		-0.126
		(0.10)
comp_7		0.066
		(0.09)
comp_8		0.017
		(0.13)
comp_9		0.010
		(0.09)
_cons	-0.407	-0.666
	(0.38)	(0.42)
R-sqr	0.447	0.815
AdjR-sqr	0.403	0.785
dfres	99	92
AIC	-51.7	-155.8
BIC	-30.3	-115.5
P-value	-30.254	-115.529
N	108.0	108.0

Источник: Расчеты авторов, проведенные с помощью программы STATA.

5. Незначимость доходности активов (Prof) опровергает нашу гипотезу о значимом положительном влиянии данного фактора на финансовый леверидж. Также это опровергает 3 теории структуры капитала, положения которых предполагают значимость данного фактора. Однако, как было отмечено в п. 1.1, многие исследования подтверждали незначимость фактора доходности.
6. Незначимость осязаемости активов (Tang) опровергает нашу гипотезу о значимом положительном влиянии данного фактора на финансовый леверидж. Возможно, решения по кредитам компаний из выборки просто не зависят от стоимости основных средств, которые могут служить как обеспечение под кредит. Скорее всего, это объясняется следующим. Так как выборка состояла из крупных компаний, у которых нет недостатка в активах, используемыхв качестве обеспечения, важность каких-либо дополнительных основных средств не имела значения для решения об уровне их финансового левериджа.
7. Производственный риск (Risk) отрицательно влияет на финансовый леверидж, что подтверждает нашу гипотезу. Это также соответствует компромиссной теории и теории иерархии финансирования.
8. Коэффициент дивидендных выплат (Div)положительно соотносится с финансовым левериджем, что опровергает нашу гипотезу, а также не соответствует теории агентских издержек. То есть построенная модель не поддерживает теорию о взаимозаменяемости дивидендных выплат и финансового левериджа для целей предотвращения агентских издержек.

На основе модели с зависимой переменной TD была построена вторая модель с зависимым фактором LTD.

Модель LTD

Результаты модели m2LTD представлены в табл. 3.22.

Чтобы быть уверенным, что последующая проверка t-статистик корректна, остатки были проверены на нормальность с помощью проверки гипотез:

H0: остатки распределены нормально;

H1: распределение остатков отлично от нормального;

Результаты тестов Шапиро–Уилка и Шапиро–Франчия (табл. 3.23).

Оба теста показали, что гипотеза о нормальном распределении остатков H0 отвергается на 5%-ном уровне значимости (вероятность нормального распределения меньше 0,05). Таким образом, нельзя быть уверенным, что проверка t-статистик корректна. Однако было решено проверить модель и сравнить результаты с моделью с другой прокси-зависимой переменной.

Таблица 3.22

Коэффициенты регрессии.
Влияние факторов на структуру капитала

	m2LTD b/p
LTD_t0	-0.579
	0.062
TaxR	0.482**
	0.007
Size_ln	0.332***
	0.001
Growth	1.451
	0.069
Prof	-0.407
	0.400
Tang	-1.205*
	0.013
Risk	-0.000**
	0.001
Div	-0.365
	0.236
_cons	-5.709**
	0.001
R-sqr	0.330
AdjR-sqr	0.276
dfres	99
P-value>F	0.0
N	108.0
MSS	35.888
RSS	72.8

Источник: Расчеты авторов, проведенные с помощью программы STATA.

Таблица 3.23

Результаты тестов Шапиро–Уилка и Шапиро–Франчия

```
. swilk e2

                    Shapiro-Wilk W test for normal data

    Variable |    Obs       W           V         z       Prob>z
-------------+---------------------------------------------------
          e2 |    108    0.84574     13.584     5.812    0.00000

. sfrancia e2

                   Shapiro-Francia W' test for normal data

    Variable |    Obs       W'          V'        z       Prob>z
-------------+---------------------------------------------------
          e2 |    108    0.84324     15.201     5.406    0.00001
```

Источник: Расчеты авторов, проведенные с помощью программы STATA.

Построение модели m2LTD со всеми переменными, показало, что значимость имеют лишь 4 переменных из 8. Также R-sq. довольно низкий (33%). По тем же заключениям, что и для модели TD, было решено включить в модель фиксированные переменные для фирм и годов.

Чтобы проверить, насколько необходимо рассмотрение моделей с фиксированными эффектами для годов и компаний, были построены соответствующие регрессии и проведены тесты гипотезы о совместном равенстве нулю коэффициентов при фиксированных переменных:

H0: коэффициенты при фиксированных эффектах совместно равны 0

H1: коэффициенты при фиксированных эффектах совместно не равны 0

F-тест для модели с фиксированными эффектами для годов помог выяснить, что нет оснований отвергнуть гипотезу H0 о равенстве коэффициентов нулю (Prob > F = 0.6564) (приложение 4). Таким образом, модель с фиксированными эффектами для годов не рассматривалась далее. Однако F-тест для проверки аналогичной гипотезы для фиксированных эффектов компаний показал, что H0 отвергается (Prob > F = 0.0000) (приложение 5). Таким образом, модель с фиксированными эффектами для компаний нужно было учесть.

Сравнение модели m2LTD с моделью m2LTDFE с фиксированными эффектами для компаний приведено в табл. 3.24. Как видно из таблицы, учет фиксированных эффектов для компаний не увеличил количество значимых переменных, и значимые факторы остались те же. Также фактор начального левериджа не был исключен по причине коллинеарности, но он все же оказался не значим, что противоречит современным исследованиям, рассмотренным в теоретической части статьи. Это значит, что компании не стремятся поддерживать определенные рамки финансового левериджа.

Видно, что R-sq. повысился с 33 до 65% при учете фиксированных фирменных эффектов. Таким образом, 65% дисперсии (изменчивости) структуры капитала объясняется выбранными факторами и константой, включенными в модель с фиксированными эффектами для компаний. То есть модель m2TDFE лучше описывает реальность. В целом, модель m2TDFE является предпочтительной по критериям AIC и BIC, поэтому было решено опираться на нее как на базовую модель с зависимой переменной LTD. Таким образом, модель m2TDFE является наилучшей.

Если сравнить ее с моделью с зависимой переменной TD (табл. 3.25), то можно сделать следующие выводы:

1. Значимость в модели LTD потеряли два фактора – коэффициент дивидендных выплат, а также потенциал роста. Так как исключение именно краткосрочной составляющей из зависимой переменной привело к такому результату, можно заключить, что какая-то статья(или статьи) именно краткосрочных обязательств взаимодействует с коэффициентом дивидендных выплат и потенциалом роста.

Таблица 3.24

Коэффициенты регрессии.
Влияние факторов на структуру капитала

	m2LTD b/se	m2LTDFE b/se
LTD_t0	-0.579	0.329
	(0.31)	(0.23)
TaxR	0.482**	0.676***
	(0.18)	(0.19)
Size_ln	0.332***	0.251**
	(0.09)	(0.09)
Growth	1.451	1.103
	(0.79)	(0.66)
Prof	-0.407	0.326
	(0.48)	(0.31)
Tang	-1.205*	1.869*
	(0.48)	(0.90)
Risk	-0.000**	-0.000**
	(0.00)	(0.00)
Div	-0.365	-0.011
	(0.31)	(0.18)
comp_2		0.777
		(0.49)
comp_3		1.173**
		(0.37)
comp_4		-0.124
		(0.26)
comp_5		2.838***
		(0.67)
comp_6		0.105
		(0.32)
comp_7		0.320
		(0.30)
comp_8		1.063*
		(0.52)
comp_9		0.159
		(0.30)
_cons	-5.709**	-5.972**
	(1.72)	(2.02)
R-sqr	0.330	0.645
AdjR-sqr	0.276	0.582
dfres	99	91
AIC	281.9	229.5
BIC	306.0	275.1
P-value	0.001	0.000
N	108.0	108.0

Источник: Расчеты авторов, проведенные с помощью программы STATA.

Таблица 3.25

Коэффициенты регрессии.
Влияние факторов на структуру капитала

	m1TDFE b/se	m2LTDFE b/se
TD_t0	0.000	
	(.)	
TaxR	0.103***	0.676***
	(0.02)	(0.19)
Size_ln	0.046*	0.251**
	(0.02)	(0.09)
Growth	0.204*	1.103
	(0.10)	(0.66)
Prof	0.150	0.326
	(0.08)	(0.31)
Tang	-0.115	1.869*
	(0.18)	(0.90)
Risk	-0.000*	-0.000**
	(0.00)	(0.00)
Div	0.081*	-0.011
	(0.03)	(0.18)
comp_2	0.091	0.777
	(0.12)	(0.49)
comp_3	0.249**	1.173**
	(0.08)	(0.37)
comp_4	-0.251***	-0.124
	(0.07)	(0.26)
comp_5	0.368**	2.838***
	(0.12)	(0.67)
comp_6	-0.126	0.105
	(0.10)	(0.32)
comp_7	0.066	0.320
	(0.09)	(0.30)
comp_8	0.017	1.063*
	(0.13)	(0.52)
comp_9	0.010	0.159
	(0.09)	(0.30)
LTD_t0		0.329
		(0.23)
_cons	-0.666	-5.972**
	(0.42)	(2.02)
R-sqr	0.815	0.645
AdjR-sqr	0.785	0.582
dfres	92	91
AIC	-155.8	229.5
BIC	-115.5	275.1
P-value	-115.529	0.000
N	108.0	108.0

Источник: Расчеты авторов, проведенные с помощью программы STATA.

2. Фактор осязаемости активов приобрел значимость. В модели LTD осязаемость активов положительно влияет на финансовый левередж. Скорее всего, это связано с тем, что под долгосрочные заимствования чаще нужно обеспечение, чем под краткосрочные.

3. Остальные факторы остались с теми же знаками, что и в модели TD, что говорит о том, что временная составляющая обязательств не влияет на связь этих факторов с левериджем.

Выводы по исследованию моделей структуры капитала

Таким образом, моделью с зависимой переменной TD были описаны детерминанты решений по структуре капитала для российских компаний нефтегазового сектора. Интересно, что, как и положения разных теорий структуры капитала не всегда предполагают одинаковые выводы, так и построенная модель не поддерживает какую-либо конкретную теорию. Модель соответствует отдельным положениям компромиссной теории, теории иерархии финансирования и теории агентских издержек.

Сводная таблица по предположениям теорий, нашим гипотезам и результатам модели представлена в приложении 7. Также некоторые особенности, которые были учтены предыдущими исследованиями структуры капитала, рассмотренные в теоретической части, также подтвердились при построении модели. Например, важность влияния специфических эффектов для фирм на их структуру капитала. Однако некоторые выводы из модели не соответствуют ни одной из вышеперечисленных теорий. Это касается, например, незначимости доходности активов, осязаемости активов и начального левериджа на финансовый левередж, а также положительной связи потенциала роста компаний и коэффициента дивидендных выплат с финансовым левериджем.

Что касается модели с зависимой переменной LTD, то между ней и первой моделью есть заметные, но небольшие различия. При сравнении моделей можно сделать вывод о том, что некоторые факторы изменяют свою манеру взаимосвязи со структурой капитала в зависимости от методики учета финансового левериджа (такие факторы, как осязаемость активов, потенциал роста, коэффициент дивидендных выплат). Обоснование таких различий, как нам кажется, кроется в стратегии решения менеджмента компании об ее структуре капитала. Решения по долгосрочным займам и кредитам в принципе сложнее даются из-за повышенных ставок и длинного горизонта планирования. То есть очень возможно, что менеджмент учитывает гораздо больше факторов при планировании, чем было выделено в теоретической части исследования, а также учитывает какие-то специфические факторы своих фирм. Этот вывод согласуется с результатами финансового анализа компаний отрасли, который определил, что даже внутри отрасли финансовые показатели и, соответственно, стратегии разных фирм сильно разнятся, хоть и имеют определенные рам-

ки. Также вывод согласуется с результатом обеих моделей о важности специфических эффектов компаний. Таким образом, выводы, построенные на основе модели по нефтегазовой отрасли, скорее всего, не будут распространяться на другие отрасли.

Таким образом, на основании обеих моделей можно выделить следующие закономерности в решении менеджмента по структуре капитала и теоретические обоснования данных закономерностей:

1. Чем больше размер компании, тем больше заемных средств она может брать. Это объясняется компромиссной теорией обратной зависимости размера компании и издержек банкротства.
2. Чем выше потенциал роста компании и, соответственно, ее ожидаемые инвестиции, тем больше краткосрочных обязательств может быть у компании. Данный вывод не соответствует рассмотренным теориям, указывающим на связь потенциала роста с нежеланием кредиторов выдавать кредиты из-за высоких рисков компании (теория иерархии финансирования) либо из-за возможных агентских проблем (теория агентских издержек). Тем не менее, результат модели подтверждает нашу гипотезу, основанную на предположении о том, что, если компании крупные и рейтинговые, то кредиторы не будут руководствоваться теми основаниями, которые предполагают упомянутые теории.
3. Чем выше производственный риск компании, тем на меньший уровень долга нужно рассчитывать. Этот вывод описывается как компромиссной теорией, так и теорией иерархии финансирования. В первом случае смысл состоит в том, что большой риск предполагает высокие издержки банкротства и что следует использовать больше собственных средств, во втором –в асимметрии информации, из-за которой кредиторы могут не желать выдавать кредит или выдавать его на невыгодных для компании условиях.
4. При понижении ставки налога на прибыль финансовый леверидж необходимо увеличить, что согласуется с компромиссной теорией. Логика вывода заключается в налоговых выгодах, которые несет привлечение кредитов (налоговый щит).
5. Если в компании увеличивается количество основных средств, которые могут служить обеспечением под кредит, компании стоит рассматривать привлечение большего количества долгосрочных долгов. Это подтверждает нашу гипотезу.

Выводы и дальнейшие направления исследований

На основе полученных результатов мы выявили, что закономерности в системе решений менеджмента по структуре капитала не описываются какой-либо одной теорией. Более того, незначимость некоторых факторов говорит о том, что бывают случаи, когда ни одна из рассмотренных тео-

рий структуры капитала не описывает реальность. Что касается наших гипотез о влиянии факторов, то многие из них подтвердились, тогда как некоторые были опровергнуты (см. приложение 7). Также важным результатом исследования является вывод о том, что индивидуальные особенности компании играют огромную роль при решении об ее структуре капитала.

Таким образом, можно сделать вывод о том, несмотря на то, что решения менеджмента о структуре капитала, как правило, объясняются факторами, которые нашли отражение в рассмотренных нами теориях и современных зарубежных исследованиях (размер компании, доходность активов, влияние налогового щита, жизненный цикл компании и др.), существуют также и другие факторы, которые связаны с ненаблюдаемыми характеристиками и особенностями фирмы, которые оказывают влияние на такие решения менеджмента. Они могут объясняться, например, исключительно стратегией компании. Этот фактор описали зарубежные исследователи [167, 168]. Наше исследование показало, что решения менеджмента об изменении структуры капитала, которые представляют собой адаптацию к изменениям внутренней или внешней среды российских компаний нефтегазового сектора, как правило, зависят от стратегии компании.

Эмпирические исследования, которые проведены нами с целью изучить особенности формирования адаптационных механизмов на макро- и микроуровне, показали:

1. Механизмы адаптации экономических субъектов формируются под воздействием как экономических, так и неэкономических факторов. Наши исследования, проводимые в области изучения факторов, влияющих на миграцию капитала, показывают, что экономические факторы оказывают более значимое влияние на миграцию капитала, а среди неэкономических факторов особо значимыми являются политические.
2. Функционирование адаптационных механизмов может приводить к различным эффектам. Так, наше исследование, посвященное изучению влияния прямых иностранных инвестиций на экономический рост, позволило получить следующие результаты:
   - в развитых странах институциональная и экономическая среды и, скорее всего, человеческий капитал позволяют получать всецелый эффект от ПИИ, то есть как накопление капитала, так и спилловер-эффекты. В развивающихся же странах, скорее всего, существуют пороги, снижающие эффекты от ПИИ, такие как недостаточный уровень человеческого капитала и слабая экономическая и институциональная среды;
   - наша модель выявила, что институциональные и экономические факторы имеют положительное влияние на эффект ПИИ, на экономический рост. Влияние ПИИ на экономический рост опреде-

лённо имеет положительный характер, однако уровень этого влияния зависит от характеристик стран. Наша гипотеза о том, что ПИИ влияют на развивающиеся страны меньше, чем на развитые, в силу существования порогов в виде нездоровой институциональной и экономической среды, подтвердилась.

3. Проведя исследование факторов, которые влияют на адаптацию структуры капитала к изменениям внутренней и внешней среды, мы получили следующие результаты: для российских компаний нефтегазового сектора значимым факторов, влияющим на изменение структуры капитала, является стратегия компании и другие ненаблюдаемые переменные. Такими переменными могут быть, например, взгляды собственников компании. В целом, результаты нашего исследования, проведенного на выборке российских компаний нефтегазового сектора, в целом не противоречат результатам современных зарубежных исследований и подтверждают некоторые выводы о том, что ненаблюдаемые переменные играют значительную роль в процессе принятия решений об изменении структуры капитала, которая является достаточно устойчивой на протяжении длительного периода времени. Мы провели исследование особенностей структуры капитала зарубежных компаний, работающих в химической отрасли на разных континентах. В выборку попали компании, работающие в Европе, Азии, Северной и Южной Америке. Мы получили интересные результаты. В целом, формирование структур капитала в компаниях независимо от региона происходит в соответствии с классическими теориями – компромиссной теорией и теорией иерархии капитала. Страновые различия возникли в следующем. Инвесторы компаний Европы, Азии и Африки предпочитают финансирование из собственных источников долговому и долговое финансирование – финансированию с помощью размещения акций. А инвесторы компаний Северной и Южной Америки готовы к оптимальному с точки зрения прибыльности уровню долговой нагрузки. И наши исследования (проведенные, как на российской, так и на зарубежной выборке), и работы наших современников, которые изучали компании за рубежом, подтверждают то, что во многом решения о структуре капитала зависят от стратегии компании, то есть это внутренние решения. И в целом структура капитала носит устойчивый характер. С точки зрения теории институциональных матриц это означает то, что структура капитала представляет собой устойчивую форму, которая может длительное время не претерпевать изменений. А если изменения происходят, то они следуют принципам, заложенным в классических теориях (компромиссной, теории капитала), во многом объясняются стратегией компании и соответствуют особенностям институциональной среды.

4. РАЗВИТИЕ ТЕОРИИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ МАТРИЦ В ИССЛЕДОВАНИЯХ АДАПТАЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ

4.1. Основные идеи и понятия теории институциональных матриц

Теория институциональных матриц разрабатывается С.Г. Кирдиной. Теория базируется на работах таких российских и зарубежных культурологов, социологов экономистов, как О. Конт, К. Маркс, Э. Дюркгейм, К. Поланьи, А.А. Градовский, И.И. Дитятин, П. Сорокин, Т. Парсонс, Д. Норт, Х. Лебенстайн, Т. Заславская, А. Ахиезер, О. Бессонова.

Согласно этой концепции, институциональные матрицы представляют собой первичные, исходные социальные формы, складывающиеся при возникновении государств. Институциональные матрицы инвариантны, сохраняют свою природу и определяют характер исторической эволюции государства. Если деятельность социальных субъектов в обществе – стихийно или сознательно – учитывает характер его исходной институциональной матрицы, то развитие страны осуществляется быстрее. Если же социум пытается организовать свою общественную жизнь, не соразмеряясь с природой присущей обществу институциональной матрицы – неизбежны социальные потрясения, нестабильность, отставание от более развитых государств [98]. «Институциональная матрица – это устойчивая, исторически сложившаяся система базовых институтов, регулирующих взаимосвязанное функционирование основных общественных сфер – экономической, политической и идеологической» [98].

Рис. 4.1. Институциональная матрица [98]

Центральными понятиями теории институциональных матриц является понятие базового института и институциональных форм. «Под базовыми институтами понимаются глубинные, исторически устойчивые и постоянно воспроизводящиеся социальные отношения, обеспечивающие интегрированность разных типов обществ, исторические инварианты, которые позволяют обществу выживать, сохранять свою целостность и развиваться в данной ему материальной среде. Такими базовыми институтами выступают институты обмена, редистрибуции, выборов, федерации, иерархической вертикали власти, многопартийности и т. д.» [98]. Базовые институты призваны поддерживать целостность и развитие общества. Базовые институты включают в себя институты, которые обеспечивают развитие экономической, политической и идеологической подсистем.

Если базовые институты являются устойчивыми, своего рода каркасом, то институциональные формы являются изменчивыми, гибкими, пластичными. «Они представляют собой конкретные установленные образцы, способы, организации, в которых проявляется порядок взаимодействия социальных субъектов. К ним можно отнести законодательные акты, системы организации труда, формы хозяйственных связей, политические процедуры и т. п. Институциональные формы – это прямое или опосредованное внешнее выражение базовых институтов, задающих социетальную природу общества» [98].

Кирдина С.Г. приводит следующие примеры институциональных форм:

- «в экономике это конкретные формы связи между хозяйствующими субъектами – контракты или механизм планирования, организационно-правовые формы действующих в экономической сфере субъектов, порядок установления цен и т. д.;
- в политической сфере институциональные формы выражаются в принятых принципах территориального устройства, различных процедурах выборов, способах оформления централизованной или федеративной власти, в разнообразии структур руководящих органов государства и пр.;
- в идеологической сфере институциональные формы представлены теми или иными национальными идеями, доминирующими ценностями, конкретными доктринами, научными концепциями и философскими теориями в качестве обоснования государственной идеологии и др.»

Институциональные формы меняются и тем самым обогащают новыми свойствами базовые институты.

В теории институциональных матриц выделяются два типа матриц – матрица Хи матрица Y. Ниже приводится описание основных характеристик этих матриц в соответствии с 3 проекциями.

Для Х-матрицы характерны следующие базовые институты:

- в экономической сфере – институты редистрибутивной экономики (термин К. Поланьи, 1953). Сущностью редистрибутивных экономик яв-

ляется обязательное опосредование центром движения ценностей и услуг, а также прав по их производству и использованию;

- в политической сфере – институты унитарного (унитарно-централизованного) политического устройства;

- в идеологической сфере – доминирование идеи коллективных, надличностных ценностей, приоритет Мы над Я, т. е. коммунитарная идеология [98].

Примеры стран с X-матрицей : Россия, страны Латинской Америки.

Y-матрица (западная в более ранней терминологии) образована следующими базовыми институтами:

- в экономической сфере – институты рыночной экономики;

- в политической сфере – федеративные начала государственного устройства, т. е. федеративное (федеративно-субсидиарное) политическое устройство;

- в идеологической сфере – доминирующая идея индивидуальных, личностных ценностей, приоритет Я над Мы, или индивидуалистская идеология, означающая примат личности, ее прав и свобод по отношению к ценностям сообществ более высокого уровня, которые, соответственно, имеют субсидиарный, подчинительный по отношению к личности, характер.

Примеры стран с Y-матрицей: страны Северной Америки, страны Европы.

Матрицы обладают следующими свойствами: симметричность, взаимообусловленность, доминантность-комплементарность, инвариантность доминантности.

Симметричность означает само существование двух матриц с противоположными специфическими характеристиками по 3 проекциям. Так, например, экономической проекции матрице X, которая характеризуется наличием редистрибутивной экономики, соответствует экономическая проекция матрицы Y, для которой характерны рыночные институты.

Взаимообусловленность предполагает однозначное соответствие в каждой матрице экономических, политических и идеологических институтов, подходящих друг другу.

Доминантность-комплементарность означает, что в матрицах обоих типов могут присутствовать формы, которые характерны для матрицы типа Хили типа Y. Например, в России, стране, для которой характерна матрица типа X с редистрибутивными экономическими институтами, могут присутствовать рыночные институты, характерные для матрицы типа Y. Тем не менее, наблюдается доминирование матрицы какого-то определенного типа – либо Хлибо Y. Образующие ее базовые институты можно называть доминантными, а институты альтернативной матрицы – комплементарными [98].

Инвариантность доминантности означает то, что доминирующее положение одной из матриц сохраняется на протяжении истории государства.

4.2. Институциональные изменения в теории институциональной матрицы

Процесс институциональных изменений в соответствии с теорией институциональных матриц понимается следующим образом. Это «процесс совершенствования институциональных форм, соответствующих базовым институтам доминантной и комплементарной институциональных матриц в конкретном обществе».

Институциональная среда наполняется институциональными формами, организациями, учреждениями, нормами. При этом институциональная среда должна соответствовать сложности и уровню развития общества, страны и т. д. Это аналогично принципу из теории управления, который постулирует то, что сложность управляющей системы должна быть соразмерна сложности управляемого объекта. Если институциональная среда не выполняет требуемые функции, уровень развития общества ухудшается. Это выражается, например, в снижении темпов экономического роста, падении уровня жизни населения. Это усиливает потребность общества в институциональных изменениях. Это пример внутренних причин институциональных изменений. Внешними причинами институциональных изменений может быть, например, влияние одной страны на другую путем навязывания своей институциональной модели.

Институциональное развитие и институциональные изменения в теории институциональных изменений понимаются как «последовательно сменяющие друг друга фазы саморегуляции, приводящие через временные хаосы и кризисы к возобновлению процесса саморазвития социальных систем. Если в ходе такого развития создание, внедрение и аккультурации новых необходимых институциональных форм опережают процесс разрушения старых, тогда можно говорить о прогрессивном развитии. Если интенсивность второго процесса выше – то наблюдается временный регресс» [98].

Развитие общества и страны останавливается и в том случае, когда происходит навязывание извне альтернативной институциональной модели.

В результате реакции на внешние и внутренние изменения создаются новые институциональные формы. При этом результат этих изменений зависит, согласно Норту Д., от так называемой *адаптационной эффективности* [98]. Критерием эффективности изменений, согласно Кирдиной С.Г., является также их скорость.

Если вновь созданные формы позволяют решать какие-либо проблемы, они фиксируются в институциональной среде и становятся нормами. При этом, если новые институциональные формы соответствуют доминантной матрице, то они действуют, приживаются и развиваются в каче-

стве определяющих. Если же эти новые формы относятся к комплементарной матрице, то они со временем могут исчезнуть либо адаптироваться под доминирующий формат.

Источниками институциональных изменений могут быть следующие:

1. Сознательная или стихийная деятельность социальных групп по преодолению противоречий в развитии общества.

Те организационные решения и формы, которые возникают в ходе социальных взаимодействий, приобретают устойчивый характер и институционализируются.

2. Институциональный обмен между государствами (социальная эволюция). Обмен может происходить между странами с разными и одинаковыми типами матриц. От этого зависит результат этого обмена. Например, страны с доминантной Х-матрицей характеризуются склонностью к сохранению традиций, преемственностью культурных особенностей. Страны с Y-матрицей характеризуются склонностью к технологическим инновациям. Институциональные обмены стран с разными институциональными матрицами способны компенсировать недостающие факторы общественного развития. Успешность заимствования институциональных форм зависит от следующих факторов:

   - выбор правильного места для этих форм в институциональной среде;
   - соответствие внедряемых форм формальным и неформальным нормам;
   - зависимость от типов матриц, которыми обладает институциональная структура государств. Согласно эмпирически выведенному закону устойчивости доминантных институциональных матриц, как правило, невозможно замещать базовые институты стран с разными матрицами. В этом случае, как правило, заимствуются институциональные формы. Они адаптируются к институциональной среде, в которую они внедряются. В случае, если страны обладают одинаковыми доминантными матрицами, возможно копирование форм. В любом случае, происходит институциональный изоморфизм, то есть адаптация институтов в процессе их внедрения в институциональную среду. Перенос норм происходит путем подражания, путем обучения либо путем принудительного внедрения. «Комплементарные институты, действующие в условиях доминирования альтернативной институциональной матрицы, должны рано или поздно стать изоморфны этой системе, иначе будут отторгнуты» [98].

Критерием успешности и завершенности институционального обмена выступает установление устойчивых связей между заимствованными

институциональными формами и собственной институциональной средой данного общества [98].

В период кризиса, как правило, преобладает заимствование форм у государств с доминантой иной институциональной матрицы. Когда же общество переходит к стадии стабилизации, оно склонно к заимствованию форм из стран с похожей институциональной матрицей.

То есть процесс институциональных изменений заключается в изменении институциональной среды, адаптации ее к новым условиям. В процессе институциональных изменений происходит создание новых институциональных форм, модернизация существующих, внедрение модифицируемых форм.

Критерием успешности заимствований институциональных форм является *институциональный баланс*. Он достигается, когда при встраивании альтернативных форм в институциональную среду не нарушается доминирование присущей государству институциональной матрицы. Сверхвнедрение альтернативных форм приводит к эффекту *экзостинга*, то есть дальнейшего ограничения внедрения этих форм.

Кирдина С.Г. приводит некоторые количественные критерии, которые позволяют прогнозировать сохранение базовых институтов при внедрении альтернативных форм. Она полагает, что «критическим уровнем для внедрения альтернативных институциональных форм является показатель в 30–40%». Так, Кирдина С.Г. отмечает, что «если пропорция между X- и Y-институциональными формами слишком сильно отклоняется от соотношения, естественного для данной страны в рассматриваемых условиях, то … возможен социальный взрыв, революция» [98].

Наша позиция заключается в том, что появление новых институциональных форм связано с существованием адаптационных механизмов, изучению которых и посвящена данная монография.

С точки зрения нашей концепции адаптации, мы различаем эволюционный механизм адаптации, защитный, а также механизм активной позиции и разделения ответственности. Их можно классифицировать по длительности эффекта и длительности существования новых институциональных форм, которые возникают вследствие действия этого механизма.

Эволюционный механизм адаптации формирует долгосрочные институциональные формы. Механизмы – защитный, разделения ответственности и активной позиции, как правило, формируют институциональные формы, которые имеют краткосрочный период существования.

Защитный механизм, как правило, срабатывает, когда нужно среагировать на негативное событие внешней и внутренней среды, уменьшив его воздействие.

Механизм активной позиции предполагает поведенческую реакцию экономического субъекта, заключающуюся в активной генерации новых институциональных форм.

Механизм разделения ответственности предполагает поведенческую реакцию экономических субъектов, которая вызывает необходимость создания одним из них новых институциональных форм взаимодействия, основанных на принципе разделения рисков, ответственности.

Защитный механизм, механизм активной позиции, механизм разделения ответственности, как правило, обладают краткосрочным эффектом и не всегда формируют долгосрочные институциональные формы, а существуют только в период действия негативного эффекта внешней и внутренней среды.

4.3. Методы изучения институциональных изменений

У Кирдиной С.Г., со ссылкой на других исследователей, можно встретить следующий перечень методов, с помощью которых можно изучать институциональные изменения:

1. Исторический анализ;
2. Сравнительные межстрановые исследования;
3. Социологические опросы;
4. Case study;
5. Статистические тесты [98].

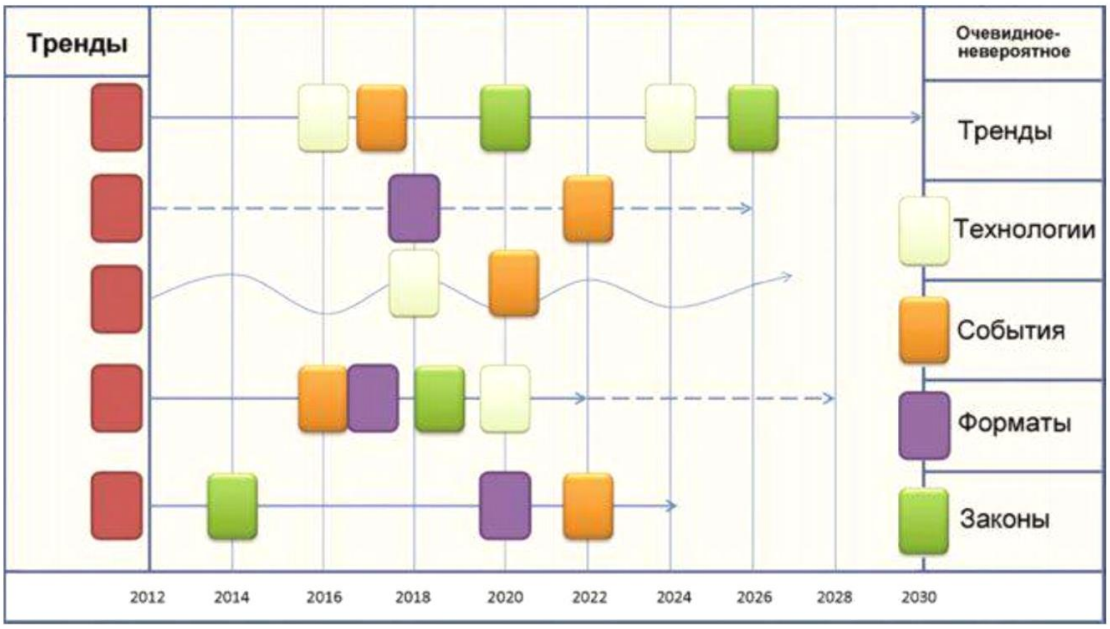
Практически все эти методы были использованы нами в данной монографии для изучения адаптационных механизмов экономических субъектов.

Мы можем дополнить этот список форсайт-технологией, которая используется для прогнозирования, а также поможет в изучении особенностей адаптации экономических субъектов.

Форсайт представляет собой технологию, позволяющую прогнозировать социально-экономические явления, тенденции в развитии инновационных процессов, гражданского общества, в науке. Технология форсайта используется в различных сферах: в бизнесе, в сфере государственного управления, в образовании. Цель технологии – получение образа будущего и описание действий в его контексте [105]. С точки зрения теории институциональных матриц и нашей концепции адаптации, которая представляет собой развитие этой теории, форсайт-технология поможет прогнозировать институциональные изменения и описать адаптационные механизмы, с помощью которых эти изменения будут происходить.

Rapid Foresight (RF) – это одна из модификаций форсайт-технологии, разработанная в России в 2010 г. для получения прогнозов в короткие сроки без больших затрат [105]. С помощью данной технологии сейчас реализуются отраслевые, территориальные, образовательные и международные проекты: создание атласа новых профессий, возникновение

новых индустрий, разработки Национальной технологической инициативы, проекты в области развития человеческого капитала совместно с Международной организацией труда. Методика проведения RF подразумевает совместную работу экспертов на «карте времени» с целью получения дорожной карты развития объекта исследования: проекта, технологии, отрасли, региона, страны (в зависимости от масштаба форсайта).



3

Рис. 4.2. Карта времени в соответствии с методикой Rapid Foresight

Эксперты оценивают вероятные тренды, а также события, новые форматы и технологии, изменения в законодательстве, угрозы и возможности, которые могут повлиять на реализацию выявленных тенденций.

Особенности традиционных форсайтов:

- Масштабность форсайт-проектов.
- Участие большого количества экспертов (зачастую число экспертов измеряется тысячами).
- Как правило, используется метод Дельфи, когда эксперты не влияют на мнение друг друга.
- Длительность форсайт-проектов иногда измеряется годами .
- Использование комбинации различных методов.
- Высокие затраты (бюджеты могут измеряться миллионами евро/долларов).

Особенности технологии быстрого форсайта:

- Эксперты работают совместно на общей карте времени (численность группы может достигать 25 человек, оптимальным числом одной группы считается 7–10 человек);

- Совместная работа экспертов ведется не с текстами, а с образами, сущностями, схемами;
- Результат Rapid Foresight – «карта времени», которая трансформируется в «дорожную карту» – совместный образ будущего, включающий:
  - ключевые тренды;
  - прогноз развития технологий;
  - события;
  - новые форматы;
  - точки принятия решений и запуска проектов;
  - план законодательных и лоббистских мер.

Основные этапы быстрого форсайта:

- Подготовительный этап (знакомство с методикой, терминами, основной информацией о рассматриваемой проблематике) – это происходит до форсайт-сессии;
- Форсайт-сессия (работа с картой времени, на которую мы наносим сущности в соответствии с методологией быстрого форсайта. Эти сущности мы разносим в соответствии с временем их возникновения и длительностью);
- Рефлексия;
- Подготовка итогового отчета (общей карты и др. материалов форсайт-сессии). При этом автором были отмечены следующие преимущества технологии быстрого форсайта:
  - легко масштабируется;
  - позволяет быстро получить результаты;
  - незатратна;
  - можно использовать в различных областях (консалтинг, научные исследования, образование, реальный сектор и т. д.).

Для отбора сущностей в процессе работы в группах для верификации можно использовать, например, дерево решений как средство поддержки принятия решений [106, 105, 114].

В приложении 8 представлена дорожная карта рынка оценки, которая была сконструирована с помощью метода экспертных оценок по итогам форсайт-сессии, проводимой по инициативе Ассоциации СРОО «Экспертный Совет», членом которой является автор монографии. В форсайт-сессии принимали участие представителей 5 крупнейших российских саморегулируемых организаций оценщиков, специалистов, экспертов, преподавателей в области оценки. Всего более 100 человек приняли участие в форсайт-сессии, продолжительность которой составила 2 дня. Форсайт-сессия проводилась по методологии быстрого форсайта. Модерировали сессию представители Агентства стратегических инициатив, с которой сейчас сотрудничают авторы технологии Rapid Foresight.

Комментарии к дорожной карте рынка оценки:

Темно-зеленый цвет рамки – нормативно-правовые акты, появление которых прогнозируется экспертами;

Синий цвет – новые технологии;

Светло-зеленый цвет – новые форматы;

Розовым и серым выделены события, которые могут представлять собой возможности и угрозы для рынка оценки.

Сущности Rapid Foresight – технологии, форматы, события, новые нормативно-правовые акты в терминах теории институциональных матриц являются институциональными формами, которые появляются под воздействием адаптационных механизмов.

К эволюционным механизмам адаптации рынка оценки можно отнести следующие события, которые нашли отражение в дорожной карте: использование новых технологий в оценке (он-лайн биржа оценки, оценочный UBER, блок-чейн при оценке, использование искусственного интеллекта в оценке), формирование национального объединения саморегулируемых организаций.

К механизму адаптации «активная позиция» можно отнести: развитие сектора услуг в области судебной экспертизы.

4.4. Примеры применения теории институциональных матриц в интерпретации результатов исследований в области адаптации

4.4.1. Интерпретация результатов, полученных в ходе кейс-анализа

Выделенные нами адаптационные механизмы мы соотнесли с институциональными формами, которые образуются в результате действия механизмов. А также мы привели другие примеры институциональных форм, которые могут возникнуть на макро- и микроуровнях.

В процессе анализа выявленных нами адаптационных механизмов мы уточнили нашу классификацию.

Можно выделить следующие типы адаптационных механизмов: защитный и эволюционный. Защитный механизм возникает как реакция экономического субъекта на изменение внешней или внутренней среды.

Защитный механизм может проявляться в виде следующих поведенческих реакций: снижение активности (механизм самосохранения), проявление активной позиции (механизм активной позиции) либо разделение ответственности (механизм разделения ответственности). По длительности эти механизмы могут действовать краткосрочно, затем переставая действовать, либо долгосрочно, создавая устойчивые институциональные формы.

Эволюционный механизм адаптации связан с созданием устойчивых институциональных форм, которые институциализируются в институциональной среде и устойчиво существуют (табл. 4.1).

Таблица 4.1

Анализ устойчивости институциональных форм, возникающих в результате действия адаптационных механизмов (на основе проведенного кейс-анализа)

Адаптационные механизмы	Примеры институциональных форм, выявленных нами в процессе кейс-анализа	Устойчивость институциональной формы
Защитный механизм		
Механизм самосохранения, снижения активности	Организационные решения домашних хозяйств в виде снижения потребительских расходов	Неустойчивая
	Организационные решения предпринимательского сектора в виде снижения инвестиционной активности	Неустойчивая
Механизм активной позиции	Организационные решения предпринимателей в виде разработки антикризисных предложений, проведение акций, распродаж	Неустойчивая (актуальная в период кризиса)
	Организационные решения предпринимателей в виде разработки новых услуг, новых направлений деятельности	Устойчивая
Механизм разделения ответственности	Развитие проектного финансирования стратегических проектов как форма разделения риска между частными и государственными инвесторами	Устойчивая в национальных экономиках с институциональной матрицей типа X
	Развитие государственно-частного партнерства как формы разделения риска между частными и государственными инвесторами	Устойчивая в национальных экономиках с институциональной матрицей типа X

Окончание табл. 4.1

Адаптационные механизмы	Примеры институциональных форм, выявленных нами в процессе кейс-анализа	Устойчивость институциональной формы
Эволюционный	Изменение стратегии развития компании	Устойчивая
	Изменение структуры капитала	Устойчивая
	Изменение института интеллектуальной собственности в России в разные исторические периоды	Устойчивая
	Появление новых технологий в оценочной деятельности	Устойчивая
	Появление национального объединения саморегулируемых организаций в оценочной деятельности	Устойчивая
	Появление новых встроенных механизмов и институтов в наднациональных структурах пример – ЕС)	Устойчивая

4.4.2. Интерпретация результатов, полученных в ходе эмпирических исследований адаптации экономических субъектов

1. Интерпретация исследования факторов, влияющих на отток капитала из национальной экономики

В нашем исследовании мы исходили из того, что отток капитала – это пример реакции экономических субъектов (агентов) на ситуацию во внутренней и внешней среде, которая влияет на национальную экономику. Это пример защитного механизма адаптации. С точки зрения теории институциональных матриц этот механизм может сформировать новые институциональные формы, но на короткий срок.

Результаты исследования продемонстрировали, что на решения экономических субъектов влияют экономические и неэкономические факторы. При этом, среди неэкономических факторов, которые и формируют институциональную среду, особенно сильно влияют на отток капитала политические факторы, а различные рейтинги, которые характеризуют состояние инвестиционного климата, не проявились как значимо влияющие.

На наш взгляд, это произошло по причине того, что рейтинги, характеризующие инвестиционный климат, являются субъективными и не являются единственно определяющими поведение экономических агентов.

2. Интерпретация исследования влияния прямых иностранных инвестиций на экономический рост

Как нами было отмечено выше, миграция капитала является одной из форм адаптации экономических субъектов. Перемещение капитала, как показало наше предыдущее исследование происходит под влиянием экономических и неэкономических факторов. Наше исследование влияние прямых инвестиций на экономический рост стран призвано продемонстрировать, что адаптация может иметь разные эффекты, не всегда только позитивные. Эффекты мы исследовали с помощью эконометрического исследования, которое позволило оценить влияние, производимое на экономический рост миграцией капитала в виде прямых иностранных инвестиций.

Наше исследование показало, что страны с более развитой институциональной средой и человеческим капиталом получают более положительный эффект от миграции капитала в виде прямых иностранных инвестиций. Это говорит о том, что в соответствии с теорией институциональных матриц институциональная среда готова воспринимать институциональные изменения, которые в случае увеличения темпов экономического роста при увеличении прямых иностранных инвестиций свидетельствуют о прогрессивных изменениях. В случае же, когда увеличение прямых иностранных инвестиций не улучшает экономическую ситуацию в стране (не приводит к экономическому росту), мы говорим о регрессе, который связан с несоответствием институциональной среды планируемым изменениям.

3. Интерпретация результатов исследования особенностей структуры капитала российских компаний

С точки зрения теории институциональных матриц решение о структуре капитала является организационным решением, то есть является институциональной формой, которая может существовать длительный период времени, а может со временем исчезнуть.

Классические и современные (в том числе и наше) исследования о структуре капитала демонстрируют нам систему факторов, которые влияют на решение менеджмента об изменении структуры капитала: жизненный цикла компании, размер компании, производственные риски, доходность активов, дивидендная политика, налоговая политика, стратегия компании. Как правило, решения менеджмента о структуре капитала соответствуют компромиссной теории, теории иерархии капитала и результатам современных зарубежных исследований.

Современные зарубежные исследования показывают, что структура капитала является относительно устойчивой и может не меняться дли-

тельное время [167, 168]. И причиной этому являются ненаблюдаемые факторы, такие как, например, стратегия компании. Результаты нашего исследования, которое мы проводили на выборке российских компаний нефтегазового сектора, подтвердили, что ненаблюдаемые факторы, такие как особенности компании и ее стратегия, являются важными в решении о структуре капитала в российских компаниях нефтегазового сектора.

Мы провели исследование особенностей структуры капитала зарубежных компаний, работающих в химической отрасли на разных континентах. В выборку попали компании, работающие в Европе, Азии, Северной и Южной Америке. Мы получили интересные результаты. В целом, формирование структур капитала в компаниях независимо от региона происходит в соответствии с классическими теориями – компромиссной теорией и теорией иерархии капитала. Страновые различия возникли в следующем. Инвесторы компаний Европы, Азии и Африки предпочитают собственные источники финансирования долговому и долговое финансирование – финансированию с помощью размещения акций. А инвесторы компаний Северной и Южной Америки готовы к оптимальному с точки зрения прибыльности уровню долговой нагрузки.

И наши исследования (проведенные как на российской, так и на зарубежной выборке), и работы наших современников, которые изучали компании за рубежом, подтверждают то, что во многом решения о структуре капитала зависят от стратегии компании, то есть это внутренние решения. И в целом, структура капитала носит устойчивый характер. С точки зрения теории институциональных матриц это означает то, что структура капитала представляет собой устойчивую форму, которая может длительное время не претерпевать изменений. А если изменения происходят, то они следуют принципам, заложенным в классических теориях (компромиссной, теории капитала), во многом объясняются стратегией компании и соответствуют особенностям институциональной среды.

4.5. Подходы к количественному измерению адаптивности

4.5.1. Методы количественного измерения адаптивности

В работе Кирдиной С.Г. отмечается существование проблемы количественной оценки в теории институциональных матриц. Отмечается лишь то, что устойчивость институциональных форм зависит от адаптационной эффективности [98].

В данной монографии нами сделана попытка предложить свой авторский подход к количественной оценке адаптивности, адаптационной эффективности.

Некоторые подходы к понятию адаптивность представлены в первой главе данной монографии.

В настоящее время в российской экономической науке существуют исследования, посвященные адаптивности на микроуровне, на уровне предприятий, на уровне региона – городов, региональных хозяйственных систем [6, 12, 13, 20, 37, 78, 123, 125]. Некоторые исследования посвящены изучению адаптивного управления компанией и его классификациям, а также инновационной адаптивности [76, 103].

На наш взгляд, в российских исследованиях в настоящее время отсутствует системный подход к оценке эффективности адаптации разных экономических субъектов и экономики в целом. Ниже мы приводим наше видение оценки адаптивности экономических субъектов разных уровней.

Мы считаем, что для количественного измерения адаптивности можно использовать следующие методы:

1. Статистические;
2. Экспертные оценки;
3. Сравнительный анализ, метод аналогов;
4. Комбинированные методы (форсайт-технология, дерево решений, метод сценариев, анализ чувствительности, стресс-тестирование, показатель VAR, методы финансово-экономического анализа, функциональный анализ, финансовое моделирование);
5. Методы нечеткой логики.

Рассмотрим особенности, преимущества и недостатки этих методов.

1. Статистические методы количественного измерения адаптивности.

Мы можем использовать такие математико-статистические показатели, как математическое ожидание, стандартное отклонение, коэффициент вариации. На основе этих показателей мы можем оценивать степень волатильности тех или иных финансовых показателей и давать интерпретацию с точки зрения рисков наступления того или иного события.

2. Метод экспертных оценок.

Метод экспертных оценок мы используем, как правило, в составе форсайт-технологии, а также в следующих ситуациях: при построении дерева решений, в случае применения сценарного подхода. Основной недостаток метода экспертных оценок – субъективность. Задача исследователей при применении этого метода – отобрать экспертов и аргументировать свой выбор.

3. Сравнительный анализ, метод аналогов.

Этот метод мы очень часто используем при решении таких практических задач, как оценка бизнеса, маркетинговые исследования, бизнес-планирование, построение прогнозов методом экстраполяции. Корректность полученных результатов зависит, прежде всего, от правильно выбранных аналогов. Исследователь должен обосновать свой выбор.

4. Комбинированные методы (форсайт-технология, дерево решений, метод сценариев, анализ чувствительности, стресс-тестирование, показатель VAR, методы финансово-экономического анализа, функциональный анализ, финансовое моделирование)

Результатом применения *форсайт-технологии* является дорожная карта развития индивидуальной ситуации (события, жизни), процесса, компании, отрасли, национальной экономики. Выше мы приводили пример форсайта, проводимого в 2016 г. в Москве, который был посвящен развитию оценочной деятельности в России. В Приложении представлена дорожная карта развития оценочной деятельности, выполненная согласно методике быстрого форсайта. В процессе применения форсайт-технологии мы можем использовать комбинацию разных методов: метод Дельфи, метод экспертных оценок, дерево событий и решений.

Дерево событий/решений можно применять как в рамках применения форсайт-технологии, так и как самостоятельный метод, который предполагает экспертную оценку вероятности наступления каких-либо событий и последствий.

Метод сценариев мы можем использовать для прогнозирования на макро- и микроуровнях. Например, в процессе инвестиционного проектирования, при разработке бюджетов. Определение типа сценария (базовый, оптимистический или пессимистический) происходит на основе экспертных оценок.

Анализ чувствительности мы используем для проверки, к изменению каких параметров наиболее чувствительна финансово-экономическая модель предприятия, проекта, национальной экономики и т. д.

Стресс-тестирование используется, как правило, в банковском секторе для проверки чувствительности финансово-экономической модели банка к изменению макроэкономических параметров. Этот метод применяют национальные банки для макроэкономического прогнозирования.

Показатель VAR – это выраженная в данных денежных единицах оценка величины, которую не превысят ожидаемые в течение данного периода времени потери с заданной вероятностью. Используется для прогнозирования в финансовом секторе для расчета лимитов по открытым позициям; для расчета достаточности капитала и размещения капитала между направлениями бизнеса; для оценки доходности операций с учетом риска.

Методы финансово-экономического анализа

Методы финансового и экономического анализа мы можем использовать для построения регрессионных моделей в рамках проведения факторного анализа с целью выявления, какие переменные и как влияют на показатели эффективности, финансовой устойчивости, финансового ре-

зультата, кредитоспособности организации и т. д. В отечественной и зарубежной науке занимаются исследованиями, посвященными анализу адаптивности предприятий и организаций. Так, разработке методик проведения финансово-экономического, инвестиционного, маркетингового анализа посвящены работы многих отечественных исследователей: М.И. Баканова, С.Б. Барнгольц, Л.Т. Гиляровской, Д.А. Ендовицкого, С.Е. Егоровой, О.В. Ефимовой, В.В. Ковалева, М.Н. Крейниной, Н.П. Любушина, Е.И. Марковской, М.В. Мельник, Н.В. Негашева, А.О. Недосекина, Г.В. Савицкой, Р.С. Сайфулина, А.Д. Шеремета, В.И. Щелокова и др. [22, 35, 68, 116, 115, 118].

Финансовое моделирование

Мы можем использовать финансовое моделирование для разработки различных сценариев развития проекта, предприятия, национальной экономики. При этом мы комбинируем финансовое моделирование с использованием сценарного подхода.

Анализируя комбинированные методы, можно заключить, что изучение адаптивности возможно с помощью методов качественной и количественной оценки рисков.

5. Методы нечеткой логики

Нечеткая логика (Fuzzy logic) является обобщением булевой логики, оперирующей двоичными числами, которые соответствуют понятиям истина и ложь. В соответствии с этим нечеткая логика оперирует числами из интервала [0,1], которые отражают степень истинности высказывания.

Нечеткая логика отвечает потребностям многих прикладных наук, оперирующих с не полностью достоверной и противоречивой информацией (Soper, 2014). К ним относятся теория управления и принятия решений по неполной информации, системная экология, занимающаяся оценками риска от техногенного воздействия промышленных производств и последствиями аварий, макроэкономика и другие.

Переход от двоичного представления чисел к интервальному требует обобщения логических операций на основе соответствующих операций с нечеткими числами. При этом обобщенные операции должны переходить в классические, если операнды имеют значения 0 или 1.

Рассмотрим пример такого обобщения. Пусть имеются нечеткие числа a и b. Суммой двух нечетких чисел называется нечеткое число, совпадающее с максимальным операндом:

$c = a + b = \max(a,b)$. Произведением двух нечетких чисел называется нечеткое число, равное минимальному операнду: $c = a * b = \min(a,b)$. В соответствии с введенными определениями множество нечетких чисел является замкнутым относительно данных операций.

Нечеткая логика опирается на многие практические потребности прикладных наук, оперирующих с не полностью достоверной и противо-

речивой информацией [113, 180, 176]. К ним относятся теория управления и принятия решений по неполной информации, системная экология, занимающаяся оценками риска от техногенного воздействия промышленных производств и последствиями аварий, макроэкономика и другие.

В нашем исследовании мы описали и показали на основе кейс-метода, как можно применять метод нечеткой логики для анализа сделок стратегического инвестирования [73].

Пример применения теории институциональных матриц для выбора показателей с целью количественной оценки адаптации

Возможность применения теории институциональных матриц в количественном анализе адаптационных механизмов на уровне национальной экономики продемонстрируем на примере проведенного нами пилотного исследования.

В 2015 г. мы провели пилотное исследование, посвященное факторному анализу оттока капитала из российской экономики [129, 169]. Цель исследования – оценить влияние экономических и неэкономических факторов на величину оттока капитала. В ходе исследования была проанализирована динамика величины оттока капитала из российской экономики за последние 10 лет (с 2004 по 2014 г.), выявлены факторы (экономические – средний курс рубля к доллару, уровень инфляции, уровень ВВП, цена на нефть и неэкономические – их влияние оценивалось укрупненно), которые могли повлиять на величину оттока капитала.

Нами была построена укрупненная модель множественной регрессии, на основе которой оценивалось влияние выбранных для анализа факторов. Сама модель после исключения нескольких статистически незначимых факторов получилась такой: $Y = 0{,}0031 \times X1 – 0{,}662 \times X2 – 13{,}4$. Выявленная зависимость свидетельствует о том, что при увеличении на одну единицу ВВП и цены на нефть величина оттока капитала в первом случае сокращается (наблюдаем приток капитала), во втором случае – отток капитала. При этом остается величина, которую нам еще предстоит объяснить. Мы полагаем, что это комплекс факторов – институциональная среда, геополитика и в целом неблагоприятный инвестиционный климат, который включает в себя перечисленные факторы (институциональный и геополитический). Несмотря на то, что полученные нами результаты являются предварительными, они позволяют нам сделать следующие важные выводы, которые дают нам основу для дальнейших исследований.

Отток капитала является одной из характеристик инвестиционного климата экономики. Ожидания инвесторов формируются под влиянием комплекса факторов, среди которых экономические и неэкономические (социальные, политические, институциональные и т. д.). Неэкономические факторы оказывают существенное влияние на величину оттока капитала

из российской экономики. Мы полагаем, что понятие институциональной матрицы вполне применимо и к описанию такого сложного социально-экономического явления, каким является инвестиционный климат национальной экономики. Институциональная матрица инвестиционного климата российской экономики может быть описана на основе теории институциональных матриц Кирдиной [98]. Эта матрица также имеет три проекции – экономическую, политическую и идеологическую. Эти три проекции сформированы базовыми институтами, которые, согласно теории институциональных матриц, являются константой, скелетом. Изменению подвержены только институциональные формы, которые обладают разной устойчивостью, которая зависит от характеристик базовой матрицы и от того, свойствами какой матрицы обладают те институциональные формы, которые образуются в результате изменений внутренней и внешней среды под воздействием адаптационных механизмов. В рамках каждой проекции мы можем задать количественные индикаторы, которые нам помогут спрогнозировать состояние инвестиционного климата на уровне национальной экономики в целом.

Экономическая проекция матрицы представляет собой отражение ожиданий инвесторов, выраженных количественными индикаторами. На микроуровне такими количественными индикаторами являются показатели экономической эффективности инвестиционных проектов: период окупаемости, чистая приведенная стоимость, внутренняя норма доходности и другие количественные индикаторы, значимые для инвестора (например, капитализация бизнеса, финансовый левередж и др.). На макроуровне такими количественными индикаторами могут являться комплексные оценки, отражающие мнения совокупности инвесторов, например инвестиционные рейтинги (регионов, стран и т. д.), а также экономические показатели, например такие, как темпы роста ВВП, ВНП, уровень инфляции, ключевая ставка, ставка рефинансирования, объем внешнего и внутреннего долга, величина оттока капитала, объем прямых инвестиций в экономику, объем инвестиций в основной капитал, оценка настроения производителей (индексы ожиданий, которые измеряются, например, Институтом переходного периода им. Гайдара). Политическая проекция матрицы представляет собой отражение качественной оценки инвесторами рисков, связанных с политической ситуацией в стране, в регионе. Критериями оценки могут быть следующие: ситуация стабильная или нестабильная. Идеологическая проекция с точки зрения инвестиционного климата представляет собой оценку рисков инвесторов, связанных со сложившейся в хозяйстве системой ценностей, особенностями организационной и предпринимательской культуры. Часть индикаторов, которые были названы нами в составе политической и идеологической проекций, явля-

ются характеристиками институциональной среды. Институциональная среда с точки зрения теории институциональных матриц является формой, которая может меняться под влиянием разных факторов.

4.5.2. Подходы к расчету коэффициента адаптивности

В российских исследованиях встречаются разные подходы к количественной оценке адаптивности. Ниже мы приводим описание подходов и наши предложения по их применению к оценке адаптивности экономических субъектов, функционирующих на разных уровнях.

1. Оценка адаптивности на уровне предприятий

Щелоков В.И. предлагает следующие подходы к расчету коэффициента адаптации, которые представляют собой развитие методики комплексного финансово-экономического анализа деятельности предприятия, ранее предложенной Шереметом и Сайфуллиным [116, 115]:

I. Коэффициент адаптивности как отношение фактического показателя к базовому. За базовый показатель мы можем принять нормативный показатель. Можно рассчитать интегральный показатель адаптивности на основе метода расстояний [118].

$$K_{адапт} = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} (1 - \frac{x_i}{x_{iэт}})^2}, \quad (4.1)$$

где $К_{адапт}$ – интегральный показатель адаптивности; x_i – числовое значение i-го показателя; $x_{iэт}$ – эталонное значение i-го показателя; n – количество показателей. В качестве эталонного значения используется лучшее значение показателя среди компаний, осуществляющих деятельность в одной отрасли [118].

Ендовицкий Д.А. и Щелоков В.И. в своей работе отмечают, что данная методика подходит для сравнения коэффициентов адаптивности нескольких предприятий, когда мы выбираем эталонные показатели [21]. Однако мы считаем, что данная методика может быть использована и для оценки адаптивности отдельного экономического субъекта (отдельного предприятия, отрасли, национальной экономики) и в качестве эталонных значений можно выбирать нормативное значение анализируемого показателя. В качестве нормативных (эталонных) значений мы предлагаем использовать среднеотраслевые значения показателей, характерные для предприятий данной отрасли и, соответственно, для отраслей. Также допустим подход, когда мы путем ретроспективного анализа формируем нормативные значения для отдельных показателей, характеризующих деятельность предприятия, отрасли, национальной экономики.

II. Расчет коэффициента адаптивности на основе теории нечетких множеств. Методику подробно изложили Д.А. Ендовицкий и В.И. Щелоков [21, 118].

$$K_{ad} = \sum_{i=1}^{n} p_i \sum_{j=1}^{n} \lambda_j \mu_{ij} \ , \qquad (4.2)$$

где K_{ad} – комплексный показатель адаптивности;
p_i – вес i-го показателя в наборе;
μ_{ij} – значение функции принадлежности;
λ_j – узловая точка.

Мы считаем, что предложенную Ендовицким Д.А. и Щелоковым В.И. методику применения теории нечетких множеств для оценки адаптивности можно использовать для экономических субъектов разных уровней (макро-, микро, мезо), то есть для предприятий и организаций, отраслей, национальной экономики.

Расчет коэффициента адаптивности на основе теории нечетких множеств мы проводим для того, чтобы для выбранного экономического субъекта разработать систему оценки адаптивности, используя качественные и количественные характеристики, которые помогут нам охарактеризовать уровень адаптивности в соответствии с пороговыми значениями коэффициента, рассчитанными для разных периодов. Эту методику можно использовать и для прогнозирования реакции экономического субъекта при изменении внешней и внутренней среды.

2. Оценка адаптивности на уровне отраслей

Старикова М.С. предлагает оценивать адаптивность отраслей на базе ABC-XYZ подхода [102]. Оценка адаптивности в соответствии с методикой Стариковой М.С. предполагает следующие этапы:

1) Определение относительного вклада отрасли в общий оборот.

2) Группировка отраслей по вкладу в оборот путем деления на группы A, B, C.

3) Оценка коэффициентов вариации оборота отрасли по временному интервалу (более трех лет). Их значения, определенные за значительный временной интервал, на наш взгляд, отражают степень адаптивности отрасли к внешним амплитудным изменениям. При этом необходимо привести все имеющиеся статистические данные к ценам последнего периода с помощью публикуемых индексов цен. Расчет коэффициентов вариации осуществляется по формуле:

$$V = \frac{\frac{\sum_{i=1}^{n}(o_i - \overline{o})^2}{n}}{\overline{o}} \cdot 100 \ , \qquad (4.3)$$

где O_i – оборот отрасли в i-м году в ценах последнего года из анализируемого периода; $\bar{o}$ – среднегодовой оборот отрасли по приведенным данным; n – количество лет в периоде, i = 1, …, n.

4) Группировка отраслей по значению коэффициента вариации оборота.

Выделение групп X, Y, Z осуществляется по тому же принципу, что и в случае ABC-анализа: ранжирование данных по возрастанию коэффициента вариации, построение кумулятивной кривой коэффициента вариации, использование принципа многоугольника для разбиения имеющейся совокупности на три группы.

5) Расчет индекса среднего размера предприятий отрасли промышленности (I_s) как величины, отражающей существующий потенциал адаптации. Предлагается следующая формула для его определения:

$$I_s = \frac{S_t}{S_n}, \qquad (4.4)$$

где S_t – доля отрасли в общем обороте по экономике, %;

S_n – доля отрасли в численности организаций по экономике, %.

Совмещение данных ABC и XYZ-анализа в графической модели (матрице 3×3), где в поле, разбитом на 9 секторов, позиция отрасли отражается в виде круга, диаметр которого пропорционален индексу среднего размера предприятий.

Как отмечает автор, данный подход отличается от многих других тем, что коэффициент вариации учитывает значения оборота отрасли за период длительностью более чем 3 года [102, 103]. Такая длительность обосновывается тем, что мы рассматриваем отрасль и ее реакцию на изменения внешней среды.

Мы считаем, что данный подход применим для оценки адаптивности не только отраслей, а также для оценки адаптивности предприятий и национальной экономики. Этот подход применим в процессе проведения сравнительного анализа адаптивности разных экономических субъектов, функционирующих на одном уровне. В табл. 4.2, 4.3 приводятся показатели, которые можно использовать для применения данного подхода для оценки адаптивности экономических субъектов, функционирующих на разных уровнях.

3. Оценка адаптивности национальной экономики

Для того чтобы количественно оценить адаптивность национальной экономики, можно применять выше описанные подходы, используя в качестве показателей макроэкономические показатели, характеризующие состояние национальной экономики.

Ниже нами описаны показатели, которые можно использовать для оценки адаптивности экономических субъектов на разных уровнях, применяя описанные выше подходы.

Таблица 4.2

Показатели, которые можно использовать для оценки адаптивности на макроуровне

Показатель	Пояснения к способу расчета
Показатели для оценки адаптивности на макроуровне, которые можно использовать в формуле 4.1	Валовой внутренний продукт, валовой национальный продукт, чистый национальный продукт, национальный доход, располагаемый доход, личный располагаемый доход, национальное богатство, уровень инфляции, уровень безработицы, инвестиции в основной капитал, оборот розничной торговли
Показатели для оценки адаптивности на макроуровне, которые можно использовать в формуле 4.3 в качестве индикатора «оборота» (оборот за год и среднегодовой показатель оборота)	Валовой внутренний продукт, валовой национальный продукт, национальный доход и среднегодовые значения этих показателей за период
Показатели для оценки адаптивности на макроуровне, которые можно использовать в формуле 4.4 в качестве индикатора S_t и S_n	S_t – доля национальной экономики в мировом ВВП, S_n – доля национальной экономики в мировой численности населения

Таблица 4.3

Показатели, которые можно использовать для оценки адаптивности на микроуровне

Показатель	Пояснения к способу расчета
Показатели для оценки адаптивности на микроуровне, которые можно использовать в формуле 4.1	Используем те показатели, которые наилучшим образом характеризуют характеристику финансового состояния компании, адаптивность которого мы измеряем[14].

[14] Мы рекомендуем для обоснования выбора показателей проводить факторный анализ для определения значимости влияния того или иного показателя на исследуемую характеристику. Например, для построения модели определения кредитоспособности заемщика на рынке межбанковского кредитования мы предложили свою модель, которая как раз построена с помощью эконометрического моделирования.

Окончание табл. 4.3

Показатель	Пояснения к способу расчета
	Так, например: - для финансовой устойчивости выбираем комплекс показателей: коэффициент финансовой независимости, коэффициент финансовой устойчивости, коэффициент финансового левериджа; - для ликвидности: рабочий капитал, коэффициент текущей ликвидности, коэффициент быстрой ликвидности, коэффициент абсолютной ликвидности; - для кредитоспособности: показатели финансовой устойчивости, ликвидности, оборачиваемости активов, рентабельности операционной деятельности, общей рентабельности, рентабельности активов, рентабельности собственного капитала; - для характеристики эффективности бизнеса используем те показатели, которые включены в систему сбалансированных показателей верхнего уровня
Показатели для оценки адаптивности на микроуровне, которые можно использовать в формуле 4.3 в качестве индикатора «оборота»	Выручка компании за год, среднегодовая выручка компании за период
Показатели для оценки адаптивности на микроуровне, которые можно использовать в формуле 4.4 в качестве индикатора S_t и S_n	S_t – доля предприятия в отраслевом обороте, S_n – доля предприятия в отраслевой численности сотрудников

Мы предлагаем применять следующий алгоритм оценки адаптивности экономических субъектов.

1) Выбираем систему показателей, на основе которой мы будем характеризовать адаптивность экономического субъекта. Систему показателей мы можем обосновать, предварительно оценив значимость тех или иных показателей в характеристике выбранного нами свойства (например, ликвидность, платежеспособность, финансовая устойчивость, финансовый результат и т. д.).

2) Выбираем систему эталонных значений для показателей. В качестве эталонных значений мы можем использовать существующие нормативы, среднеотраслевые значения, а также характерные для данной отрасли, национальной экономики показатели, установленные по результатам ретроспективного анализа.

3) Рассчитываем коэффициент адаптивности по формуле 1.

4) Проводим сравнительный анализ адаптивности экономических субъектов одного уровня (разных предприятий, разных отраслей, разных экономик).

5) Если нам нужно оценить адаптивность анализируемого экономического субъекта, применяем расчет коэффициента адаптивности на основе теории нечетких множеств.

В качестве альтернативного подхода для оценки адаптивности мы можем использовать методику, предложенную Стариковой М.С., с учетом наших рекомендаций по использованию соответствующих финансово-экономических показателей для экономических субъектов разных уровней (см. табл. 4.2, 4.3). При использовании подхода Стариковой М.С. шаги 1–3 мы заменяем на этапы описанного выше подхода, касающиеся оценки адаптивности отраслей). Шаг 4-й заключается в проведении сравнительного анализа.

Таким образом, в данной главе мы рассмотрели место адаптации и адаптационных механизмов в теории институциональных матриц. С помощью данной теории мы дали интерпретацию результатам наших исследований. Также нам удалось предложить алгоритм количественной оценки адаптивности на основе имеющихся в российской науке подходов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В монографии представлены теоретические основы адаптации экономических субъектов и формирования адаптационных механизмов. В теоретической части исследования приводится авторское определение адаптации и адаптационных механизмов, предлагается их классификация.

С нашей точки зрения адаптация – это процесс приспособления хозяйственной системы к изменениям, возникающим во внешней и внутренней среды ее функционирования посредством выработки особых адаптационных механизмов. При этом, изменения не обязательно связаны с кризисными явлениями. Речь идет о любых изменениях внешней и внутренней среды, с которыми взаимодействует хозяйственная система.

Нам представляется возможным выделить различные виды механизмов адаптации по следующим признакам.

1. Уровень экономики. Можно анализировать адаптационные механизмы на следующих уровнях: макро-; - микро-; мезо-; мета-.

2. Субъект национальной экономики. Можно выделить и анализировать адаптационные механизмы следующих субъектов национальной экономики:

- государственного сектора;
- финансового сектора;
- предпринимательского сектора;
- рынка труда;
- национальной экономики в целом и т. д.

3. Содержательные характеристики поведения данного экономического субъекта, проявляющиеся в его реакции на возникающие изменения. Можно выделить такие механизмы:

- разделение ответственности;
- защитный;
- механизм активной позиции;
- эволюционный механизм институциональных изменений.

4. В зависимости от степени соответствия закону:

- легальный;
- нелегальный.

5. В зависимости от продолжительности использования данного механизма:

- временный (ситуационный)
- постоянный.

6. В зависимости от специфики:

- отражающий специфику среды, в которой он выработан;
- механизм, используемый повсеместно.

Мы предлагаем изучать особенности адаптации и адаптационные механизмы с помощью таких методов как: кейс-анализ, эконометрическое моделирование, форсайт-технологии, финансово-экономический анализ и другие комбинированные методы, как метод экспертных оценок, сценарный подход, методы оценки рисков.

Во второй главе излагается, как с помощью кейс-анализа можно идентифицировать и описать адаптационные механизмы экономических субъектов, функционирующих на разных уровнях экономики.

Эмпирические исследования, которые проведены нами с целью изучить особенности формирования адаптационных механизмов на макро- и микроуровне, позволили нам получить следующие результаты:

1. Механизмы адаптации экономических субъектов формируются под воздействием как экономических, так и неэкономических факторов. Наши исследования, проводимые в области изучения факторов, влияющих на миграцию капитала, показывают, что экономические факторы оказывают более значимое влияние на миграцию капитала, а среди неэкономических факторов особо значимыми являются политические.

2. Функционирование адаптационных механизмов может приводить к различным эффектам. Так, наше исследование, посвященное изучению влияния прямых иностранных инвестиций на экономический рост, позволило получить следующие результаты:

- в развитых странах институциональная и экономическая среды и, скорее всего, человеческий капитал позволяют получать всецелый эффект от ПИИ, то есть как накопление капитала, так и спилловер-эффекты. В развивающихся же странах, скорее всего, существуют пороги, снижающие эффекты от ПИИ, такие как недостаточный уровень человеческого капитала и слабая экономическая и институциональная среды.

- Наша модель выявила, что институциональные и экономические факторы имеют положительное влияние на эффект ПИИ, на экономический рост. Влияние ПИИ на экономический рост определённо имеет положительный характер, однако уровень этого влияния зависит от характеристик стран. Наша гипотеза о том, что ПИИ влияют на развивающиеся страны меньше, чем на развитые в силу существования порогов в виде нездоровой институциональной и экономической среды, подтвердилась.

3. Проведя исследование факторов, которые влияют на адаптацию структуры капитала к изменениям внутренней и внешней среды, мы получили следующие результаты: для российских компаний нефтегазового сектора значимым факторов, влияющим на изменение структуры капитала, является стратегия компании и другие ненаблюдаемые переменные. Такими переменными могут быть, например, взгляды собственников компании. В целом, результаты нашего исследования, проведенного на выборке российских компаний нефтегазового сектора, в целом, не противо-

речат результатам современных зарубежных исследований и подтверждают некоторые выводы о том, что ненаблюдаемые переменные играют значительную роль в процессе приятия решений об изменении структуры капитала, которая является достаточно устойчивой на протяжении длительного периода времени.

Мы провели исследование особенностей структуры капитала зарубежных компаний, работающих в химической отрасли за рубежом на разных континентах. В выборку попали компании, работающие в Европе, Азии, Северной и Южной Америке. Мы получили интересные результаты. В целом, формирование структур капитала в компаниях независимо от региона происходит в соответствии с классическими теориями – компромиссной теорией и теорией иерархии капитала. Страновые различия возникли в следующем. Инвесторы компаний Европы, Азии и Африки предпочитают собственные источники финансирования долговому и долговое финансирование – финансированию с помощью размещения акций. А инвесторы компаний Северной и Южной Америки готовы к оптимальному с точки зрения прибыльности уровню долговой нагрузки. В целом, и наши исследования (проведенные как на российской, так и на зарубежной выборке) и работы наших современников, которые изучали компании за рубежом, подтверждают то, что во многом решения о структуре капитала зависят от стратегии компании, то есть это внутренние решения. И в целом, структура капитала носит устойчивый характер. С точки зрения теории институциональных матриц это означает то, что структура капитала представляет собой устойчивую форму, которая может длительное время не претерпевать изменений. А если изменения происходят, то они следуют принципам, заложенным в классических теориях (компромиссной, теории капитала), во многом объясняются стратегией компании и соответствуют особенностям институциональной среды.

В четвертой части нашего исследования мы приводим интерпретацию полученных нами результатов с помощью теории институциональных матриц, которая, на наш взгляд наилучшим образом может объяснить такое социально-экономическое явление как адаптация и пояснить природу формирования адаптационных механизмов.

С точки зрения теории институциональных матриц процесс институциональных изменений приводит к изменению институциональной среды, адаптацией ее к новым условиям. В процессе институциональных изменений, в результате реакции на изменения внешней и внутренней среды происходит создание новых институциональных форм, модернизация существующих, внедрение модифицируемых форм. При этом, если вновь созданные формы позволяют решать какие-либо проблемы, они фиксируются в институциональной среде и становятся нормами. При этом, если новые институциональные формы соответствуют доминантной матрице,

то они действуют, приживаются и развиваются в качестве определяющих. Если же эти новые формы относятся к комплементарной матрице, то они со временем могут исчезнуть либо адаптироваться под доминирующий формат.

Наша позиция заключается в том, что появление новых институциональных форм связано с существованием адаптационных механизмов, изучению которых и посвящена наша монография. С точки зрения нашей концепции адаптации, мы различаем эволюционный механизм адаптации, защитный, а также механизм активной позиции и разделения ответственности. Их можно классифицировать по длительности эффекта и длительности существования новых институциональных форм, которые возникают вследствие действия этого механизма.

Эволюционный механизм адаптации формирует долгосрочные институциональные формы. Механизмы – защитный, разделения ответственности и активной позиции, как правило, формируют институциональные формы, которые имеют краткосрочный период существования.

Защитный механизм, как правило, срабатывает, когда нужно среагировать на негативное событие внешней и внутренней среды, уменьшив его воздействие.

Механизм активной позиции предполагает поведенческую реакцию экономического субъекта, заключающуюся в активной генерации новых институциональных форм.

Механизм разделения ответственности предполагает поведенческую реакцию экономических субъектов, которая вызывает необходимость создания одним из них новых институциональных форм взаимодействия, основанных на принципе разделения рисков, ответственности.

Защитный механизм, механизм активной позиции, механизм разделения ответственности, как правило, обладают краткосрочным эффектом и не всегда формируют долгосрочные институциональные формы, а существуют только в период действия негативного эффекта внешней и внутренней среды.

Таким образом, наш подход к адаптации представляет собой развитие теории институциональных матриц путем дополнения ее понятием адаптационных механизмов, которые приводят к формированию институциональных форм.

Мы описали методы, с помощью которых можно изучать адаптацию и адаптационные механизмы. Так, мы дополнили перечень, который предлагает основоположница теории институциональных матриц Кирдина С.Г. (она выделяет такие методы, как исторический анализ, сравнительные межстрановые исследования, социологические опросы, case-study, статистические тесты). Мы предложили использовать форсайт-технологию для проведения качественного и количественного анализа адаптации и адап-

тационных механизмов субъектов экономики, функционирующих на разных уровнях, выбирая в качестве методов – работу с экспертами, построение дерева целей и дерева решений для получения количественной оценки прогнозов, которые разрабатывают эксперты.

Мы дополнили теорию институциональных матриц, предложив свой подход к количественной оценке адаптивности и эффективности адаптации. Мы систематизировали и описали подходы и методы, которые можно применять для количественной оценки адаптивности и эффективности адаптации.

Так, мы считаем, что для количественного измерения адаптивности можно использовать следующие методы:

- Статистические
- Экспертные оценки
- Сравнительный анализ, метод аналогов
- Комбинированные методы (форсайт-технология, дерево решений, метод сценариев, анализ чувствительности, стресс-тестирование, показатель VAR, методы финансово-экономического анализа, функциональный анализ, финансовое моделирование)
- Методы нечеткой логики/нечетких множеств

Мы предложили свой подход для количественной оценки адаптивности экономических субъектов, дополнив существующие методики своими рекомендациями и описав алгоритм применения этого подхода.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Федеральный закон от 13 июля 2015 г. № 224-ФЗ «О государственно-частном партнерстве, муниципально-частном партнерстве в Российской Федерации и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Справочно-правовая система «КонсультантПлюс».
2. О концессионных соглашениях: Федеральный закон Российской Федерации от 21.07.2005 № 115-ФЗ (ред. 29.06.2015) // Справочно-правовая система «КонсультантПлюс».
3. О внесении изменений в Инструкцию Банка России от 16 января 2004 г. № 110-И «Об обязательных нормативах банков» [Электронный ресурс]: проект. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
4. Об обязательных нормативах банков [Электронный ресурс]: инструкция Центрального банка РФ от 16 января 2004 г. № 110-И. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
5. Письмо Банка России от 4 сентября 2013 г. № 172-Т «О приоритетных мерах при осуществлении банковского надзора».
6. Адаптивность организационной системы управления: проблемы и возможности оценки // Вестник ОГУ. – 2004. – № 12.– С. 107–111.
7. Белов А.В., Марковская Е.И. Проблема оттока капитала из российской экономики: применение факторного анализа // 15-я международная научно-практическая конференция Экономическая психология: современные проблемы и перспективы развития. – СПб.: Изд-во НМЦ «НВШ-СПб», 2015. – С. 205–2017.
8. Беляев И.А. Адаптация как форма становления индивидуальной целостности человека // ВЕСТНИК ОГУ. – 2010. – № 2(108). – С. 4–10.
9. Бортников Г.П. Базель III: новые стандарты капитала, ликвидности и резервов для банков // Управление в кредитной организации. – 2010. – № 6. 2010. – С. 35–50.
10. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов: учебник. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. – 1120 с.
11. Булатов А.С. Воздействие экспорта и импорта капитала на валовое накопление в Российской Федерации // Деньги и кредит. – 2011. – № 9. – С. 3.
12. Галушко Е.С. Обоснование организационно-экономического механизма адаптации предприятия [Электронный ресурс] / Е.С. Галушко, С.А. Галушко // Вестник СевНТУ. – Сер. Экономика и финансы. – Сб. 130. Севастополь, 2012. – С. 43-47. URL: http://sevntu.com.ua/jspui/bitstream/123456789/5515/1/130_07.pdf
13. Глаголев С.Н. Развитие организационно-экономического механизма управления адаптацией промышленного предприятия: теория, оценка, практика: автореф. дис. … д-ра экон. наук. – Саратов, 2009.
14. Глаголев С.Н. Развитие организационно-экономического механизма управления адаптацией промышленного предприятия: теория, оценка, практика: автореф. дис. … д-ра экон. наук. – Саратов, 2009.

15. Грицанов А. Новейший философский словарь. – 3-е изд., испр. – Минск: Книжный Дом, 2003. – 1280 с.
16. Деркач М.Н. Адаптационный механизм институциональных изменений экономической системы // Бизнес-информ. – 2011. – № 1. – С. 133–135.
17. Добрынин Л.А., Марковская Е.И., Медведь А.А., Привалов Н.Г., Рагимова Н.С., Троицкая И.В. Взаимодействие государства и бизнеса: учебное пособие / под общ. ред. Е.И. Марковской. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2014.
18. Доклад об экономике России. Сложности адаптации и трансформации экономики. – 2015. – № 34 // [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://econom.pnzreg.ru/files/economic_pnzreg_ru/docs/vsemirnyy_bank/doklad_ob_ekonomike_rossii_n_34.pdf
19. Доклад Стиглица. О реформе валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад комиссии финансовых экспертов ООН. – М.: Международные отношения. – 2010. – 328 с.
20. Домбровская И.А. Институциональный механизм адаптации федеральных государственных унитарных промышленных предприятий к рыночным условиям: Автореф. дис. … канд. экон. наук. – Ижевск, 2006.
21. Ендовицкий Д.А., Щелоков В.И. Интегральная оценка уровня адаптивности коммерческой организации к воздействию внешних факторов с применением инструментария теории нечетких множеств // Экономический анализ: теория и практика. – 2011. – 45 (252). – С. 2–10.
22. Ефимова О.В. Финансовый анализ: современный инструментарий для принятия экономических решений. – М.: Изд-во «Омега-Л», 2009. – 350 с.
23. Зяблицкая Н.В. Оценка адаптационных возможностей промышленных предприятий. – Новосибирск: Приобье, 2005. – 103 с.
24. Ильенков Э.В. Что же такое личность? // Психология личности. Тексты. – М.: Изд-во МГУ, 1982. – С. 1119.
25. Инвестиционный климат в России: мнение иностранных инвесторов [электронный ресурс]. URL: http://www.fiac.ru/ru/pdf/EY-investment-climate-in-russia-2015-rus.pdf (дата обращения: 15.04.2016).
26. Инвестиционный климат России 2012.Опрос существующих и потенциальных инвесторов [электронный ресурс]. URL: http://www.fiac.ru/ru/pdf/Russia's%20Investment%20Climate%202012%20ru.pdf (дата обращения: 15.05.2016).
27. Искендеров П. Евросоюз: балансы и долги //[Электронный ресурс]. Режим доступа: http://rus.ruvr.ru/2012_10_23/Evrosojuz-balansi-i-dolgi/
28. Исследование «Государственно-частное партнерство в России 2016–2017: текущее состояние и тренды, рейтинг регионов» / Ассоциация «Центр развития ГЧП». – М.: Ассоциация «Центр развития ГЧП», 2017. – 32 с.
29. Исследование РБК: крупнейшие налогоплательщики России [электронный ресурс]. URL: http://www.rbc.ru/special/economics/15/08/2017/597724fd9a794714c9ac187c?from=center_1
30. Карагулян Е.А. Новые эндогенные модели экономического роста // Вестник Тюменского государственного университета. – 2010. – № 3. – С. 156–159.

31. Касти Дж. Большие системы. Связность, сложность, катастрофы. – М.: Мир, 1982.
32. Кейнс Д.М. Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Гелиос, 2002. – 352 с.
33. Кирдина С.Г. Институциональные матрицы и развитие России. Введение в X-Y-теорию. Изд. 3-е, перераб., расширенное и иллюстрированное. – М.: Нестор-История, 2014.
34. Кирдина С.Г. Институциональные матрицы и развитие России: введение в X-Y-теорию. Изд. 3-е, перераб., расширенное и иллюстрированное. – СПб.: Нестор-История, 2014.
35. Ковалев В.В. Финансовый анализ. Методы и процедуры. – М.: Финансы и статистика, 2002.
36. Корель Л.В. Социология адаптаций: Вопросы теории, методологии и методики. – Новосибирск: Наука, 2005.– 424 с.
37. Максимович А.П. Адаптивность экономической структуры городов к изменяющимся условиям внешней среды: автореф. дис. … канд. экон. наук. – Екатеринбург, 2004.
38. Марковская Е.И. Адаптационные механизмы во взаимодействии государства и бизнеса // В кн.: GR: Взаимодействие бизнеса и органов власти: Учебник и практикум для бакалавриата и магистратуры / под общ. ред. Е.И. Марковская. – М.: Юрайт, 2017 (гл. 7, с. 219–243).
39. Марковская Е.И. Адаптационные механизмы поведения государства и бизнеса в условиях циклического развития // В кн.: Взаимодействие государства и бизнеса: учебное пособие / под общ. ред.: Е.И. Марковской. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2014. – Гл. 6. – С. 119–141.
40. Марковская Е.И. Адаптационные механизмы хозяйствующих субъектов в российской экономике // В кн.: Экономика и политика России в переходный период. Научная сессия профессорско-преподавательского состава, научных сотрудников и аспирантов по итогам НИР 2011–2012 г. Март-апрель 2013 года. Факультет экономической теории и политики: сборник докладов. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2014. – С. 181–190.
41. Марковская Е.И. Институциональные основы адаптации экономических субъектов // В кн.: Развитие современной науки: теоретические и прикладные аспекты: Сборник научных статей студентов, магистрантов, аспирантов, молодых ученых и преподавателей. Ч. 2. Вып. 3. – Пермь: ИП Сигитов Т.М., 2016. – С. 61–69.
42. Марковская Е.И. Механизмы решения агентской проблемы в российской экономике // European Social Science Journal. – 2015. – Т. 1. – № 2.
43. Марковская Е.И. О концепции адаптации субъектов экономики // Общество и экономика. – 2016. – № 11. – С. 23–31.
44. Марковская Е.И. Особенности адаптации финансового сектора российской экономики к кризисным условиям // В кн.: Архитектура финансов: геополитические дисбалансы и потенциал развития национальных финансовых систем: сборник материалов VI Международной научно-практической конференции 14-15 апреля 2015 года / Под науч. ред. И.А. Максимцева,

А.Е. Карлика, В.Г. Шубаевой. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2015. – 738 с. (с. 92–96).

45. Марковская Е.И. Особенности адаптации финансового сектора российской экономики к кризисным условиям // В кн.: Россия и Санкт-Петербург: Экономика и образование в XXI веке: Научная сессия ППС, научных сотрудников, аспирантов по итогам НИР за 2014 год. Апрель-Май 2015 г. Факультет экономики и финансов. Отделение национальной экономики. – СПб.: Изд-во СПбГЭУ, 2015. – С. 272–274.
46. Марковская Е.И. Особенности функционирования инвестиционного механизма финансирования инновационной экономики в России // Аудит и финансовый анализ. – 2015. – № 6. – С. 316–323.
47. Марковская Е.И. Практические аспекты агентской проблемы в российской экономике // Экономика и управление: вчера, сегодня, завтра. – 2015. – № 5(2). – С. 46–55.
48. Марковская Е.И. Проблемы и перспективы формирования инвестиционного механизма финансирования инновационной экономики // Финансы и бизнес. – 2014. – № 2. – С. 61–70.
49. Марковская Е.И. Теоретические предпосылки концепции институциональной матрицы инвестиционного климата российской экономики // В кн.: Теория устойчивого развития экономики и промышленности. – СПб.: Изд-во Санкт-Петербургского политехнического университета, 2016. – С. 77–99.
50. Марковская Е.И. Эволюция институтов в условиях экономических изменений // В кн.: Теоретические и прикладные проблемы социальных наук: Сборник научных трудов. – СПб.: Балтийская педагогическая академия, 2014. – Гл. 2. – С. 29–35.
51. Марковская Е.И., Аношкина Е.С. Анализ влияния прямых иностранных инвестиций на экономический рост в развитых и развивающихся странах // Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки. – 2016. – Т. 6. – № 256.– С. 21–31.
52. Марковская Е.И., Белов А.В. Отток капитала из экономики: эмпирический анализ влияния институциональной среды // В кн.: Выход из кризиса: развитие экономики и промышленности. – СПб.: Изд-во СПбГПУ, 2016. – Гл. 1. С. 41–58.
53. Марковская Е.И., Белов А.В. Проблема оттока капитала из российской экономики: применение факторного анализа // В кн.: Пятнадцатая международная научно-практическая юбилейная конференция «Экономическая психология: современные проблемы и перспективы развития». 24–27 ноября 2015 г.: Материалы конференции. – СПб.: Изд-во ИМЦ «НВШ-СПб», 2015. – С. 205–217.
54. Марковская Е.И., Белов А.В. Факторный анализ оттока капитала из российской экономики // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. – 2016. – № 2(25). – С. 17–23.

55. Марковская Е.И., Бурковская А.В. Использование метода Fuzzy Logic в процессе принятия решения стратегическим инвестором // Финансы и бизнес. – 2017. – № 1.
56. Марковская Е.И., Бурковская А.В. Метод fuzzylogic: практика применения в процессе принятия решения стратегическим инвестором // В кн.: Инновационная экономика и промышленная политика региона (ЭКОПРОМ-2016): труды международной научно-практической конференции. – СПб.: Изд-во Политехнического университета, 2016. – С. 459–482.
57. Марковская Е.И., Бурковская А.В. Новые подходы в сфере принятия решения стратегическим инвестором // В кн.: Рынок и государство в системе экономических отношений. – СПб.: Изд-во Санкт-Петербургского государственного политехнического университета, 2016. – С. 76–91.
58. Марковская Е.И., Бурковская А.В. Сделки с участием стратегического инвестора как способ финансирования предприятий в период финансового кризиса // В кн.: Четырнадцатая международная научно-практическая конференция «Экономическая психология: современные проблемы и перспективы развития». 25-28 ноября 2014 г.: Материалы конференции / Науч. ред.: А.Е. Карлик, Э. Локшина. – СПб.: Изд-во ИМЦ «НВШ-СПб», 2014. – С. 119–123.
59. Марковская Е.И., Васильева А.А. Адаптация методики оценки кредитоспособности контрагента на рынке межбанковского кредитования в условиях нестабильности // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. – 2015. – Т. 4. – № 23. – С. 125–135.
60. Марковская Е.И., Васильева А.С. Об оценке кредитоспособности контрагента на рынке межбанковского кредитования // Деньги и кредит. – 2016. – № 7. – С. 31-38.
61. Марковская Е.И., Васильева А.С. Об оценке кредитоспособности контрагента на рынке межбанковского кредитования // Деньги и кредит. – 2016. – № 7. – С. 31–38.
62. Марковская Е.И., Исаков М.А. Теоретические и практические аспекты влияния международного капитала на экономику России // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. – 2016. – № 1(24). – С. 75–80.
63. Марковская Е.И., Канаева (Васильева) А.С. Организационно-экономический механизм оценки кредитоспособности контрагента на рынке межбанковского кредитования // Экономическая политика. – 2016. – Т. 11. – № 5. – С. 140–161.
64. Марковская Е.И., Канаева (Васильева) А.С. Организационно-экономический механизм оценки кредитоспособности контрагента на рынке межбанковского кредитования // Экономическая политика. – 2016. – Т. 11. – № 5. – С. 140–161.
65. Марковская Е.И., Троицкая И.В. Агентская проблема в российской экономике: теория и практика // Вестник Балтийской педагогической академии. – 2015. – № 117. – С. 33–46.

66. Марковская Е.И. Адаптация модели финансово-экономического управления на предприятии в условиях изменений внешней среды // Аудит и финансовый анализ. – 2013. – № 3. – С. 121–123.
67. Марковская Е.И. Адаптационные механизмы российских банков в условиях циклического развития экономики // Известия СПбУЭФ. – 2013. – № 2. – С. 37–42.
68. Марковская Е.И. Организация финансирования инвестиционных проектов: теория и практика. – СПб.: Изд-во Политехнического университета, 2013.
69. Марковская Е.И. Основные виды механизмов адаптации хозяйствующих субъектов в российской экономике // Аудит и финансовый анализ. – 2013. – № 1. – С. 273–276.
70. Марковская Е.И. Особенности функционирования инвестиционного механизма финансирования инновационной экономики в России // Аудит и финансовый анализ. – 2015. – № 6. – С. 316–323.
71. Марковская Е.И. Теоретические и практические аспекты адаптации моделей поведения экономических субъектов // Вестник Балтийской педагогической академии. – 2013. – Вып. 111. – С. 6–16.
72. Марковская Е.И. Эволюционный механизм адаптации институциональной среды в условиях экономических изменений // Известия Санкт-Петербургского Университета Экономики и Финансов. – 2013. – № 6(84). – С. 7–13.
73. Марковская Е.И., Бурковская А.В. Новые подходы в сфере принятия решения стратегическим инвестором // Рынок и государство в системе экономических отношений: сборник статей международной научно-практической конференции / Под общей редакций А.В. Яковлевой. – 2016. – С. 76–90.
74. Маркс К. Капитал: Критика политической экономии. Том 1 / К. Маркс, Ф. Энгельс. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. – 1200 с.
75. Методология Rapid Foresight [сайт] URL: http://asi.ru/reports/67656/ (дата обращения 18.05.2017)
76. Минко И.С., Шамина Л.К. Адаптивность и инновации в экономических системах // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. – 2011. – № 1. – С. 105–122.
77. Миропольский Д.И. Неравновесие и типы хозяйственных систем. Часть 1, 2. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1994.
78. Михненко П.А. Оптимизация процесса адаптации хозяйственной организации к изменениям внешней среды // Проблемы управления. – 2009. – № 4. – С. 32–38.
79. Миэринь Л.А. Методология обеспечения безопасности хозяйствующих субъектов в условиях нестабильной среды: дис. ... д-ра экон. наук: 08.00.01. – СПб., 1999.
80. Моисеев Н.Н. Алгоритмы развития. – М.: Наука, 1987. – 304 с.
81. Навой А.В. Структурный анализ международного движения капитала // Деньги и Кредит. – 2007. – № 1. – С. 39–48.
82. Оболенский В.П. Вывоз капитала из России: масштабы, эффекты, проблемы // Российский внешнеэкономический вестник. – 2014. – № 11. – С. 3–16.

83. Ожегов С. Словарь русского языка / Под ред. чл.-кор. АНСССР Н.Ю. Шведовой. – 20-е изд., стереотип. – М.: Русский язык, 1989. – 750 с.
84. Осипов И. Мифы об оттоке капитала: сколько денег реально выводят из России? [Электронный ресурс]. URL: http://www.forbes.ru/sobytiya/finansy/231099-mify-ob-ottoke-kapitala-skolko-deneg-realno-vyvodyat-iz-rossii (дата обращения 16.04.2016).
85. Отток капитала из России; проблемы и решения / С.С. Сулакшин, М.В. Вилисов, В.В. Аверков [и др.]; под ред. С.С. Сулашкина. – М., 2013. – 106 с.
86. Панюков А.В., Коновалова Е.Д. Анализ эффективности адаптивности государственного регулирования к изменениям ситуаций на рынках с высокой степенью монополизации// Вестник Пермского университета. – 2012. – Спецвыпуск. – С. 59–69.
87. Пастухова Е.А. Адаптация экономической системы к изменениям среды // Современные наукоемкие технологии. – № 5. – 2006. – С. 70–78. // [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.rae.ru/snt/?section=content&op=show_article&article_id=1852
88. Проектное финансирование поможет в первую очередь госбанкам // [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2014/10/16/zazhivut-na-2
89. Психология адаптации и социальная среда: современные подходы, проблемы, перспективы / Рос. акад. наук, Ин-т психологии; отв. ред.: Л.Г. Дикая, А.Л. Журавлев. – М.: Ин-т психологии РАН, 2007. – 623 с.
90. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. 2-е изд., испр. – М.: ИНФРА-М, 1999.
91. Ромм, М.В. Адаптация личности в социуме: теоретико-методологический аспект. – Новосибирск: Наука. Сиб. изд-во РАН, 2002. – 275 с
92. Российская промышленность в декабре 2014 года. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.iep.ru/ru/publikatcii/7299/publication.html
93. Российская экономика в 2010 году // [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.iep.ru/files/text/trends/2010/book.pdf.
94. Российская экономика в 2011 году // [Электронный ресурс]. Режим доступа:http://www.iep.ru/files/text/trends/2011/book.pdf.
95. Российская экономика в 2012 году // [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.iep.ru/ru/rossiiskaya-ekonomika-v-2012-godu-tendencii-i-perspektivy-vypusk-34.html
96. Российская экономика в апреле: предварительные данные и основные тенденции // [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.iep.ru/files/text/trends/04-11.pdf.
97. Светуньков С.Г., Хан Т.В. Логико-гносеологическая терминология в экономике (краткий словарь). – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2004.
98. Сидорова Е.А. Эволюция теоретических подходов к исследованию прямых иностранных инвестиций // Вестник Тамбовского университета. – 2010. – 82 т. – № 2. – С. 22–24.

99. Современные проблемы адаптации субъектов хозяйственной деятельности: Науч. записки / Под науч. ред. С.Г. Ковалева, Э.И. Колчинского. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2004. – 271 с.
100. Современные проблемы социально-экономической адаптации субъектов хозяйственной деятельности: сб. статей. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2005. – 217 с.
101. Социологический справочник / Под ред. В.И. Воловича. – Киев: Изд-во политической литературы Украины, 1990. – 382 с.
102. Старикова М.С. Исследование адаптивных свойств объектов промышленности // Современная экономика: проблемы и решения. – 2014. – № 10(58). – С. 78–86.
103. Старикова М.С. Сравнительный анализ подходов к управлению корпорацией// Наука и образование: новое время. – 2017. – № 4.
104. Теплова Т.В., Григорьева Т.И. Ситуационный анализ. – М.: Изд-во ГУ-ВШЭ, 2006.
105. Третьяк В.П. Форсайт в вопросах и ответах. – Изд. 3-е, доп. – М., 2011.
106. Третьяк В.П. Территориальные форсайты: опыт проведения, ожидания граждан и власти. – М,2015.
107. Урманцев Ю.А. Природа адаптации (системная экспликация) // Вопросы философии. – 1998. – № 12. – С. 21–36.
108. Урманцев Ю.А. Девять плюс один этюд о системной философии. Синтез мировоззрений. – М.: Институт холодинамики, 2001.
109. Фишер А. Методы выделения групп в ABC-анализе. [сайт] URL: http://zakonrus.ru/vlad_st/abc.htm. (дата обращения 15.09.14)
110. Фоули Р. Еще один неповторимый вид: экологические аспекты эволюции человека. – М.: Мир, 1990. – 367 с.
111. Хочуева З.М., Жемухова Д.Х. Проблемы и особенности трансграничного движения капитала в России в современных условиях // Теоретические и прикладные аспекты современной науки. – 2014. – № 3–5. – С. 211–213.
112. Чаленко А.Ю. О неопределенности термина «механизм» в экономических исследованиях // [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://kapital-rus.ru/articles/article/176697.
113. Чернов В.Г. Модели поддержки принятия решений в инвестиционной деятельности на основе аппарата нечетких множеств. – М.: Горячая линия – Телеком, 2011. – 312 с.
114. Швец С.К. Интегрированная метрика анализа и оценки корпоративного инновационного форсайт-проекта // Инновации. – 2017. – № 1.
115. Шеремет А.Д., Сайфулин Р.С., Негашев Е.В. Методика финансового анализа издания. – М.: ИНФРА-М, 2000.
116. ШереметА.Д., Негашев Е.В. Методика финансового анализа деятельности коммерческих организаций. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2008. – 208 с.
117. Шерстнев М.А. Мировой экономический кризис, мировая экономика, экономическая наука и экономическая политика [Электронный ресурс] // Капитал страны, 2011. Дата обращения: 15.04.2015

118. Щелоков В.И. Развитие теории и методики экономического анализа адаптивности организации к воздействию внешних факторов: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.12 / Щелоков Владимир Иванович; [Место защиты: Воронеж. гос. ун-т]. – Воронеж, 2011. – 24 с.
119. Экономико-математический энциклопедический словарь / Гл. ред. В.И. Данилов-Данильян. – М.: Большая Российская энциклопедия: ИНФРА-М, 2003.
120. Экономико-политическая ситуация в России в январе 2011 г. // [Электронный ресурс]. Режим доступа: http://www.iet.ru/ru/ekonomiko-politicheskaya-situaciya-v-rossii-v-yanvare-2011-g-2.html.
121. Экономическая теория / Под ред. А.И. Добрынина, Л.С. Тарасевича. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, Изд. «Питер», 2001. – 544 с.
122. Экспорт Российской Федерацией сырой нефти за 2000–2014 годы (по данным ФТС России и Росстата). – [Электронный ресурс] – Режим доступа: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/crude_oil.htm. Дата обращения: 03.03.2015.
123. Юшкова Н.Г. Планирование региональных хозяйственных систем на основе адаптационно-пространственного моделирования // Известия Саратовского университета. Экономика. Управление. Право. – Т. 14. – Вып. 2. – Часть 1. – С. 314–319.
124. Яблоков А.В. Эволюционное учение / А.В. Яблоков, А.Г. Юсуфов. – М.: Высшая школа, 1989. – 335 с.
125. Ячменева В.М. Формирование системы показателей оценки адаптивности экономической системы// Экономика и управление. – № 1. – 2008. – С. 60–67.
126. Kearney A.T. Foreign Direct Investment Confidence Index [electronic resource]. URL: https://www.atkearney.com/research-studies/foreign-direct-investment-confidence-index/2015 (date: 29.04.2016).
127. An, Z. Taxation and capital structure: empirical evidence from a quasi-experiment in China // Journal of Corporate Finance. 2012 .Vol. 18 № 4. P. 683-689.
128. Anoshkina E.S., Markovskaya E.I. Analysis of the influence of the foreign direct investments on the economic growth in the developed and developing countries//2888620 WPS. [Электронный ресурс]. URL: http://ssrn.com/abstract=2888620
129. Belov A.V., Isakov M.A., Markovskaya E.I. Capital outflow from the russian economy: applying a factor analysis. 2639376 wps. URL: http://ssrn.com/abstract=2639376
130. Bennett, M. The determinants of capital structure: some UK evidence / M. Bennett, R. Donnelly // British Accounting Review. 1993. Vol. 25. № 1. P. 43-59.
131. Bernanke, B. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account DeÖcit. The Federal Reserve Board Speech, 2005.
132. Bevan, A. Testing for inconsistencies in the estimation of UK capital structure determinants / A. Bevan, J. Danbolt // Applied Financial Economics. 2004. Vol. 14. № 1. P. 55-66.

133. Borensztein E. How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth? // Journal of International Economics. 1998. Vol. 115. № 35. P. 116-117.
134. Buckley P.J., Casson M.C. The internalization theory of the multinational enterprise: A review of the progress of a research agenda after 30 years [Электронный ресурс] – Дата обращения: 16.04.2015
135. Charlton A., Stiglitz J.E. Capital Market Liberalization and Poverty // Columbia University, Working paper 8963, 2004
136. Chen J. The determinants of capital structure: evidence from Chinese listed companies / J. Chen, R. Strange // Economic Change and Restructuring, 2005.Vol. 38 № 1. P. 11-35.
137. Chen J. What determine firms' capital structure in China? / J. Chen, Jiang C., Y. Lin // Managerial finance. 2014. Vol. 40. № 10. P. 1024-1039.
138. Chirinko R. Testing static trade-off against pecking order models of capital structure: a critical comment / R. Chirinko, A. Singha // Journal of Financial Economics. 2000.Vol. 58 № 3. P. 417-425.
139. Craciun M. A New Type of Risk in Infrastructure Projects / M. Craciun // Modern Economy, 2011, #2, p. 479–482.
140. Cushman D.O. Real Exchange Rate Risk, Expectations and the Level of Direct Investment. The Review of Economics and Statistics, 1985, 67 (2), 297-308.
141. DeAngelo H. Optimal capital structure under corporate and personal taxation / H. DeAngelo, R.W. Masulis // Journal of Financial Economics. 1980. Vol. 8. № 1. P. 3-29.
142. Denisia V. Foreign direct investment theories // European Journal of Interdisciplinary Studies. 2010. 2 vol. № 2. P. 7.
143. Desai M. The finance function in the global corporation // Harvard Business Review.-July-August. – 2008. – P. 108–112.
144. Doing business. World Bank Group / [website]. URL: http://www.doingbusiness.org/ (date: 12.05.2016).
145. Doing business. World Bank Group / [website]. URL: http://www.doingbusiness.org/ (date: 12.05.2016).
146. Dunning J.H., Pitelis C.N. Stephen Hymer's contribution to international business scholarship: an assessment and extension // Journal of International Business Studies, 2008, (39), 167-176.
147. Dunning J.H. Toward an eclectic theory of international production: Some empirical tests // Journal of International Business Studies, 1980, 1 (11), 9-31.
148. Emerging Europe reshaped by the crisis as Central and Eastern European countries lose foreign direct investment attractiveness [electronic resource]. URL: http://www.ey.com/GL/en/Newsroom/News-releases/News-EY-emerging-europe-reshaped-by-the-crisis (date: 20.04.2016).
149. Ernst&Young attractiveness survey. Russia 2013 [electronic resource]. URL: http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets /2013-Russia-attractiveness-survey-Eng/$FILE/2013-Russia-attractiveness-survey-Eng.pdf (date: 15.04.2016).

150. Fama E. Testing trade-off and pecking order theory about dividend and debt / E. Fama, K. French // Review of Financial Studies. 2002. Vol. 15. № 1. P. 1–33.
151. Frank M.Z. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure / M.Z. Frank, V.K. Goyal // Journal of Financial Economics. 2003. Vol. 67. № 2. P. 217–248.
152. Freedom House [electronic resource]. URL: https://freedomhouse.org/ (date: 20.04.2016).
153. Frenkel R. From the Boom in Capital Inflows to Financial Traps. In: Capital Market Liberalization and Development. – New York: Oxford University Press, 2008, 101–119.
154. Gerardo Gomez Ana Mena Rivas Edmundo R.The determinants of capital structure in Peru // Academia RevistaLatinoamericana de Administración. 2014. Vol. 27. № 3. P. 341–354.
155. Global Investment Trends Monitor (UNCTAD) [electronic resource]. URL: http://unctad.org/en/Pages/Home.aspx (date: 28.04.2016).
156. Glossary of foreign direct investment. Terms and definitions [electronic resource]. URL: https://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/2487495.pdf (date: 01.03.2016).
157. Glossary of statistical terms [electronic resource]. URL: https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1158 (date: 20.04.2016).
158. Graham, J.R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field / J.R. Graham, C.R. Harvey//Journal of Financial Economics. 2001. Vol. 60 № 2. P. 187-243.
159. Gross capital flows: Dynamics and crises // Fernando Broner, Tatiana Didier, AitorErce, Sergio L. Schmukler // Journal of Monetary Economics. № 60. 2013. С. 113–133.
160. Gross capital flows: Dynamics and crises // Fernando Broner, Tatiana Didier, AitorErce, Sergio L. Schmukler // Journal of Monetary Economics. № 60. 2013. С. 113–133.
161. Huang, G.H. The determinants of capital structure: evidence from China / G.H. Huang, M. Song // China Economic Review. 2006. Vol. 17. № 1. P. 14-36.
162. Hymer S.H. The International Operations of Nation Firms: A Study of Foreign Direct Investment [Электронный ресурс] – Дата обращения: 15.04.2015
163. Jensen, M.C. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure / M.C. Jensen, W.H. Meckling // Journal of Financial Economics. 1976.Vol. 3 № 4. P. 11-25.
164. Kraus, A. A state preference model of optimal financial leverage / A. Kraus, R.H Litzenberger // Journal of Finance. 1973. Vol. 28 № 4. P. 911–922.
165. Kuzmina O., Volchkova N., Zueva T. Governance Quality as a Determinant of FDI: the Case of Russian Regions // NES Working Paper Series, Working paper 205, June 2014.
166. Lama Tarek Al-Kayed. The relationship between capital structure and performance of Islamic banks.//Journal of Islamic Accounting and Business Research.2014. Vol. 5. № 2. P. 158–181.

167. Lemmon, M.L. Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure // Journal of Finance. 2008. Vol. 63. № 4. P. 1575–1608.
168. Lemmon, M.L. Debt capacity and tests of capital structure theories / M.L. Lemmon, J.F. Zender // Journal of Financial and Quantitative Analysis. 2010. Vol. 45. № 5. P. 1161–1187.
169. Markovskaya E.I., Belov A.V., Isakov M.A. Capital Outflow from the Russian Economy: Measurement of the Impact on the National Economy[electronic resource]. Electronic data. SSRN. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/ papers.cfm?abstract_id=2648220 (date: 07.05.2016).
170. Matemilola, B.T. Unobservable effects and firm's capital structure determinants // Managerial Finance. 2013. Vol. 39. № 12. P. 1124–1137.
171. Modigliani, F. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment / F. Modigliani, M.H. Miller // American Economic Review, 1958. Vol. 48. № 3. P. 261-297.
172. Myers, S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have / S. Myers, N. Majluf // Journal of Finance. 1984. Vol. 39. № 2. P. 575-592.
173. Myers, S.C. Determinants of corporate borrowing / J.R. Graham, C.R. Harvey // Journal of Financial Economics. 1977. Vol. 5. № 2. P. 147-175.
174. Neuhaus, M. The impact of FDI on Economic growth: diss.: 2005 / Univ. Mannheim: Physica-Verlag, 2006. 185 p.
175. Organization & management theory: Conference Paper Abstracts / Academy of Management Annual Meeting Proceedings. 2010. 133 p.
176. Osmera, P. Evolution of Complexity, in Integration of Fuzzy Logic and Chaos Theory. Springer, New York, 2010. 625 p.
177. Rivera Godoy, J.A. Estructurafinanciera y factoresdeterminantes de la estructura de capital de las pymesdel sector de confecciones del Valle del caucaen el perı´odo 2000-2004//Cuadernos de Administracion.2007. Vol. 20. № 34.P. 191-219.
178. Romer P.M. Increasing Returns and Long Run Growth // Journal of Political Economy. 1986. 94 vol. № 5. P. 1003-1010.
179. Smuckler S. The Benefits and Risks of Financial Globalization. In: Capital Market Liberalization and Development. – New York: Oxford University Press, 2008, 48-73.
180. Soper J. Mathematics for Economics and Business. Blackwell Publishing, 2014. 404 p.
181. Stiglitz J.E., Ocampo J.A. Capital Market Liberalization, Globalization, and the IMF. In: Capital Market Liberalization and Development. – New York: Oxford University Press, 2008, 76-100.
182. Stulz, R. Managerial discretion and optimal financing policies // Journal of Financial Economics. 1990. Vol. 26. № 1. P. 3-27.
183. The case for trade and competitiveness [electronic resource]. URL: http://www3.weforum.org/docs/WEF_GAC_Competitiveness_2105.pdf (date: 28.04.2016).

184. The World Bank [website]. URL: http://www.worldbank.org/ (date: 12.05.2016).
185. The World Bank [website]. URL: http://www.worldbank.org/ (date: 12.05.2016).
186. Tobin J. Essays in Economics. – Boston: MIT Press, 1987.
187. UNCTAD. World investment report 2014 [electronic resource]. Electronic data. New York, Geneva, cop. 2014. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf (date: 28.04.2016).
188. Vernon R. International Investment and International Trade in the Product Cycle // The Quarterly Journal of Economics [Электронный ресурс], Дата обращения: 15.04. 2015.
189. Wang. P., Wen Y., Xu Z. Two-Way Capital Flows and Global Imbalances // Research Division of Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2015-016B, 2015.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

Таблица парных корреляций факторов

```
. pwcorr TD LTD Size Size_ln Growth Prof Tang Risk Div,star (0.95)
```

	TD	LTD	Size	Size_ln	Growth	Prof	Tang
TD	1.0000						
LTD	0.7659*	1.0000					
Size	-0.0207*	0.0258*	1.0000				
Size_ln	0.0479*	0.1189*	0.8561*	1.0000			
Growth	0.3830*	0.2768*	-0.0662*	-0.0940*	1.0000		
Prof	0.0556*	-0.0756*	-0.2085*	-0.2818*	0.3700*	1.0000	
Tang	-0.5939*	-0.3907*	0.3675*	0.2475*	-0.3987*	-0.2072*	1.0000
Risk	-0.1645*	-0.1508*	0.8529*	0.6888*	-0.1072*	-0.1374*	0.4108*
Div	0.2018*	0.0536*	0.1385*	0.1413*	-0.0675*	-0.0665*	-0.1667*

	Risk	Div
Risk	1.0000	
Div	-0.0020	1.0000

Приложение 2

Способы расчета прокси переменных и расположение показателей в отчетностях компаний

	Баланс	**ОФР**
A	БАЛАНС (актив)	
E	ИТОГО по разделу III	
STD	ИТОГО по разделу V	
Sales		Выручка
EBT		Прибыль (убыток) до налого-обложения
FA	Основные средства	
NP		Чистая прибыль (убыток)
EBIT		Прибыль (убыток) от продаж
LTD	*A-E-STD*	
TD	*A-E*	
Div	Дивидендные выплаты. СПАРК-Интерфакс	

Использованные сокращения

A	Активы
E	Собственные средства
STD	Краткосрочные обязательства
EBT	Прибыль (убыток) до налогообложения
FA	Основные средства
NP	Чистая прибыль (убыток)
EBIT	Прибыль (убыток) от продаж
LTD	Долгосрочные обязательства
TD	Обязательства
Div	Дивидендные выплаты

Приложение 3

Модель TD с фиксированными эффектами для годов и тест гипотезы о равенстве коэффициентов при фиксированных переменных нулю.
Выполнено с помощью статистического пакета STATA

```
. test year_2= year_3= year_4= year_5= year_6= year_7= year_8= year_9= year_10= year_11= year_12=0

 ( 1)  year_2 - year_3 = 0
 ( 2)  year_2 - year_4 = 0
 ( 3)  year_2 - year_5 = 0
 ( 4)  year_2 - year_6 = 0
 ( 5)  year_2 - year_7 = 0
 ( 6)  year_2 - year_8 = 0
 ( 7)  year_2 - year_9 = 0
 ( 8)  year_2 - o.year_10 = 0
 ( 9)  year_2 - year_11 = 0
 (10)  year_2 - year_12 = 0
 (11)  year_2 = 0
       Constraint 11 dropped

       F( 10,    89) =    0.53
            Prob > F =    0.8622
```

Приложение 4

Модель TD с фиксированными эффектами для компаний и тест гипотезы о равенстве коэффициентов при фиксированных переменных нулю.
Выполнено с помощью статистического пакета STATA

```
. test comp_2= comp_3= comp_4= comp_5= comp_6= comp_7= comp_8= comp_9=0

 ( 1)  comp_2 - comp_3 = 0
 ( 2)  comp_2 - comp_4 = 0
 ( 3)  comp_2 - comp_5 = 0
 ( 4)  comp_2 - comp_6 = 0
 ( 5)  comp_2 - comp_7 = 0
 ( 6)  comp_2 - comp_8 = 0
 ( 7)  comp_2 - comp_9 = 0
 ( 8)  comp_2 = 0

       F(  8,    92) =   26.79
            Prob > F =    0.0000
```

Приложение 5

Модель LTD с фиксированными эффектами для годов и тест гипотезы о равенстве коэффициентов при фиксированных переменных нулю.
Выполнено с помощью статистического пакета STATA

```
. test year_2= year_3= year_4= year_5= year_6= year_7= year_8= year_9= year_10= year_11= year_12=0

 ( 1)  year_2 - year_3 = 0
 ( 2)  year_2 - year_4 = 0
 ( 3)  year_2 - year_5 = 0
 ( 4)  year_2 - year_6 = 0
 ( 5)  year_2 - year_7 = 0
 ( 6)  year_2 - year_8 = 0
 ( 7)  year_2 - year_9 = 0
 ( 8)  year_2 - year_10 = 0
 ( 9)  year_2 - year_11 = 0
 (10)  year_2 - o.year_12 = 0
 (11)  year_2 = 0
       Constraint 11 dropped

       F( 10,    89) =    0.77
            Prob > F =    0.6564
```

Приложение 6

Модель LTD с фиксированными эффектами для компаний и тест гипотезы о равенстве коэффициентов при фиксированных переменных нулю.
Выполнено с помощью статистического пакета STATA

```
. test comp_2= comp_3= comp_4= comp_5= comp_6= comp_7= comp_8= comp_9=0

 ( 1)  comp_2 - comp_3 = 0
 ( 2)  comp_2 - comp_4 = 0
 ( 3)  comp_2 - comp_5 = 0
 ( 4)  comp_2 - comp_6 = 0
 ( 5)  comp_2 - comp_7 = 0
 ( 6)  comp_2 - comp_8 = 0
 ( 7)  comp_2 - comp_9 = 0
 ( 8)  comp_2 = 0

       F(  8,    91) =    7.15
            Prob > F =    0.0000
```

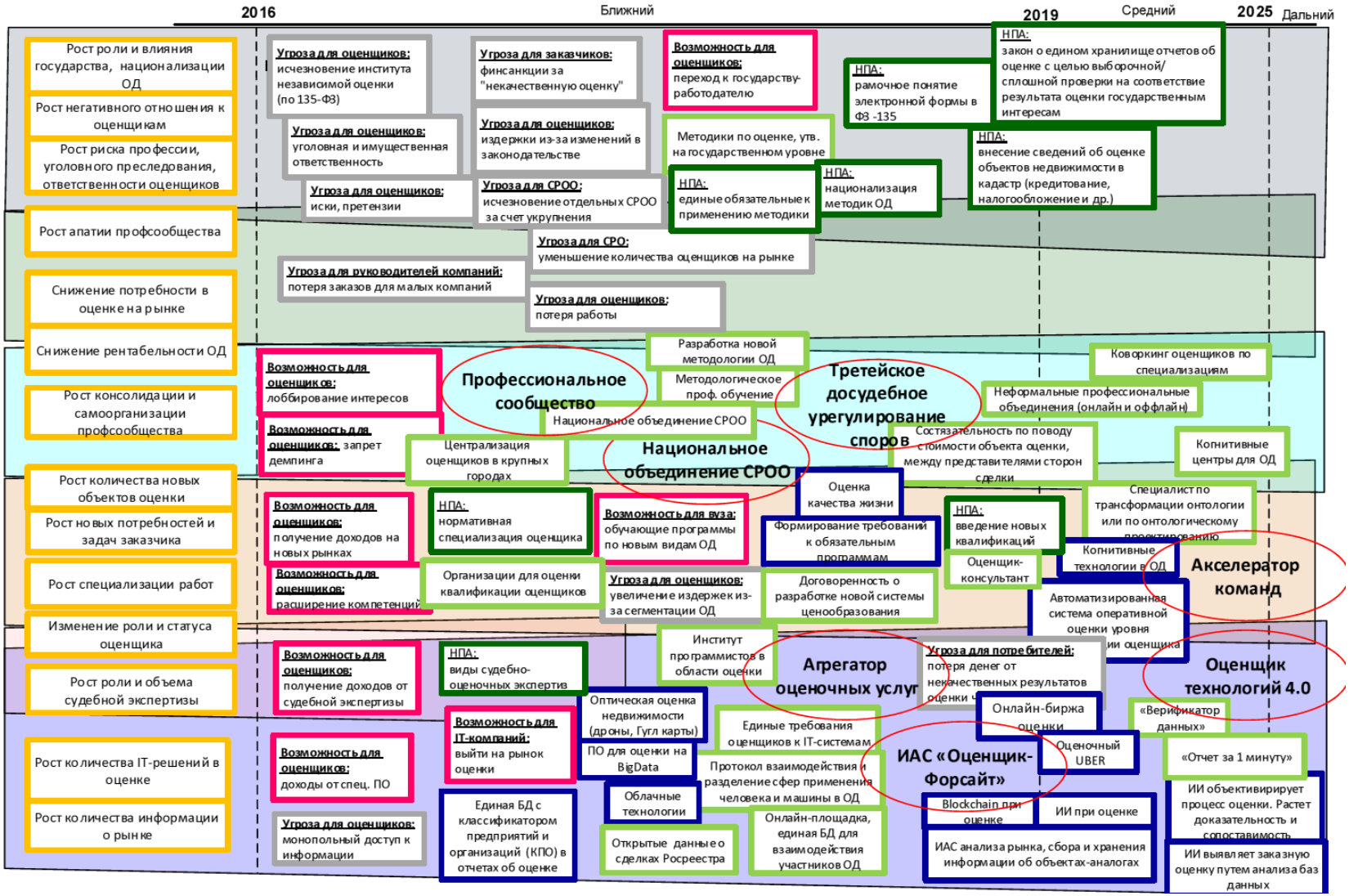
Приложение 7

Предположения теорий о влиянии факторов на структуру капитала, наши гипотезы и результаты моделей

Прокси	Расчет	Ожидаемый знак				Результат модели	
		Компро-миссная теория	Теория иерархии финансирования	Теория агентских издержек	Гипотеза автора	TD	LTD
TD	TD/A						
LTD	LTD/E						
Size_ln	ln(Sales)	+	-		+	«+» 0,046*	«+» 0,251**
Growth	$\Delta A = (A_t - A_{t-1})/A_t$		-	-	+	«+» 0,204*	«+» 1,103
Prof	EBT/A	+	-	+	+	«+» 0,150	«+» 0,326
Tang	FA/A				+	«-» 0,115	«+» 1,869*
Risk	std(EBIT) (3 года)	-	-		-	«-» 0,000*	«-» 0,000**
TaxR	До 2009 года – 0, 2009 и после – 1	+			+	«+» 0,103***	«+» 0,676***
Div	Div/NP			-	-	«+» 0,081*	
TD_t0	Первое непро-пущенное значе-ние TD, LTD				+	Исключен из-за колли-неарности	«+» 0,329
LTD_t0							

Обозначения: «+» – ожидается положительное влияние, «-» – ожидается отрицательное влияние.

Форсайт «Трансформация оценочной деятельности». 22-23 сентября 2016



Сведения об авторе

Марковская Елизавета Игоревна – кандидат экономических наук, доцент департамента финансов НИУ «Высшая школа экономики».

Автор более 90 публикаций по актуальным вопросам корпоративных финансов, институциональной экономики, вопросам адаптации экономических субъектов в национальной экономики.

В настоящее время работает над докторской диссертацией, посвященной проблеме адаптации экономических субъектов в национальной экономике и вопросам формирования адаптационных механизмов.

Научное издание

Марковская Елизавета Игоревна

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФОРМИРОВАНИЯ МЕХАНИЗМОВ АДАПТАЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКИХ СУБЪЕКТОВ

Редактор В.М. Макосий

Подписано в печать 26.09.17. Формат 60×84 1/16.
Усл. печ. л. 9,5. Тираж 500 экз. Заказ 1213.

Издательство СПбГЭУ. 191023, Санкт-Петербург, Садовая ул., д. 21.

Отпечатано на полиграфической базе СПбГЭУ