

Влияние макроэкономических факторов на финансовый рычаг российских публичных компаний

Научный руководитель – Черкасова Татьяна Николаевна

Короткова Яна Игоревна

Аспирант

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова, Экономический факультет, Кафедра финансов и кредита, Москва, Россия

E-mail: ya.kolesova@gmail.com

Важность финансового рычага как инструмента, используемого для управления компанией, обуславливает большую практическую значимость исследования факторов, влияющих на его величину. Среди широкого круга потенциальных факторов финансового рычага особое значение в последнее время начинают приобретать макроэкономические факторы в связи с нестабильностью макроэкономической ситуации в России. Во-первых, рост темпов инфляции в 2013-2015 годах сменился их снижением до минимальных значений в истории современной России. Во-вторых, вслед за замедлением темпов экономического роста в период с 2010 по 2014 год российская экономика столкнулась с сокращением ВВП в 2015 и 2016 годах. Высокая волатильность курса рубля, потеря российскими компаниями с середины 2014 года большей части возможностей по привлечению западного финансирования также обуславливают интерес к исследованию влияния макроэкономических факторов на финансовый рычаг российских компаний.

Проведенный нами анализ динамики финансового рычага российских публичных компаний за 2009-2014 годы показал, что, несмотря на различия в абсолютных значениях финансового рычага между отраслями (см. рис. 1), среднеотраслевые значения финансового рычага компаний изменялись преимущественно однонаправленно. Подобная динамика может быть вызвана влиянием макроэкономических факторов, чье прямое воздействие на величину финансового рычага компании не зависит от ее отраслевой принадлежности.

В рамках проведенного нами эмпирического исследования по данным 105 российских публичных компаний за 2009-2014 годы была построена модель зависимости величины финансового рычага российских компаний от внутрифирменных и макроэкономических факторов. В анализируемую выборку были включены российские публичные компании, чьи обыкновенные акции торгуются на Московской Бирже по меньшей мере с 1 января 2010 года. Из рассмотрения были исключены компании банковского сектора и сферы недвижимости, поскольку их деятельность является предметом особого регулирования и финансовый рычаг испытывает на себе значительное влияние экзогенных факторов, а также три компании (ПАО «Авиакомпания «Ютэйр», ПАО «Волгоградэнергообит» и ПАО «Дагестанская энергосбытовая компания»), величина собственного капитала которых демонстрировала отрицательные значения как минимум в один год из анализируемого периода.

Результаты моделирования показали, что среди внутрифирменных факторов на величину финансового рычага отрицательно влияют рентабельность активов (определялась как отношение чистой прибыли к балансовой стоимости активов) и уровень ликвидности (рассчитывался как отношение балансовой стоимости текущих активов к балансовой стоимости текущих обязательств), в то время как размер компании (натуральный логарифм балансовой стоимости совокупных активов) и возможности ее роста (отношение рыночной стоимости компании к балансовой стоимости ее активов) положительно воздействуют на финансовый рычаг.

Что касается макроэкономических факторов, было выявлено положительное влияние на финансовый рычаг со стороны темпа инфляции, финансовой открытости страны (измерялась как чистый приток прямых иностранных инвестиций в % от ВВП) и уровня конкуренции в банковском секторе (определялся как коэффициент концентрации - доля пяти крупнейших банков в активах банковского сектора), а также отрицательное влияние со стороны уровня процентных ставок. Гипотезы о влиянии темпов экономического роста и степени развития (капитализации) фондового рынка не были протестированы, поскольку включение этих переменных в модель приводило к возникновению проблемы мультиколлинеарности.

В ходе исследования были также выявлены различия в характере влияния внутрифирменных и макроэкономических факторов на величину рыночного и балансового показателей финансового рычага. Результаты моделирования показали, что динамика балансового показателя финансового рычага, в отличие от динамики рыночного показателя, не объясняется внутрифирменными и макроэкономическими факторами. Это дало нам основания заключить, что балансовый показатель финансового рычага не является ориентиром при принятии менеджментом решений о выборе источников финансирования деятельности российских публичных компаний, в то время как ранее Кокорева М.С., анализируя выборку из публичных компаний стран Восточной Европы и БРИК за 2002-2010 годы [1], приходила к выводу о том, что при принятии финансовых решений менеджеры ориентируются именно на балансовые показатели финансового рычага. В пользу нашего вывода свидетельствует также тот факт, что балансовая стоимость собственного капитала, используемая при расчете балансового показателя финансового рычага, имеет формальный характер, поскольку представляет собой величину, балансирующую стоимости активов и обязательств компании. Сторонником такой позиции является, в частности, Уэлч (Welch) [2].

Опираясь на результаты моделирования, мы построили иерархию факторов финансового рычага для российских публичных компаний. Наибольшая сила влияния на величину финансового рычага российских публичных компаний свойственна размеру компании. При прочих равных условиях при увеличении размера компании на одно стандартное отклонение величина финансового рычага компании увеличивается на 88,5% своего стандартного отклонения. После размера компании наибольшей силой влияния на величину финансового рычага характеризуются уровень конкуренции в банковском секторе и уровень процентных ставок, следом идут возможности роста компании и темп инфляции в стране. Наименьшая сила влияния на величину финансового рычага среди значимых внутрифирменных и макроэкономических факторов характерна для рентабельности совокупных активов компании. Таким образом, результаты показали, что макроэкономические факторы по силе своего влияния на финансовый рычаг не уступают большинству внутрифирменных факторов.

Источники и литература

- 1) Кокорева М.С. Выбор структуры капитала компаниями стран БРИК и Восточной Европы: эмпирический анализ // Корпоративные финансы. 2012. №2 (22). С. 58-70.
- 2) Welch, I. Two Common Problems in Capital Structure Research: The Financial-Debt-To-Asset Ratio and Issuing Activity Versus Leverage Changes // International Review of Finance. 2011. Vol. 11. pp. 1-17

Иллюстрации

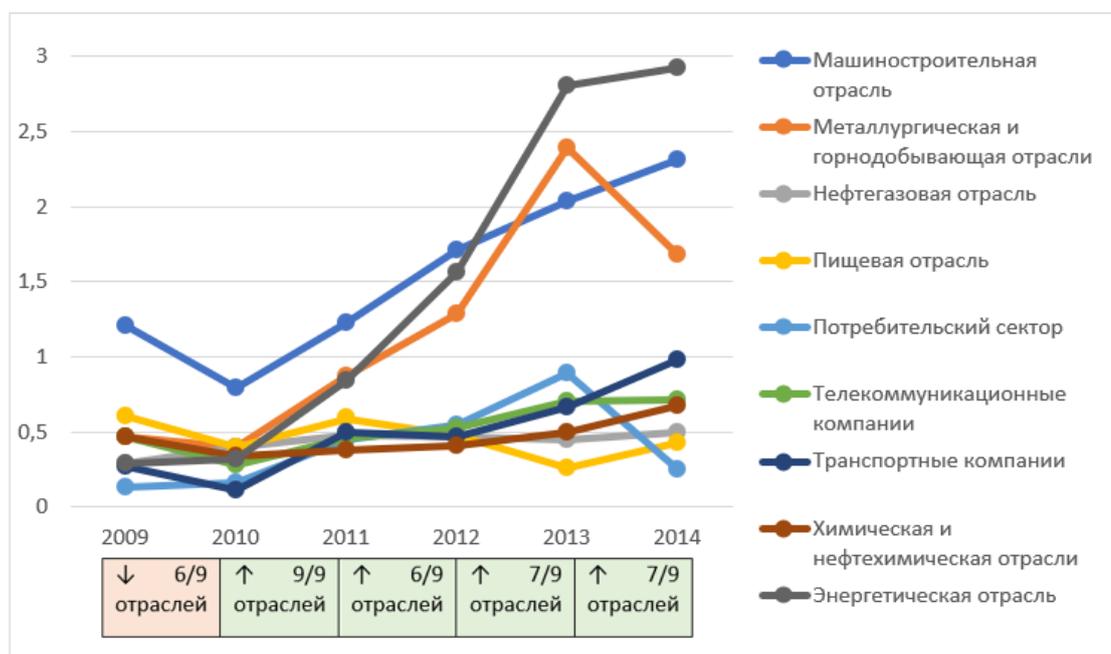


Рис. 1. Динамика среднеотраслевых значений финансового рычага российских публичных компаний, 2009-2014 гг. Источник: построено автором на основе статистических данных базы СПАРК