

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

Каналы влияния на финансовые решения публичных российских компаний *

Эксперт НИИ Корпоративного и проектного управления (г. Москва).
Аналитик Института экономических стратегий Отделения
общественных наук Российской академии наук С.И. Луценко

Аннотация. Автор рассматривает влияние шока (внешнее негативное последствие, не регулируемое компанией), операционной гибкости и оборотного капитала на финансовые решения российских публичных компаний. В исследование включен важный показатель шока, который позволяет оценить деятельность руководства компании в решениях, связанных со структурой капитала. Шок является индикатором в определении выбора источника финансирования с учетом его стоимости, а также влияет на поведение инвесторов при оценке будущей прибыли компании. Автор показывает, что российские публичные компании в условиях отрицательных сигналов будут накапливать прибыль для дальнейшей корректировки своей структуры капитала. Часть резерва ликвидности оборотного капитала может быть использована в качестве альтернативного источника финансирования.

Ключевые слова: структура капитала, шок, оборотный капитал, операционная гибкость, финансовый леверидж, долговое финансирование, риск.

DOI: 10.34705/KO.2020.39.1.005

* Исследование, изложенное в статье, удостоено благодарности Министерства экономического развития России и Федеральной службы государственной статистики (Росстата). В благодарности Росстата отмечается, что подготовленное исследование имеет значительную ценность для развития публичных компаний в России.

Channels of influence on finance solutions of the public Russian companies

Lutsenko S.I.

Abstract. The author considers features of influence of shock (negative events, including, communications of a monetary and macroeconomic policy of the state), operational flexibility and a working capital on finance solutions of the Russian public companies. The important indicator of shock is included which allows to estimate company management activity in the decisions connected with a capital structure in research. Shock is the indicator in determination of a choice of a source of financing taking into account its cost, and also influences behavior of investors at an estimation of the future profit of the company. The author shows that the Russian public companies in the conditions of negative signals will accumulate profit for the further adjustment of the capital structure. The part of a reserve of liquidity of a working capital can be used as an alternative source of financing.

Keywords: capital structure, shock, working capital, operational flexibility, financial leverage, debt financing, risk.

Введение

Финансовое положение компании является тем объективным и ключевым фактором, который, в первую очередь, влияет на благосостояние акционеров. Чем больше в структуре баланса (исходя из его рыночных показателей) разница между активами компании и его обязательствами перед третьими лицами, тем выше рыночная стоимость компании (Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Вер-

ховного Суда Российской Федерации от 19.08.2019 по делу № А43-1397/2017).

В свою очередь, финансовое состояние организации определяется и наличием достаточного объема ликвидных активов для краткосрочных расчетов с кредиторами, то есть, обеспеченностью собственными оборотными средствами для ведения нормальной хозяйственной деятельности (Постановление Седьмого арбитражного

апелляционного суда от 21.02.2020 по делу № А02-778/2018).

Обеспеченность собственными средствами свидетельствует об эффективности использования активов компании и непосредственно характеризует профессиональную квалификацию менеджмента компании.

Необходимо отметить, что управленческое решение должно приниматься, прежде всего, с позиции максимизации стоимости бизнеса, с учетом влияния относительных показателей: рентабельности активов, инвестиций, ликвидности оборотного капитала, а также рисков, характерные для компании (Постановление Четвертого арбитражного апелляционного суда от 09.10.2009 по делу № А19-7868/09).

В свою очередь, с целью достижения эффективности управления со стороны менеджмента, акционер обязан контролировать деятельность компании, поскольку напрямую затронут его финансовый интерес, как обладателя акций.

Интерес компании произведен от экономических интересов акционеров, так как, интересы организации не просто неразрывно связаны с интересами акционеров, они предопределяются ими (Определение Верховного Суда РФ от 26.08.2016 по делу № 305-ЭС16-3884).

Более того, при оценке перспектив развития компании и выработке органами управления экономической стратегии в качестве одного из ключевых факторов учитывается структура оборотного капитала компании (Постановление Двенадцатого арбитражного апелляционного суда от 12.02.2018 по делу № А57-5322/2017).

Оборотный капитал играет центральную роль в формировании корпоративных результатов и может также иметь значение при оценке принятия финансовых решений [1, 2].

Забегая вперед, автор определяет оборотный капитал (используя методику Фланнери и Озтекина [3]), как сумма запасов и дебиторской задолженности минус значение краткосрочных обязательств.

Мы исключаем из значения оборотного капитала денежные средства, чтобы оценить эффект влияния данного показателя (исключение влияния операционных результатов, с учетом денежной составляющей) на финансовые решения, принятые менеджментом компании.

Некоторые авторы утверждают, что компании с более высоким уровнем в активах оборотных средств, могут в большей степени обслуживать долговые обязательства [3].

Автор рассматривает влияние внешнего шока на величину активов, прибыли и других характеристик российских публичных компаний.

Внешний шок можно рассматривать как внешнее негативное последствие, не регулируемое компанией. Например, финансовый кризис, макроэкономическая политика государства, могут негативно повлиять на деятельность коммерческой организации (Постановление Арбитражного суда Московского округа от 12.08.2015 по делу № А40-115482/14).

Некоторые исследователи рассматривают влияние стандартных характеристик компании (величина активов, осязаемость, рентабельность (прибыльность) активов, Q Тобина) на структуру капитала [4, 5, 6].

В других работах авторы находят взаимосвязь между операционными характеристиками компании (в частности, структурой затрат) и ожидаемой доходностью компании [7, 8].

Рассматриваются особенности влияния оборотного капитала на финансовые решения компании [9, 10, 11].

Часть исследователей исходит из того, что финансовая гибкость является ориентиром к получению долгового финансирования. Кроме того, компании с более высоким значением ликвидных активов имеют более низкий риск дефолта и благополучно могут справиться с будущими непредвиденными обстоятельствами [3].

Ряд исследований приходят к заключению, что компании увеличивают денежные запасы или сохраняют свой долговой потенциал, чтобы финансировать будущие инвестиции [12; 13; 14].

Автор расширяет фокус исследования, включая помимо стандартных характеристик компании (в том числе, оборотный капитал), показатели внешнего шока (прокси-переменную внешних негативных последствий – канала влияния на финансовые решения) и операционной гибкости (прокси-переменную операционных затрат, позволяющую оценить ее влияние на финансовые решения, с учетом стоимости финансирования). Благодаря, данным факторам можно, в комплексе, оценить политику компании в области структуры капитала (финансового левериджа).

Наконец, рыночная цена акции формируется во время торгов под влиянием спроса, предложения и ликвидности, а также внешних шоков (Постановление Арбитражного суда Уральского округа от 05.03.2018 по делу № А76-30243/2016).

Методология исследования и описание выборки

Для оценки влияния независимых (объясняющих) переменных на корпоративные финансо-

вые решения (финансовый леверидж) были отобраны 24 публичных российских компаний из 10

отраслей экономики: сельское хозяйство (производство, переработка и реализация сельскохозяйственной продукции), нефтегазовый комплекс (нефтяная и газовая промышленность), пищевая промышленность (производство и переработка мяса птицы, свинины и комбикормов), черная и цветная металлургия, машиностроение (производство частей и принадлежностей автомобилей и двигателей), электроэнергетика, строительство (производство общестроительных работ), торговля (розничная торговля продовольственными и непродовольственными товарами), транспорт (транспортирование по трубам, морской транспорт), телекоммуникации (услуги связи). В выборку вошли публичные российские компании с

суммарным доходом более 10 млрд руб. (Приказ ФНС России от 16.05.2007 № ММ-3-06/308@). Важным условием отбора являлось наличие отчетности по международным стандартам финансовой отчетности. Акции компании должны обращаться на фондовом рынке. Информация об организациях получена из годовых финансовых отчетов, отчетов эмитентов, а также данных на корпоративных сайтах. Период выборки 2015 - 2019 гг. Количество наблюдений для каждой компании варьируется (для одних компаний — 2015 – 2018 гг., для других — 2016 – 2019 гг.), поэтому данные являются несбалансированными. Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета Stata.

Описание переменных

При оценке спецификации (регрессии) была использована зависимая (объясняемая) переменная – финансовый леверидж (показатель используется в качестве индикатора корпоративных финансовых решений, а также позволяет оценить политику компании в отношении регулирования структуры капитала).

В качестве независимых (объясняющих) переменных были отобраны: оборотный капитал, рентабельность активов, Q Тобина, величина компании, осязаемость активов, операционная гибкость, инвестиции. Данные независимые переменные были заимствованы у Франка и Гойала [4], а также у Фланнери и Озтекина [3].

Кроме того, мы включаем в нашу спецификацию, важную независимую переменную – показатель шока (прокси-переменная внешнего рыночного сигнала, связанного с макроэкономической и денежно-кредитной политикой государства) для того, чтобы оценить влияние негативных последствий на финансовые решения публичных российских компаний.

Показатель шока также является индикатором в отношении определения выбора источника финансирования, с учетом его стоимости.

Финансовый леверидж (Lev) определяется как отношение общей задолженности к совокупной величине активов. Представленный показатель определяет корпоративную политику в области структуры капитала (стратегию финансирования).

Оборотный капитал (WC) рассчитывается как отношение суммы запасов и дебиторской задолженности минус краткосрочная задолженность к совокупной величине активов. Данный показатель связан с риском неплатежей, а также определяет стоимость долгового капитала (канал влияния на финансовую политику организации).

Рентабельность (прибыльность) активов (ROA), %, - отношение прибыли после налогообложения (чистой прибыли) к совокупной величине активов.

Q Тобина – показатель, который оценивает инвестиционные возможности компании и рассчитывается как отношение рыночной капитализации к стоимости собственного капитала по балансовой оценке.

Величина компании ($\ln_Assets$) – определяется как натуральный логарифм общей величины активов. Показатель оценивает возможность долгового заимствования.

Осязаемость активов (PPE/A) рассчитывается как отношение основных средств к совокупной величине активов. Данный показатель связан с информационной асимметрией и позволяет выбирать источник финансирования, с учетом его цены.

Операционная гибкость (BOL) рассчитывается как отношение операционных расходов (включающих себестоимость продаж, коммерческие и управленческие расходы) к совокупной величине активов. Она позволяет оценить важность постоянных затрат публичной российской компании, которые влияют на пересмотр политики в области структуры капитала.

Показатель инвестиций (Invest) – определяется как отношение величины приобретения основных средств и нематериальных активов к совокупной величине активов.

Внешний шок (Shock) рассчитывается как отношение прибыли после налогообложения к рыночной капитализации. Шок (внешние рыночные сигналы) является ориентиром выбора источника финансирования, с учетом издержек корректировки структуры капитала. Кроме того, он определяет действия компании в отношении накоп-

ления прибыли (канал влияния на финансовую политику).

Все независимые переменные являются лагированными. Лаг составляет один год.

Описательная статистика представлена в табл. 1. В среднем, структура капитала российской публичной компании состоит на 55% за счет долгового финансирования и на 46% за счет собственного капитала. Среднее значение прибыли составляет 4,2 процентных пункта на каж-

дый рубль совокупных активов. Среднее значение показателя Q Тобина превышает 1, тем самым, можно говорить о положительной ситуации инвестиционных возможностей для публичных российских компаний. На каждый рубль совокупных активов, в среднем, приходится 7,4 коп. инвестиций. Наконец, в среднем, значение показателя шока составляет 7,9% на каждый рубль совокупных активов.

Таблица 1. Описательная статистика

Переменная	Средняя	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
Финансовый леверидж	0,550	0,237	0,02	1
Оборотный капитал	-0,038	0,128	-0,35	0,38
Рентабельность (прибыльность) активов	4,235	11,671	-58	28
Q Тобина	1,759	2,061	0,14	12,2
Величина компании	12,615	2,036	6,3	16,7
Осязаемость активов	0,472	0,233	0,02	0,79
Операционная гибкость	0,750	0,624	0,13	3,5
Инвестиции	0,074	0,043	0	0,2
Шок	7,938	16,277	-39	40,8

Источник данных: Данные 24 публичных российских компаний из 10 отраслей экономики: сельское хозяйство (производство, переработка и реализация сельскохозяйственной продукции: группа компаний «Русагро»), нефтегазовый комплекс (нефтяная и газовая промышленность: ПАО «Газпром», ПАО «Роснефть»), пищевая промышленность (производство и переработка мяса птицы, свинины и комбикормов: группа «Черкизово»), черная и цветная металлургия: ПАО «Норильский никель», машиностроение (производство частей и принадлежностей автомобилей и двигателей: группа «Камаз», группа «Соллерс»), электроэнергетика (группа «Мосэнерго», ПАО «Русгидро»), строительство (производство общестроительных работ: группа «ПИК»), торговля (розничная торговля продовольственными и непродовольственными товарами: ПАО «Магнит»), транспорт (транспортирование по трубам, морской транспорт: ПАО «Транснефть»), телекоммуникации (услуги связи: ПАО «Ростелеком», ПАО «Таттелеком»); условием отбора является наличие отчетности по международным стандартам финансовой отчетности; информация об организациях получена из годовых финансовых отчетов, отчетов эмитентов, а также данных на корпоративных сайтах.

Оценка параметров и анализ моделей

Регрессионная модель, учитывающая влияние шока, а также характеристик компании на корпоративные финансовые решения, имеет следующий вид:

$$Lev_t = a_0 + a_1(WC)_{t-1} + a_2(ROA)_{t-1} + a_3(Q_Тобина)_{t-1} + a_4(Ln_Assets)_{t-1} + a_5(PPE / A)_{t-1} + a_6(BOL)_{t-1} + a_7(Invest)_{t-1} + a_8(Shock)_{t-1} + \varepsilon_t;$$

где t — период времени для компании; a_0 - свободный член регрессионного уравнения; $a_1, a_2, a_3, a_4, a_5, a_6, a_7, a_8$ — регрессионные коэффициенты; ε — ошибка.

Регрессия оценивается с помощью метода инструментальных переменных – динамической модели на панельных данных (чтобы избежать проблемы эндогенности – корреляции объясняющих переменных с ошибкой в регрессионной модели).

В работе представлены оценки динамической модели методом обобщенных моментов.

В качестве инструментов в модели берутся лаги переменных, участвующие в спецификации.

Для того, чтобы полученные в спецификации оценки коэффициентов были статистически значимыми на 5%-ом уровне, в модели должны отсутствовать гетероскедастичность, мультиколлинеарность и автокорреляция остатков.

Одно из преимуществ метода обобщенных моментов состоит в том, что включенный в мо-

дели механизм автоматически устраняет мультиколлинеарность, т.е. решается проблема, связанная с проверкой возможной высокой корреляции между независимыми переменными.

Гетероскедастичность также может являться проблемой, приводящей к некорректным результатам, поэтому, в пакете Stata строилась модель, очищенная от гетероскедастичности.

Был проведен тест Ареллано – Бонда на наличие автокорреляции в остатках. По его результатам, можно заключить, что в остатках обнаружена авторегрессия второго порядка AR(2). Результаты теста Ареллано – Бонда (тест на автокорреляцию первого и второго порядков) представлены в табл. 2.

Таблица 2. Тест на автокорреляцию первого и второго порядков

Порядок	<i>z</i>	Prob> <i>z</i>
1	-2,622	0,009
2	0,507	0,612

В дальнейшем мы учитываем особенности AR(2) в динамической версии уравнения влияния шока и характеристик компании на корпоративные финансовые решения.

Полученные коэффициенты регрессии, значимые на 5%-ном уровне, представлены в табл.3.

Таблица 3. Модель, учитывающая влияние шока, а также характеристик компании, на корпоративные финансовые решения

Независимые переменные	Коэффициент	$P > z $
<i>WC</i>	-0,792	0,003
<i>ROA</i>	-0,010	0,006
<i>Q_Тобина</i>	0,038	0,011
<i>Ln_Assets</i>	0,021	0,133
<i>PPE / A</i>	-0,793	0,000
<i>BOL</i>	0,051	0,038
<i>Invest</i>	2,295	0,000
<i>Shock</i>	0,010	0,002

Для получения статистически значимых оценок и адекватной (с точки зрения, прогнозирования) модели необходимо оценить только валидность инструментов (на наличие корреляции

объясняющих переменных с ошибкой) с помощью теста Саргана.

Тест Саргана показал, что инструменты в модели валидны, и мы не можем отвергнуть гипоте-

зу о том, что инструменты не коррелируют с остаточным членом регрессии (p -value оказалось выше 5% уровня значимости и составило 19,99).

Все независимые переменные, за исключением величины компании, являются значимыми на 5%-м уровне значимости.

Результаты моделирования позволяют сделать следующие выводы.

Положительная связь между внешним шоком (прокси-переменной внешних рыночных сигналов и каналом влияния) и финансовым левериджем характеризует наличие высоких издержек (цены капитала), при которых российские публичные компании будут стремиться к выбору источника финансирования, с учетом его цены (табл. 3).

Российские организации будут пересматривать значение структуры капитала в условиях роста постоянных затрат (положительная связь между операционной гибкостью и финансовым левериджем), что соответствует позиции Лири и Робертса [15].

У компаний с высоким значением операционной гибкости более низкая цена капитала [16].

При благоприятных рыночных условиях (в том числе, макроэкономической политики государства ориентированной на поддержку реального сектора, а также разумной денежно-кредитной политики Банка России, при ключевой ставке, учитывающей рентабельность российского бизнеса) корректировка структуры капитала является менее затратной.

В условиях негативных последствий публичные компании будут накапливать прибыль, чтобы адекватно отвечать на них (отрицательная связь рентабельности активов и показателя корпоративных финансовых решений).

Компании будут следовать логике иерархической теории финансирования, обращаясь к более дешевому источнику финансирования (прибыль, которая является инвестиционным ресурсом), что характеризуется отрицательной связью меж-

ду прибылью активов и финансовым левериджем.

На корректировку структуры капитала оказывает влияние инвестиции и показатель Q Тобина (положительная связь данных показателей с финансовым левериджем).

Российские компании действуют в логике предупредительного мотива, переключаясь на внутренние источники финансирования (сберегая прибыль), чтобы в дальнейшем финансировать свои инвестиционные проекты с учетом их приоритетности. Предупредительный мотив, как было отмечено Майерсом и Мейлафом, может быть связан с финансовой неустойчивостью, поэтому компании сберегают больше денежных средств [17].

Кроме того, российские компании решают проблему неблагоприятного отбора, ориентируясь на более дешевый источник финансирования (отрицательная связь показателей прибыли и оборотного капитала с финансовым левериджем), что соответствует логике Харриса и Равива [18].

Автор не согласен с позицией Фланнери и Озтекина [3], которые заключают, что рост показателя оборотного капитала повышает вероятность обращения компании к долговому финансированию и сокращению использования собственного капитала. Напротив, излишек оборотного капитала (канала влияния) может служить для компании альтернативным дешевым источником финансирования.

В условиях внешнего шока российские компании потеряют часть стоимости своих активов и вынуждены будут прибегать к финансированию за счет внутренних источников (прежде всего, за счет накопленной прибыли).

Наконец, низкая информационная асимметрия, связанная с материальными активами, делает менее затратным собственный капитал (отрицательная связь осязаемости активов и финансового левериджа).

Выводы

В отличие от предыдущих исследований [3, 21, 22, 23], автор учитывает такой важный канал влияния на финансовую политику, как внешний шок. Показатель шока является ориентиром для выбора источника финансирования, с учетом его стоимости. Российские публичные компании пересматривают свою структуру капитала по причине роста операционных затрат. В условиях отрицательных сигналов на рынках капитала, компании будут стремиться к накоплению прибыли

для последующей корректировки структуры капитала (финансового левериджа). Часть резерва ликвидности относительного оборотного капитала (канала влияния на финансовую политику) российские организации смогут использовать в качестве альтернативного источника финансирования. Кроме того, высокий уровень ликвидных активов позволит компании сохранить низкий уровень риска, связанного с обязательствами и справиться с будущими негативными факторами.

Литература

- 1 Aktas N., Croci E., Petmezas D. Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments // *Journal of Corporate Finance*. 2015. Vol. 30. Pp. 98–113.
- 2 Kale J., Meneghetti C., Shahrur H. Contracting with nonfinancial stakeholders and corporate capital structure: The case of product warranties // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2013. Vol. 48. Pp. 699–727.
- 3 Flannery M., Oztekin O. Working Capital and Capital Structure // Working paper. College of Business Administration. University of Florida. 2019. Pp. 1-55.
- 4 Frank M., Goyal, V. Testing the pecking order theory of capital structure // *Journal of Financial Economics*. 2003. Vol. 67. Pp. 217–248.
- 5 Hennessy C., Whited T. Debt dynamics // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60. Pp. 1129–1165.
- 6 Lemmon M., Roberts M., Zender, J. Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure // *Journal of Finance*. 2008. Vol. 63. Pp. 1575–1608.
- 7 Zhang L. The value premium // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60. Pp. 67–103.
- 8 Novy-Marx R. Operating leverage // *Review of Finance*. 2011. Vol. 15. Pp. 103–134.
- 9 Petersen M., Rajan R. Trade credit: Theories and evidence // *Review of Financial Studies*. 1997. Vol. 10. Pp. 661–691.
- 10 Love I., Preve L., Sarria-Allende V. Trade credit and bank credit: Evidence from recent financial crises // *Journal of Financial Economics*. 2007. Vol. 83. Pp. 453–469.
- 11 Chen C. Kieschnick R. Bank credit and corporate working capital management // *Journal of Corporate Finance*. 2018. Vol. 48. Pp. 579–596.
- 12 Graham J. How big are the tax benefits of debt? // *Journal of Finance*. 2000. Vol. 55. Pp. 1901–1941.
- 13 Almeida H., Campello M., Weisbach M. The cash flow sensitivity of cash // *Journal of Finance*. 2004. Vol. 59. Pp. 1777–1804.
- 14 Denis D., McKeon S. Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases // *Review of Financial Studies*. 2012. Vol. 25. Pp. 1897–1929.
- 15 Leary M., Roberts M. Do firms rebalance their capital structures? // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60. Pp. 2575–2619.
- 16 Gu L. Hackbarth D., Johnson T. Inflexibility and Stock Returns // *Review of Financial Studies*. 2018. Vol. 31. Pp. 278–321.
- 17 Myers S., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13. Pp. 187–221.
- 18 Harris M., Raviv A. The theory of capital structure // *Journal of Finance*. 1991. Vol. 46. Pp. 297–355.