

1.6. ВНУТРЕННИЙ РОСТ, ФИНАНСОВЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ В КОНТЕКСТЕ ДИНАМИЧЕСКОЙ МОДЕЛИ

Луценко С. И., Ессентуки

Автор рассматривает особенности влияния денежных авуаров, внутреннего роста и ограничений на финансовую политику российских публичных компаний. Ключевыми показателями при оценке структуры капитала выступают: внутренний рост (индикатор влияния менеджмента) и дивидендные выплаты. Российские публичные компании действуют в логике предупредительного мотива, фокусируя свое внимание на внутренних резервах (источников финансирования) для последующего финансирования своих инвестиций, с учетом их приоритета. Автор представляет результаты оценки динамической модели методом обобщенных моментов с помощью статистического пакета Stata и процедуры – «Arellano-Bover/Blundell-Bond estimation».

Введение

Финансовое положение компании является тем объективным и ключевым фактором, который в первую очередь влияет на ее стоимость и благосостояние акционеров¹.

В свою очередь, приращение имущественной массы (акционерной стоимости) самой компании устанавливает прямую корреляционную связь с повышением стоимостного значения акции.

Плохое управление (рискованные сделки) могут оказать влияние на цену акции и экономические интересы собственников компании, поскольку снижение их стоимости тождественно лишению собственности у акционеров².

Рыночная стоимость акции учитывается при определении материального ущерба, нанесенного органом управления своим акционерам³.

В предыдущих исследованиях авторы обращают свое внимание на взаимодействие характеристик компании (в частности, осязаемости активов, рентабельности активов, величины компании) и финансового леввериджа – структуры капитала [Rajan, Zingales, 1995; Frank, Goyal, 2003; Lemmon, Roberts, Zender, 2008].

Другие исследователи стремятся объяснить поведение компании при управлении денежными средствами, и финансовый левверидж (или структура капитала) часто включается как контрольная переменная [Opler, Pinkowitz, Stulz, 1999; Almeida, Campello, Weisbach, 2004; Duchin, Gilbert, Harford, Hrdlicka, 2017].

Компании сокращают долю заемных средств и уровень долговых выплат и наращивают денежные остатки [Acharya, Almeida, Campello, 2007].

Деанджело и др. [DeAngelo, Goncalves, Stulz, 2021] отмечают, что организации наращивают свой долг, когда их денежный уровень является недостаточным для финансирования хозяйственных потребностей.

Некоторые авторы объясняют, что изменения денежных средств и финансового леввериджа объясняется уровнем, до которого финансирование потребностей влияет на эмиссионную политику компании [Easterbrook, 1984].

Необходимо отметить, что денежная форма капитала является наиболее ликвидной и мобильной, позволяющей организации использовать ее в целях совершенствования производства и инвестирования в проекты, что, в конечном счете, увеличивает стоимость компании⁴.

В российских реалиях привлечение денежных средств из внешних источников финансирования является распространенной практикой пополнения недостающих финансовых ресурсов⁵.

¹ Определение Верховного Суда РФ от 19.08.2019 № 301-ЭС17-18814 // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

² Решение Европейского Суда по правам человека от 07.11.2002 по делу «Ольжак против Польши» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

³ Постановление Европейского Суда по правам человека от 01.12.2016 по делу «Рейснер против Турции» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

⁴ Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.07.2009 по делу № А40-60792/09-142-270 // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

⁵ Постановление Шестого арбитражного апелляционного суда от 02.07.2020 № А73-3888/2011 // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

Вышеприведенные исследования не учитывают такие показатели, как влияние менеджмента (прокси-переменная – показатель внутреннего роста) на структуру капитала и финансовые ограничения (прокси-переменная – дивидендные выплаты) в условиях неопределенности – внешних шоков.

Уровень дивидендных выплат (или показатель финансовых ограничений) является индикатором дефицита денежных средств и позволяет ориентировать компанию в отношении выбора источника финансирования⁶.

Показатель влияния политики менеджмента (внутреннего роста) на структуру капитала является ключевым, поскольку управленческое решение должно приниматься, прежде всего, с позиции максимизации стоимости бизнеса.

Неудовлетворительные финансовые результаты хозяйственной деятельности компании, возникшие вследствие плохого (некомпетентного) управления и отсутствия разумной финансовой стратегии или ошибочных стратегических решений, не соответствуют экономическим интересам компании и ее собственников⁷.

Верховный Суд РФ в своем определении⁸ выделяет повышенный стандарт поведения лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность, в частности, менеджмента, а также стандарт ожидаемого добросовестного поведения (соблюдения фидуциарных обязанностей действовать добросовестно и разумно в интересах компании).

Не допускается попустительство в отношении противоречивого и недобросовестного поведения со стороны менеджмента, не соответствующего обычной коммерческой честности (правило эстоппель), а также из правила *venire contra factum proprium* (никто не может противоречить собственному предыдущему поведению), в соответствии с которыми не допускается изменение стороной своей позиции в ущерб контрагенту, который ранее разумно и добросовестно полагался на обратное поведение такой стороны.

Кроме того, в условиях неопределенности – шоков (колебаний рынков, обстоятельств, на которые невозможно повлиять и разумно предвидеть) показатель внутреннего роста (влияния менеджмента) приобретает особое значение.

В качестве примера внешних шоков выступают секторальные санкции Евросоюза (далее – ЕС) против нефтедобывающих компаний, в соответствии с Регламентом № 833/2014 от 31.07.2014. Санкции регулярно продлеваются и действуют по настоящее время⁹.

Прежде всего, речь идет о запрете на долговое финансирование и ограничение на участие облигаций (со сроком обращения свыше 30 дней) к торгам в отношении топливно-энергетических компаний («Роснефть», «Транснефть», которые представлены в настоящем исследовании).

Наконец, показатель влияния политики менеджмента на структуру капитала позволяет оценить предупредительный мотив (*precautionary motive*), сформулированный Кейнсом [Keynes, 1936]. Речь идет о способности компании «переключиться» на внутренние источники финансирования (сберегая часть денежных средств для последующего финансирования приоритетных инвестиционных проектов).

Российские публичные компании в условиях шоков на рынках капитала стремятся действовать в логике предупредительного мотива, аккумулируя денежный запас, тем самым защищая себя от негативных внешних последствий и снижая риск управленческих решений.

В условиях финансовых ограничений компании могут перераспределять собственный капитал (через дивидендные выплаты), направляя его на реинвестирование активов. То есть дивиденды могут служить инвестиционным ресурсом.

1. Методология исследования и описание выборки

С целью выявления влияния операционных затрат (издержек регулирования структуры капитала), шока на финансовую политику были отобраны 24 публичные российские компании 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 были включены публичные российские компании с суммарным доходом более 10 млрд. руб.¹⁰. Критерием отбора являлось наличие отчетности по международным стандартам финансовой отчетности. Акции компании должны обращаться на фондовом рынке. Информация о российских организациях получена из годовых финансовых отчетов, отчетов

⁶ Письмо Минфина от 05.09.2017 № 03-08-05/56927 // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

⁷ Постановление Двадцатого арбитражного апелляционного суда от 18.11.2020 по делу № А23-6808/2016 // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

⁸ Определение Верховного Суда Российской Федерации от 08.06.2016 № 308-ЭС14-1400 // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

⁹ Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 02.03.2021 по делу № А40-14071/2020 // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

¹⁰ Приказ ФНС России от 16.05.2007 № ММ-3-06/308@ // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

эмитентов, а также данных на корпоративных сайтах. Период выборки - 2017 – 2020гг. Количество наблюдений для каждой компании варьируется (для одних компаний — 2017–2020 годы, для других — 2018–2020 годы), поэтому данные являются несбалансированными. Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета Stata.

2. Описание переменных

При оценке модели использована зависимая переменная (объясняемая переменная) – финансовый леверидж (показатель структуры капитала или финансовой политики компании).

В качестве независимых (объясняющих) переменных были отобраны: денежный коэффициент, или коэффициент управления денежными авуарами, чистый долг, рентабельность (прибыльность) активов, осязаемость активов. Данные независимые переменные были заимствованы у Фрэнка и Гойяла [Frank, Goyal, 2003] и Деанджело и др. [DeAngelo, Goncalves, Stulz, 2021].

Дополнительно мы включаем в нашу модель две независимые переменные – показатель внутреннего роста (влияния менеджмента на структуру капитала) и дивидендные выплаты.

Финансовый леверидж (Lev) определяется как отношение совокупной задолженности к общей величине активов. Показатель определяет финансовую политику компании.

Денежный коэффициент, или коэффициент управления денежными авуарами (Cash_Holdings) рассчитывается как отношение денежных средств плюс краткосрочные финансовые вложения (денежные авуары) к совокупной величине активов. Показатель является источником финансирования инвестиций, а также влияет на стоимость компании.

Чистый долг (Net Debt) определяется как отношение совокупной задолженности за вычетом денежных средств к общей величине активов. Данный показатель является источником финансирования хозяйственной деятельности компании.

Рентабельность (прибыльность) активов (ROA) - отношение прибыли после налогообложения (чистой прибыли) к совокупной величине активов. Показатель связан с принятием финансовых решений в отношении инвестиционных проектов.

Осязаемость активов (PPE/A) рассчитывается как отношение основных средств к совокупной величине активов. Показатель связан с информационной асимметрией и позволяет оценить источник финансирования, с учетом его стоимости. Кроме того, он идентифицирует имущественное состояние компании при ее обращении к долговому финансированию.

Показатель внутреннего роста, или влияния менеджмента на структуру капитала (g) является ключевым. Он позволяет устранить внешние влияния (ошибочные оценки рынка, макроэкономические факторы) и представляет внутреннюю часть роста стоимости компании, оценивая реальный вклад менеджмента в рыночную капитализацию [Daniel, Titman, 2006]. Рассчитывается этот показатель так:

$$g_{i,t} = \log\left(\frac{ME_{i,t}}{ME_{i,t-3}}\right) - \log(r_{i,t-3;t})$$

где ME — рыночная капитализация; r — логарифм среднего значения доходности акций. Российский фондовый рынок является неустойчивым, долгосрочный период рассматривается как три года и более. Представленный период позволяет учесть негативные шоки (сигналы), которые могут повлиять на доходность акций, поскольку управленческое решение должно приниматься, прежде всего, с позиции максимизации стоимости бизнеса. В связи с этим, такие показатели, как рентабельность активов, осязаемость активов, финансовые риски, в большей или меньшей степени влияют на максимизацию стоимости активов.

Показатель внутреннего роста позволяет оценить предупредительный мотив (precautionary motive), то есть, готовность компании «переключиться» на внутренние источники финансирования (сбережение денежных средств для последующего инвестирования проектов).

Дивидендные выплаты (Div) рассчитываются как отношение выплаченных дивидендов к совокупной величине активов. Данный показатель является индикатором финансовых ограничений (поскольку чистая прибыль является источником выплаты дивидендов и средств, направляемых на образование различных фондов и на прирост капитала компании). Финансовые ограничения могут возникнуть в результате шоков (негативных эффектов - экстерналий). Компании, сталкиваясь с финансовыми ограничениями, встают перед проблемой неблагоприятного отбора финансирования, то есть выбора источника финансирования с точки зрения его цены.

Все независимые переменные являются лагированными. Лаг составляет один год.

Описательная статистика представлена в табл. 1. Структура капитала российской публичной компании, в среднем, состоит на 58 % из долгового капитала и на 42 % из собственного капитала. На каждый рубль активов, в среднем, приходится 8,8 коп. денежных авуаров, 47 коп. основных средств и 3,6 коп. дивидендных выплат. Роль менеджмента на структуру капитала определяется, в среднем, 13,9 процентными пунктами.

Таблица 1/ Описательная статистика

Переменная	Средняя	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
Финансовый леверидж	0,581	0,228	0,16	1
Денежный коэффициент	0,088	0,057	0,01	0,26
Чистый долг	0,512	0,220	0,11	1
Рентабельность активов	4,916	11,843	-58,5	44,1
Осязаемость активов	0,474	0,257	0,02	0,89
Внутренний рост	0,139	0,316	-0,5	1,35
Дивидендные выплаты	0,036	0,047	0	0,22

3. Оценка и анализ модели

Выделяем модель, которая оценивает влияния внутреннего роста, дивидендных выплат и других характеристик компании на финансовую политику (структуру капитала):

$$Lev_t = a_0 + a_1(Cash_Holdings)_{t-1} + a_2(Net_Debt)_{t-1} + a_3(ROA)_{t-1} + a_4(PPE/A)_{t-1} + a_5(g)_{t-1} + a_6(Div)_{t-1} + \varepsilon_t$$

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

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

Результаты оценки представлены с помощью «Arellano-Bover/Blundell-Bond estimation» методом обобщенных моментов.

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

Для достижения значимости коэффициентов на 5%-ом уровне в модели должны отсутствовать гетероскедастичность, мультиколлинеарность и автокорреляция остатков.

Одним из преимуществ метода обобщенных моментов является то, что он автоматически устраняет мультиколлинеарность. То есть решается проблема, связанная с проверкой возможной высокой корреляции между независимыми переменными.

Гетероскедастичность также может являться проблемой, связанной с нарушением предпосылок метода наименьших квадратов (получением некорректных результатов из модели). В пакете Stata реализуется модель, очищенная от гетероскедастичности.

Мы проводим тест Ареллано – Бонда (Arellano-Bond test) на наличие автокорреляции в остатках.

По его результатам можно заключить, что в остатках обнаружена авторегрессия второго порядка AR(2).

Тест Ареллано – Бонда, или тест на автокорреляцию первого и второго порядков представлен в табл. 2.

Таблица 2/ .Тест на автокорреляцию первого и второго порядков

Порядок	Z	Prob>z
1	-2,047	0,041
2	-0,656	0,512

В последующем мы учитываем особенности AR(2) в динамической версии уравнения влияния внутреннего роста, дивидендных выплат и других характеристик компании на структуру капитала.

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

Таблица 3 Модель, рассматривающая влияния внутреннего роста, дивидендных выплат, а также других характеристик компании на структуру капитала

Независимые переменные	Коэффициент	P > 0
<i>Cash_Holdings</i>	0,512	0,014
<i>Net_Debt</i>	0,917	0,000
<i>ROA</i>	-0,001	0,218
<i>PPE / A</i>	-0,094	0,048
<i>g</i>	-0,044	0,021
<i>Div</i>	0,409	0,003

Для получения статистически значимых оценок и адекватной (с точки зрения прогнозирования) модели необходимо оценить валидность инструментов (на наличие корреляции объясняющих переменных с ошибкой), с помощью теста Саргана (Sargan test) на ограничения при сверхиндентификации.

Валидность – это категория корректности выбранных для анализа инструментов.

Тест Саргана показал, что инструменты в модели валидны, и мы не можем отвергнуть гипотезу, что инструменты не коррелируют с остаточным членом регрессии (p -value оказалось выше 5% уровня значимости и составило 60,29%). Другими словами, нулевая гипотеза об эффективном использовании матрицы инструментальных переменных не может быть отвергнута.

Все независимые переменные, за исключением рентабельности активов, являются значимыми на 5%-м уровне значимости, удовлетворяют экономическим соображениям, и структурная модель представляется корректной.

Отрицательная связь между внутренним ростом (прокси-переменной политики менеджмента в области структуры капитала) и финансовым леввериджем предсказывает, что орган управления учитывает влияние негативных шоков на внешних рынках капитала.

Руководство российских публичных компаний стремится сохранить часть денежных средств для последующего погашения долга и регулирования структуры капитала.

Кроме того, менеджмент компаний действует в логике предупредительного мотива, снижая риск своих управленческих решений (сберегая денежные средства и направляя их на финансирование приоритетных инвестиционных проектов).

Подобные действия руководства российских организаций соответствуют гипотезе предупредительного мотива, выдвинутой Кейнсом [Keynes, 1936]: для возможных негативных последствий, требующих внезапных расходов, необходимо сформировать денежный запас.

Предупредительный мотив, как было отмечено Майерсом и Мейлафом [Myers, Majluf, 1984], может быть связан с финансовой неустойчивостью, поэтому компании будут сберегать больше денежных средств.

Дивиденды (индикатор финансовых ограничений) передают сигнал о будущей прибыли и финансовой политике руководства (рациональности его поведения) инвесторам и акционерам (положительная связь между дивидендными выплатами и финансовыми леввериджем). Кроме того, речь идет о том, что российские компании могут перераспределять собственный капитал (через дивидендные каналы), направляя его на последующее инвестирование хозяйственной деятельности.

Дивидендная составляющая влияет на поведение инвесторов (через сигнал о цене акции).

Низкая информационная асимметрия позволяет российской компании следовать логике иерархической теории финансирования, то есть выбирать источник финансирования с учетом его стоимости [Opler, Pinkowitz, Stulz, 1999].

Денежные авуары позволяют компании использовать ее результаты в целях совершенствования производства, инвестирования в соответствующие проекты, что в конечном счете увеличивает акционерную стоимость (положительная связь между денежным коэффициентом и структурой капитала).

Менеджмент в случае потребности в финансировании делает выбор в пользу долгового капитала, нежели эмиссии акций, с точки зрения его цены, сохраняя при этом внутренние резервы (положительная связь между чистым долгом и структурой капитала).

Низкая информационная асимметрия, которая связана с имущественным обеспечением, делает привлеченный капитал менее дорогостоящим (отрицательная связь между осязаемостью активов и финансовым леввериджем). Тем самым, активы компании (залоговое обеспечение является гарантией для кредиторов при предоставлении долгового капитала) позволяют решить проблему неблагоприятного отбора, то есть выбора источника финансирования с учетом его цены.

Автор не согласен с позицией Деанджело и др. [DeAngelo, Goncalves, Stulz, 2021], согласно которой, если у компании остается денежный запас, она не будет прибегать к внешнему заимствованию.

На самом деле, компания, сохраняя денежные средства и перераспределяя их через дивидендные каналы, будет обращена к внешнему финансированию в условиях низкой информационной асимметрии и финансовых ограничений (отрицательная связь между внутренним ростом, осязаемостью активов и финансовым леввериджем, а также положительная связь между дивидендными выплатами и структурой капитала).

Заключение

Показатели внутреннего роста и дивидендных выплат позволяют оценить разумность денежной политики менеджмента в условиях финансовых ограничений. Руководство российских организаций будет следовать в русле гипотезы предупредительного мотива, выдвинутого Д. Кейнсом, формируя определенный денежный запас в качестве защиты от негативных последствий (в частности, в условиях секторальных санкций). Дивиденды могут служить инвестиционным ресурсом для финансирования приоритетных проектов, а также являются информационным сигналом для инвесторов и акционеров в отношении цены акции. Низкая информационная асимметрия предоставляет возможность компании выбирать капитал с учетом его цены, действуя в логике иерархической теории финансирования. Тем самым, менеджмент российских организаций, даже в условиях наличия денежных запасов, будет стремиться к долговому заимствованию для финансирования хозяйственной деятельности.

Литература

1. Acharya V., Almeida H., Campello M. Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies // Journal of Financial Intermediation. 2007. Vol. 16. Pp. 515-554.
2. Almeida H., Campello M., Weisbach M. The cash flow sensitivity of cash // Journal of Finance. 2004. Vol. 59. Pp. 1777-1804.
3. Daniel K., Titman S. Market reactions to tangible and intangible information // The Journal of Finance. 2006. Vol. 61. Pp. 1605-1643.
4. DeAngelo H., Goncalves A., Stulz R. Leverage and cash dynamics // Working paper. The Ohio State University. 2021. Pp. 1-53.
5. Duchin R., Gilbert T., Harford J., Hrdlicka C. Precautionary savings with risky assets: When cash is not cash // Journal of Finance. 2017. Vol. 72. Pp. 793-852.
6. Easterbrook F. Two agency-cost explanations of dividends // American Economic Review. 1984. Vol. 74. Pp. 650-659.
7. Frank M., Goyal, V. Testing the pecking order theory of capital structure // Journal of Financial Economics. 2003. Vol. 67. Pp. 217-248.
8. Keynes J. The General Theory of Employment, Interest and Money // London. MacMillan. 1936. Pp. 403.
9. 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.
10. 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.
11. Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings // Journal of Financial Economics. 1999. Vol. 52. Pp. 3-46.
12. Rajan R., Zingales L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data // Journal of Finance. 1995. Vol. 50. Pp. 1421-1460..

Луценко Сергей Иванович.

Эксперт НИИ Корпоративного и проектного управления (г. Москва).

Аналитик Института экономической стратегий РАН.

E-mail: scorp_ante@rambler.ru

Ключевые слова

метод обобщенных моментов, внутренний рост, финансовые ограничения, предупредительный мотив, финансовая политика, информационная асимметрия, неблагоприятный отбор.

Sergej Lutsenko. Internal growth, financial constraints and investment policy of Russian public companies in the context of a dynamic model

Keywords

method of generalized moments, internal growth, financial constraints, preventive motive, financial policy, information asymmetry, unfavorable selection.

DOI: 10.34706/DE-2021-04-06

JEL classification C01 – Эконометрика, C33 – Модели, построенные на панельных данных • Пространственно-временные модели, C51 – Построение и оценка моделей, G32 – Финансовая политика • Финансовые риски и управление рисками, G35 – Принципы выплаты дивидендов.

Abstract

The author examines the peculiarities of the influence of monetary holdings, internal growth and restrictions on the financial policy of Russian public companies. The key indicators in assessing the capital structure are: internal growth (an indicator of the influence of management) and dividend payments. Russian public companies act in the logic of a precautionary motive, focusing their attention on internal reserves (sources of financing) for the subsequent financing of their investments, taking into account their priority. The author presents the results of the evaluation of the dynamic model by the method of generalized moments using the statistical package Stata and the procedure - "Arellano-Bover/Blundell-Bond estimation"..