Кокорева, Мария Сергеевна. Формирование структуры капитала компаниями на развивающихся финансовых рынках : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Кокорева Мария Сергеевна; [Место защиты: Нац. исслед. ун-т "Высш. шк. экономики"].- Москва, 2012.- 213 с.: ил. РГБ ОД, 61 12-8/3825

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1. Принципы выбора структуры капитала в рамках компромиссной теории 12**

1.1. Основы статической компромиссной теории формирования структуры капитала 13

1.2. Принципы динамической компромиссной теории выбора структуры капитала 18

1.3. Детерминанты структуры капитала компаний на развивающихся финансовых рынках 35

Выводы по первой главе диссертационного исследования 55

**Глава 2. Моделирование движения к целевой структуре капитала 57**

2.1. Методы исследования целевой структуры капитала 57

2.2. Моделирование скорости приспособления и границ отклонений от целевой структуры капитала 63

2.3. Мотивы выбора структуры капитала компаний с развивающихся финансовых рынков 68

Выводы по второй главе диссертационного исследования 89

**Глава 3. Эмпирический анализ формирования структуры капитала на выборке компаний с развивающихся финансовых рынков 91**

3.1. Гипотезы мотивов выбора структуры капитала на развивающихся финансовых рынках 91

3.2. Характеристика выборки и переменных 94

3.3. Модель движения к целевой структуре капитала 104

3.4. Анализ результатов тестирования и проверка результатов на устойчивость 111

Выводы по третьей главе диссертационного исследования 126

Заключение 128

Список использованных источников 131

Приложения 153

* [Детерминанты структуры капитала компаний на развивающихся финансовых рынках](http://www.dslib.net/finansy/formirovanie-struktury-kapitala-kompanijami-na-razvivajuwihsja-finansovyh-rynkah.html#5236251)
* [Моделирование скорости приспособления и границ отклонений от целевой структуры капитала](http://www.dslib.net/finansy/formirovanie-struktury-kapitala-kompanijami-na-razvivajuwihsja-finansovyh-rynkah.html#5236252)
* [Гипотезы мотивов выбора структуры капитала на развивающихся финансовых рынках](http://www.dslib.net/finansy/formirovanie-struktury-kapitala-kompanijami-na-razvivajuwihsja-finansovyh-rynkah.html#5236253)
* [Анализ результатов тестирования и проверка результатов на устойчивость](http://www.dslib.net/finansy/formirovanie-struktury-kapitala-kompanijami-na-razvivajuwihsja-finansovyh-rynkah.html#5236254)

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.** Выбор соотношения собственного и

заемного капиталов входит в число ключевых проблем при принятии

стратегических решений о долгосрочном развитии компаний. Структура

капитала влияет на уровень инвестиционных рисков фирмы, потенциальные

конфликты интересов между собственниками, менеджментом, кредиторами,

финансовыми и нефинансовыми стейкхолдерами компании. Как результат,

соотношение собственного и заемного капиталов является значимым

элементом управления стоимостью фирмы, однако до сих пор отсутствует

целостное понимание, как принимаются решения о выборе столь важного для

компании соотношения.

Таким образом, актуальность диссертационного исследования

обусловлена необходимостью решения проблемы формирования структуры капитала, оптимальной для реализации рыночных стратегий компаний. Осмысления требуют и мотивы, которыми руководствуется менеджмент компаний при выборе уровня долговой нагрузки, а также факторы, оказывающие влияние на целевой показатель долговой нагрузки и скорость приспособления к нему. Целесообразность работы вызвана и отсутствием устойчивых результатов исследований структуры капитала, проведенных на данных развивающихся финансовых рынков.

Прикладной аспект актуальности исследования заключается, во-первых, в необходимости оценки факторов, определяющих оптимальную структуру капитала, и отклонения стоимости компании от максимально возможной в случае неоптимального показателя долговой нагрузки. Во-вторых, финансовый кризис, начавшийся в 2007-2008 годах, не мог не сказаться на принятии решений менеджментом о структуре капитала, повлияв как на внешние институциональные и макроэкономические показатели, так и на внутренние показатели фирмы, приводящие к изменениям в уровне долговой нагрузки

компании. Изменения в формировании оптимальной структуры капитала в условиях финансового кризиса требуют отдельного изучения и оценки.

**Степень разработанности проблемы.** Изучению проблемы выбора структуры капитала посвящена обширная теоретическая и эмпирическая литература, однако компаниям, оперирующим в странах с развивающимся, не достаточно зрелым рынком капитала, включая российский, уделено существенно меньшее внимание. Доступные в настоящий момент исследования относятся к ограниченному кругу восточно-европейских и азиатских стран и редко отражают результаты сравнительного анализа.

Основные достижения в исследовании структуры капитала связаны с работами зарубежных авторов. Начало исследованиям структуры капитала было положено работами Ф. Модильяни и М. Миллера. Исследования детерминант структуры капитала выполнены М. Франком, В. Гойалом, Р. Раджаном, Л. Зингалесом, Дж. Грэхамом. Принципы компромиссной теории, влияние налогового фактора и издержек финансовой неустойчивости проанализированы в работах Э. Альтмана, Дж. Ангрейда, Дж. Грэхама, Т. Оплера, Ш. Титмана.

Развитие динамических аспектов компромиссной теории структуры капитала связано с исследованиями Э. Фишера, Ш. Титмана, С. Цыплакова, В. Дробеца, Х. ДеАнджело, И. Стребулаева. Детальное осмысление динамических моделей отражено в работах, посвященных определению оптимальной долговой нагрузки (К. Хеннесси, Т. Уайтед, Э. Дадли, Э. Фишер), анализу детерминант скорости приспособления к ее целевому уровню (Г. Ванзенрид, Р. Хуанг, О. Озтёкин, М. Фланнери).

Межстрановыми исследованиями динамической компромиссной

концепции, отражающими значимость макроэкономических и

институциональных факторов, занимались М. Фланнери, А. Антониу, О. Озтёкин.

Предпосылки и эмпирические выводы альтернативных мотивов выбора оптимального соотношения собственного и заемного капиталов раскрыты в следующих работах: в области теории порядка финансирования (С. Майерс, Н. Маджлуф, Л. Шиям-Сандерс, И. Стребулаев, К. Ванг), теории отслеживания рынка (А. Алти, М. Бейкер, Дж. Вёглер), агентской теории (Дж. Анг, М. Дженсен, У. Меклинг, А. Мелло).

Вклад в финансовую литературу, направленную на тестирование концепций структуры капитала на развивающихся финансовых рынках, внесли работы Л. Бута, Д. Сеспедеса, Е. Ниворожкина, И. Панди, Т. Миттона, Б. Сейферта. Динамические модели формирования оптимального уровня долговой нагрузки протестированы в исследованиях У. Киана, Б. Кларка, А. Гайгорайдиноглу, Р. Де Хааса, М. Питерса. Исследования структуры капитала на российском рынке сосредоточены на выявлении детерминант финансового рычага и тестировании базовых концепций формирования структуры капитала. Основной вклад в данный пласт исследований сделан Д. Волковым, И. Березинец, И. Ивашковской, Н. Рудыком, П. Макаровым. Однако вопросы формирования российскими компаниями структуры капитала в динамике, взаимосвязи корпоративных и макроэкономических факторов, оказывающих влияние на выбираемый уровень долговой нагрузки, а также вопросы сравнительного анализа структуры капитала компаний на развивающихся финансовых рынках остаются практически не раскрытыми в имеющихся академических публикациях.

**Целью** диссертационного исследования является разработка модели,  
определяющей формирование структуры капитала компаниями на

развивающихся финансовых рынках в динамике.

Для достижения указанной цели в диссертационном исследовании поставлены следующие **задачи**:

1. Разработать систему факторов, влияющих на формирование структуры капитала компаний, на основе анализа преимуществ и ограничений статической и динамической версий компромиссной теории.
2. Выявить расхождения в результатах эмпирических исследований детерминант структуры капитала и мотивов формирования оптимального уровня долговой нагрузки на развивающихся финансовых рынках.
3. Определить детерминанты структуры капитала компаний, функционирующих на развивающихся финансовых рынках.
4. Выявить мотивы формирования структуры капитала компаниями на развивающихся финансовых рынках стран БРИК и Восточной Европы (ВЕ) путем эмпирической апробации модели, определяющей выбор структуры капитала в динамике.
5. Определить макроэкономические и институциональные особенности развивающихся финансовых рынков, влияющие на скорость приспособления структуры капитала компаний к оптимальному уровню.
6. Выявить изменения в формировании структуры капитала компаниями, вызванные финансовым кризисом, начавшимся в 2007-2008 годах.

**Объектом исследования** являются крупные публичные компании, функционирующие на развивающихся финансовых рынках, акции которых являются высоколиквидными.

**Предметом** **исследования** выступает процесс формирования

соотношения собственного и заемного капиталов, необходимого для решения долгосрочных задач крупных публичных компаний, функционирующих на развивающихся финансовых рынках.

**Теоретическая** **и** **методологическая** **основа** **диссертационного**

**исследования** представлена работами зарубежных и российских ученых в областях выявления детерминант долговой нагрузки и основ формирования оптимального соотношения собственного и заемного капиталов. Для решения задач диссертационного исследования применялись общенаучные методы

познания, в том числе контекстный и системный анализ, синтез. Эмпирическая  
часть диссертационного исследования базируется на проведении

регрессионного анализа панельных данных.

**Информационной базой диссертационного исследования** стали  
ресурсы информационного агентства Блумберг (Bloomberg), сайты

национальных бирж, а также официальные сайты компаний, вошедших в выборку, предоставляющие информацию по аудированной финансовой отчетности компаний. Макроэкономические показатели были получены с помощью ресурсов Всемирного Банка (The World Bank).

**Научная новизна диссертации** состоит в получении следующих результатов:

1. Доказано, что структуру капитала на развивающихся финансовых рынках определяют как традиционные детерминанты (доходность совокупного капитала, размер капитала компании, структура активов, возможности роста), так и специфические факторы, отражающие структуру собственности, корпоративное управление, уровень асимметрии информации и отраслевую принадлежность. Доказано, что традиционные детерминанты структуры капитала объясняют долгосрочные уровни долговой нагрузки, специфические факторы в большей мере свойственны краткосрочным показателям финансового рычага.
2. Выявлены различия в детерминантах структуры капитала в докризисный и кризисный периоды у компаний разных стран. Установлено, что ключевыми детерминантами в предкризисный период являются доходность совокупного капитала и размер капитала компании, в то время как в кризисный период возрастает значимость структуры активов и возможностей роста.
3. Доказано, что динамическая компромиссная концепция формирования структуры капитала применима для компаний, функционирующих на развивающихся финансовых рынках.
4. Разработана динамическая модель выбора структуры капитала компаниями на развивающихся финансовых рынках.
5. Определены факторы, оказывающие влияние на скорость приспособления к оптимальной структуре капитала компаний на развивающихся финансовых рынках, а именно: уровень инфляции, темпы роста ВВП на душу населения, степень развития фондового рынка.
6. Доказано, что в период финансового кризиса скорость приспособления к оптимальной структуре капитала компаний, функционирующих на развивающихся финансовых рынках, возрастает.

**Теоретическая и практическая значимость диссертационной работы.**

Теоретическая значимость исследования заключается в формировании модели, описывающей процесс выбора структуры капитала на развивающихся финансовых рынках. Практическая значимость исследования заключается в возможности использования его результатов менеджментом компаний для определения целевого диапазона соотношения заемного и собственного капиталов, сопоставления фактических показателей финансового рычага с целевыми, выявления скорости приспособления к оптимальным значениям долговой нагрузки с целью максимизации стоимости компании.

Материалы, результаты и исследовательская модель диссертационной работы внедрены в учебный процесс и используются в практике преподавания курса магистерского уровня «Корпоративные финансы-2», а также в рамках научных семинаров «Эмпирические корпоративные финансы» магистерской программы «Стратегическое управление финансами фирмы» и «Корпоративная финансовая политика» магистерской программы «Корпоративные финансы» факультета экономики НИУ ВШЭ в 2009–2012 годах.

Теоретические положения, модель и полученные в диссертации  
результаты внедрены в исследования научно-учебной лаборатории

корпоративных финансов НИУ ВШЭ и использованы в составе программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ при выполнении исследования в

2009-2012 годах по теме «Исследования корпоративных финансовых решений компаний России и других стран с развивающимися рынками капитала в условиях глобальной трансформации рынков капитала и становления экономики инновационного типа». Подтверждено справками о внедрении.

**Апробация результатов диссертационного исследования.** Модель и результаты исследования обсуждались на семинарах научно-учебной лаборатории корпоративных финансов НИУ ВШЭ. Результаты исследования обсуждались на 17 международных конференциях: Совместной Российско-китайской конференции (Екатеринбург, 2012); конференциях Европейской ассоциации сравнительных экономических исследований (Пейсли, 2012; Москва, 2008); 11, 13 и 14 ежегодных конференциях Всемирной Ассоциации Бизнеса и Технологий (Прага, 2009; Стамбул, 2011; Нью-Йорк, 2012); IX, XI, XII, XIII Международных научных конференциях по проблемам развития экономики и общества (Москва, апрель 2008, 2010 - 2012); 19-ой ежегодной конференции по маркетингу и бизнес-стратегиям в Центральной и Восточной Европе (Вена, 2011); конференциях «Бизнес и Академическое Сообщество Евразии» (Стамбул, 2009; Загреб, 2011); конференциях Американской Ассоциации бухгалтерского учета (Палм-Спрингс, 2010; Денвер, 2011); Первом Российском экономическом конгрессе (Москва, 2009); на 6-ой международной конференции «Государственное управление в XXI веке: традиции и инновации» (Москва, 2008).

**Публикации**. По результатам диссертационного исследования

опубликовано 16 работ (в том числе 7 статей в журналах, входящих в перечень ВАК Минобрнауки России), общим объемом 14,5 п.л., из них авторский объем 9,05 п.л. Результаты также представлены в главах коллективной монографии «Корпоративные финансовые решения. Эмпирический анализ российских компаний» (2011 г).

**Структура работы.** Диссертационное исследование представлено на 213 страницах (в том числе 61 страница приложений) и состоит из введения, трех

глав, заключения, библиографии, включающей 191 наименований. Диссертация

содержит 9 таблиц и 3 рисунка.

## Детерминанты структуры капитала компаний на развивающихся финансовых рынках

Изучению проблемы выбора СК на развитом рынке посвящена обширная теоретическая и эмпирическая литература. Гораздо меньшее внимание уделено компаниям, оперирующим в странах с развивающимися, не достаточно зрелыми рынками капитала. Несмотря на появление в последние годы ряда работ, проведенных на данных развивающихся рынков, многие вопросы формирования соотношения собственного и заемного капиталов на данных рынках остаются нерешенными. В разделе суммированы особенности развивающихся рынков капитала, проведен обзор результатов исследований детерминант СК на развивающихся финансовых рынках, разобраны возможные причины наблюдаемых расхождений в результатах. Развивающиеся рынки капитала1 (emerging markets) могут быть описаны как рынки, характеризующиеся переходными процессами, способствующими трансформации экономики от закрытого к открытому типу [Heakal, 2009]. В первоначальных определениях развивающихся рынков указывались сопутствующие данным экономикам низкие или средние темпы роста ВВП на душу населения. Позднее данное определение стало относиться в большей степени к странам со слабым экономическим развитием (developing markets), также часто переводимым на русский язык как «развивающиеся». Однако с течением времени развивающиеся рынки капитала стали наиболее перспективными точками роста мировой экономики, обладающими рядом особенностей. Ключевые характеристики развивающихся рынков заключаются в высоких инвестиционных возможностях и соответствующих им рисках, низкой ликвидности фондовых рынков, непрозрачности информации, значимости инсайдерской информации и отсутствии доказанности гипотезы эффективности рынка, небольших объемах торгов на финансовых рынках. Г. Бекаерт и К. Харви [Bekaert, Harvey, 2003] также отмечают многоуровневую структуру собственности, приводящую к острым агентским конфликтам и, соответственно, целесообразности проверки значимости агентских мотивов СК на данных рынках. Авторы замечают и другую не менее важную характеристику: слабую развитость корпоративного управления, что, в числе прочего, приводит к высоким затратам на собственный капитал.

Среди развивающихся рынков часто выделяют такие группы стран, как Восточная Европа (ВЕ) и БРИК2. С. Бородина и О. Швырков отмечают высокие инвестиционные возможности данных стран, привлекающие инвесторов, сопряженные, однако,с неэффективностью систем корпоративного управления [Бородина, Швырков, 2010].

В течение десятилетия до кризиса, начавшегося в 2007-2008 годах, высокие доходности развивающихся стран делали данные рынки наиболее выгодными для инвестиций. Как подчеркивает Б. Буханан и соавторы [Buchanan et al., 2011], наиболее известными рынками в этот период стали страны БРИК, представляющие экономики с наиболее высокими темпами роста. Авторы указывают на необходимость внимательного отношения к данным рынкам в связи с возможным объединением входящих в группу БРИК стран не только по экономическим параметрам, но и для решении ряда политических проблем.

Трансформационные процессы, проходящие в развивающихся странах, являются объектом исследования с точки зрения оказываемых данными процессами эффектов. Г. Бекаерт и К. Харви [Bekaert, Harvey, 2003] указывают, что среди одного из сопутствующих финансовой либерализации эффектов, есть и бум заимствований. Эмпирический анализ выборки также подтверждает данное наблюдение. Более того, как указывает в своей работе Т. Миттон [Mitton, 2008], динамика СК на развивающихся рынках аналогична динамике развитых рынков с учетом лага в несколько лет. В работе П. Дэвиса и М. Стоуна [Davis, Stone, 2004] приведены результаты исследования СК ряда развитых и развивающихся рынков. Авторы установили бльшую зависимость развивающихся рынков от внешнего финансирования, особенного банковского. Несмотря на то, что агрегированные уровни долговой нагрузки развитых и развивающихся рынков отличаются, более того, уровни долговой нагрузки последних также различны, компаниям на развивающихся рынках свойственны более высокие уровни долга.

С. Калемни-Озкан и соавторы [Kalemni-Ozcan et al., 2012]провели анализ развитых и развивающихся рынков в период, предшествующий наступлению финансового и экономического кризиса, начавшегося в 2007-2008 годах3. Анализируя показатели долговой нагрузки коммерческих банков, инвестиционных банков и нефинансовых компаний, авторы приходят к выводу, что основное увеличение долговой нагрузки перед кризисом происходило именно в банковском секторе (главным образом за счет крупных банков развитых стран и инвестиционных банков). Посредством анализа выборки данных за 2000-2009 годы компаний из более чем 60 стран4 авторы заключили, что агрегированный уровень долговой нагрузки нефинансовых компаний как развитых, так и развивающихся стран относительно стабилен, хоть и отличается по значению между странами. При этом данный показатель претерпевает незначительные изменения в связи с кризисом.

В приложении к исследованиям СК, Г. Тонг и К. Грин, помимо неразвитости рынков капитала, ведущей к ограниченному набору доступных инструментов финансирования, указывают и на тот факт, что на большинстве развивающихся рынках функционирует много компаний, в прошлом принадлежавших государству. Данные компании исторически отличаются по бизнес-стратегии, что не может не отразиться на их выборе соотношения собственного и заемного капиталов [Tong, Green, 2005].

## Моделирование скорости приспособления и границ отклонений от целевой структуры капитала

Наиболее поздние работы, посвященные динамическим моделям выбора СК, поддерживают идеи существования определенного оптимального интервала, находясь внутри которого менеджмент компаний не предпринимает активных действий по изменению СК. Существование данного интервала бездействия может быть объяснено с точки зрения политики (s, S), подразумевающей наличие нижней (s) и верхней границ (S) оптимального диапазона соотношения D/E [Fischer et al., 1989]. В работе М. Леари и М. Робертс [Leary, Roberts, 2005] описаны три возможных вида оптимального интервала СК, зависящих от типа издержек приспособления: фиксированные издержки, пропорциональные издержки, фиксированные и слабовыпуклые издержки приспособления. В случае фиксированных издержек, описанных в работе Э. Фишера и соавторов [Fischer et al., 1989], компания возвращается к первоначальному (целевому) уровню долговой нагрузки, как только фактический показатель достигает какой-либо из границ оптимального интервала. Так как размер и затраты на рекапитализацию (размер и частота выпусков или выкупов долга/собственного капитала) в данном случае независимы друг от друга, компания возвращается каждый раз к первоначальному уровню долговой нагрузки, а политика рекапитализации носит нерегулярный характер. В случае пропорциональных затрат значимые изменения СК становятся слишком дорогими, что приводит к кластеризации изменений: как только долговая нагрузка достигает границы, менеджмент меняет СК настолько несущественно, чтобы данного изменения хватало лишь для попадания в диапазон бездействия. Случай же фиксированных и слабо выпуклых затрат совмещает черты двух предыдущих режимов. Фиксированность затрат приводит к тому, что компании совершают достаточно крупные изменения долговой нагрузки, для того, чтобы преимущества рекапитализации превосходили фиксированные затраты. С другой стороны, выпуклость функции затрат приводит к более значительным затратам для каждой последующей денежной единицы изменений. Как результат, основные изменения лежат на неких уровнях долговой нагрузки (верхнем и нижнем), лежащих внутри оптимального диапазона. Графическое представление данных типов приспособления представлены в Приложении 2. Попытки оценить границы оптимально диапазона представлены в работах Э. Фишера и соавторов [Fischer et al., 1989] и Э. Дадли [Dudley, 2007]. В появившемся раньше исследовании Фишера и соавторов задается зависимость стоимости компании от различных параметров, в том числе и границ оптимальной долговой нагрузки. Значения границ вычисляются с помощью максимизации функции стоимости. Чтобы выяснить, как границы зависят от какой-либо переменной, авторы смотрят, что происходит с границами при изменении данной переменной и фиксированных прочих переменных. Авторы рассчитывают границы для разных значений ставки корпоративного налога, персонального налога (для учета относительного налогового преимущества с учетом персональных налогов), транзакционных издержек, безрисковой ставки процента, издержек финансовой неустойчивости и дисперсии доходности. Недостатком подхода является необходимость введения большого набора предпосылок для моделирования стоимости фирмы. Э. Дадли [Dudley, 2007] была предложена модель, в рамках которой удалось преодолеть необходимость задавать такую функцию. Для реализации поставленной задачи автор вводит функции верхней и нижней границ, зависящие от детерминант СК, далее рассчитываются вероятности попадания финансового рычага компании в одно из трех состояний: выше верхней границы, ниже нижней границы и внутри оптимального диапазона. Оценка полученных уравнений нелинейным методом наименьших квадратов позволяет автору как определить степень воздействия детерминант на уровни границ, так и впоследствии рассчитать сами границы.

Анализу посткорректировочного уровня долговой нагрузки (показателя D/E, достигаемого компанией после изменения СК) на данный момент посвящено небольшое количество работ ввиду сложности разработки релевантной методологии. Э. Фишер и соавторы [Fischer et al., 1989] полагают, что, при выходе за границы оптимального диапазона СК, менеджеры возвращают долговую нагрузку на оптимальный уровень. При этом не имеет значения, была ли преодолена верхняя или нижняя граница. Однако, по мнению Д. Мауэра и А. Триантиса [Mauer, Triantis, 1994], существует зависимость между тем, снижала или повышала компания долговую нагрузку и итоговым ее уровнем. Э. Дадли [Dudley, 2007] предполагает возможность излишней корректировки (over adjustment) или недостаточной корректировки (under adjustment). Наличие некого целевого диапазона подтвержает и исследование Дж. Грэхама и К. Харви [Graham, Harvey, 2001]. Согласно проведенному опросу генеральных директоров (СЕО) у 37% компаний есть гибкий целевой уровень долговой нагрузки, а еще у 34% строгий диапазон или же конкретное значение долговой нагрузки. Дальнейший анализ скорости приспособления вводит различные предпосылки относительно симметричности приспособления. Так, В. Данг и соавторы [Dang et al., 2012] представляют модель частичного приспособления с переключающимися режимами. Данная модель позволяет авторам заключить, как скорость приспособления отличается у компаний, существенно различающимся по издержкам приспособления, что формально соответствует нахождению компаний в различных режимах (высоком и низком). Исследовательская модель может быть формализована следующим образом: дLit = $(L it -Litji{qitec}+2(L it -Litjiqit cj+eit (3) где 1{.} является индикатором нахождения в том или ином режиме, Lit- целевая СК i-ой компании в период времени t, Lit фактическая СК i-ой компании в период времени t. Принадлежность к тому или иному режиму в модели определяется исходя из значений таких факторов, как доходность совокупного капитала, финансовые ограничения, выраженные дивидендными выплатами и инвестициями фирмы, возможности роста, размер капитала компании, отклонение от целевой СК. Авторы выявили, что скорость приспособления снижается по мере роста отклонения от целевой СК, бльших возможностей роста компании; усиления финансовых ограничений, измеренных коэффициентом дивидендных выплат или инвестиций фирмы.

В исследовании Г. Ванзенрид [Wanzenried, 2006] скорость приспособления представлена как переменная, эндогенно зависящая от характеристик фирмы, но в набор детерминант скорости приспособления включены институциональные и макроэкономические переменные. Результаты сравнительного анализа США и стран Европы показали, что развитость национального финансового рынка, эффективность законодательной системы и защиты акционеров, экономический рост и инфляция положительно влияют на скорость приспособления. Уровень цен акций на фондовом рынке и процентных ставок препятствует корректировке финансового рычага до оптимального уровня, так как возникают выгоды использования относительно более дешевых на данный момент источников финансирования. В исследованиях, в которых проводилось одновременное моделирование целевого уровня долговой нагрузки и скорости приспособления, скорость приспособления принимает ожидаемые положительные значения, не достигающие 100% ([Miguel, Pindado, 2001]; [Flannery, Rangan, 2006]; [Lemmon et аl., 2008]). При этом работы, проведенные на симуляционных данных, где в выборке изначально находится 30% компаний, придерживающихся оптимального уровня долговой нагрузки, а остальные компании не подстраивают СК к целевым параметрам, демонстрируют скорость приспособления 30,6%. Данный факт, выявленный Фланнери и Ранганом, говорит о том, что само построение динамических моделей приводит к выявлению положительных показателей скорости приспособления [Flannery, Rangan, 2006], а находимый в исследованиях показатель скорости приспособления отражает скорость среднестатистической компании в выборке.

## Гипотезы мотивов выбора структуры капитала на развивающихся финансовых рынках

Согласно автору данного исследования, современная динамическая компромиссная теория позволяет при моделировании учесть факторы как традиционных, так и альтернативных теорий СК (рис. 3). Компании придерживаются оптимального интервала СК, внутри данного интервала СК определяется мотивами компромисса, агентскими мотивами и поведенческими мотивами. Скорость приспособления при этом определяется рядом макроэкономических и институциональных показателей, а также мотивами порядка финансирования и отслеживания рынка капитала. С целью доказательства данного утверждения, были сформулированы следующие гипотезы. Гипотеза 1. Целевой уровень долговой нагрузки компаний на развивающихся финансовых рынках зависит от традиционных детерминант СК, отраслевой и страновой принадлежности, а также ряда дополнительных детерминант, отражающих дивидендную политику компании, уровень риска, структуру собственности и агентские издержки. При этом ожидается получение следующих зависимостей: 1. компании с более высокими возможностями роста придерживаются меньшей долговой нагрузки; 2. крупным компаниям свойственен более высокий уровень долговой нагрузки; 3. компаниям с высоким уровнем материальных активов в совокупных активах свойственно привлекать больше заемного капитала; 4. компании с более высокой доходностью совокупного капитала придерживаются меньшей доли заемного капитала в совокупном капитале; 5. компании с высоким уровнем дивидендных выплат привлекают больше заемного капитала; 6. компаниям с высоким уровнем риска свойственно привлекать меньше заемного капитала; 7. показатели структуры собственности и агентских издержек оказывают значимое воздействие на уровень долговой нагрузки. Направление влияния зависит от анализируемого показателя; 8. компаниям из нефтегазовой отрасли и отрасли потребительских товаров и ритейла свойственны отличные наборы детерминант и средние уровни долговой нагрузки ввиду специфики деятельности; 9. компаниям в странах БРИК свойственны различные наборы детерминант; 10. компаниям в странах ВЕ свойственны идентичные наборы детерминант. Гипотеза 2. Формирование СК компаний на развивающихся финансовых рынках может быть описано динамической компромиссной концепцией с ненулевыми издержками приспособления. Гипотеза 3. Скорость приспособления к целевой СК зависит от доступности кредитов, экономического роста, инфляции, развитости национального фондового рынка, факторов концепций отслеживания рынка капитала и порядка финансирования. При этом ожидается получение следующих зависимостей: 1. скорость приспособления к целевой структуре капитала положительно зависит от доступности кредитов в экономике, темпов экономического роста, темпов инфляции, развитости национального фондового рынка; 2. скорость приспособления в условиях долговой нагрузки, не достигающей целевого уровня, тем ниже, чем выше показатель МТВ; 3. скорость приспособления в условиях наличия внутреннего финансового дефицита тем выше, чем ниже уровень долговой нагрузки по отношению к целевому показателю. Гипотеза 4. Скорость приспособления компаний, функционирующих на развивающихся финансовых рынках, к целевому уровню долговой нагрузки увеличивается в кризисный период. Гипотеза 5. Долговая нагрузка компаний, функционирующих на развивающихся финансовых рынках, не корректируется менеджментом до тех пор, пока находится в рамках оптимального диапазона, границы которого зависят от традиционных детерминант СК. 3.2. Характеристика выборки и переменных 3.2.1. Характеристика выборки Для реализации исследования была сформирована выборка из крупных компаний стран БРИК и Восточной Европы за 2002 – 2010 годы. Выборка включает в себя данные по крупным компаниям за 2002– 2010 финансовые годы (под крупными компаниями в рамках данного исследования понимались компании с ежегодной выручкой, превышающей 100 млн. долларов США). Формирование выборки осуществлялось в несколько этапов. Основной массив данных, представляющих собой данные финансовой отчетностей компаний, был получен из базы данных Bloomberg. В силу отсутствия интересующих данных по ряду компаний, выборка пополнялась за счет отчетности, взятых с официальных сайтов компаний, а также с сайтов национальных бирж. Разбиение выборки по странам (с обозначением процентного соотношения компаний стран в выборке и соотношения данных стран в совокупном ВВП стран) представлено в таблицах 3-5. Принимая во внимание специфику формирования СК компаниями финансового сектора и сферы недвижимости, компании, представляющие данные отрасли, в выборку включены не были. Несмотря на заполнение недостающих финансовых показателей с помощью отчетности, представленной на официальных сайтах компаний, часть информации найти не удалось, что привело к формированию частично несбалансированной панели.

Доминирующую часть данных представляют собой показатели финансовой отчетности компаний (баланса, отчета о прибылях и убытках, отчета о движении денежных средств). Все данные представлены в миллионах долларах США (если иная единица измерения не указана отдельно). В случае если первоначальные показатели были представлены в иной валюте (российские рубли, английские фунты стерлинга, евро, национальные валюты стран), данные переводились к единой валюте (долларам США) по официальному курсу. При этом для показателей баланса брался курс на конец отчетного года с сайта Центрального Банка Российской Федерации, для перевода данных отчета о движении денежных средств и отчета о прибылях и убытках был рассчитан средний курс за год по данным сайта РБК (сервиса конвертера валют). Макроэкономические показатели собраны из базы Всемирного Банка.

Макроэкономический анализ выборки основан на данных, представленных Всемирным Банком за период 2002–2010 гг. Подробный макроэкономический анализ изложен в Приложении 5. Проанализированные показатели позволяют сделать вывод о существовании ряда общих характеристик в странах Восточной Европы и о разнородности компаний, принадлежащих группе стран БРИК. При этом стоит отметить более высокую инвестиционную привлекательность стран БРИК, сопряженную с более высокой волатильностью всех исследуемых показателей: темпов роста ВВП на душу населения, индекса потребительских цен, реальной ставки процента, доли просроченных кредитов, доли прямых иностранных инвестиций в ВВП, доли капитализации котируемых компаний в ВВП.

## Анализ результатов тестирования и проверка результатов на устойчивость

Результаты дескриптивного анализа уровня долговой нагрузки приведены в Приложении 7. Анализ выборки позволил выявить следующие ключевые межстрановые сходства и различия.

Компаниям Словении, Турции, Польши, Румынии, Эстонии и Хорватии свойственны показатели, близкие к средним значениям по совокупной выборке. Остальные страны Восточной Европы также показывают близкие значения, однако демонстрируют и небольшие отклонения. Так, в Болгарии, несмотря на средние показатели долговой нагрузки, близкие к средним значениям по совокупной выборке (TDR – 22%; TDRA – 49%; MTDR – 23%), уровень долговой нагрузки в меньшей степени варьируется внутри страны (ни один из показателей совокупной долговой нагрузки не достигает 100%). Компаниям Чехии свойственны более низкие показатели долговой нагрузки: средние показатели TDR – 13,5%; TDRA – 41%; MTDR – 16,8%. Аналогичные тенденции демонстрируют компании Литвы и Латвии. В Венгрии показатели долгосрочной долговой нагрузки совпадают со средними по совокупной выборке, в то время как краткосрочные показатели ниже.

Компаниям Бразилии свойственны более высокие показатели долгосрочной долговой нагрузки при незначительно меньших показателях краткосрочного заемного капитала. При этом практически отсутствуют компании, не прибегающие к заемному капиталу. Компании Бразилии демонстрируют средневыборочные показатели краткосрочных показателей, однако долгосрочные показатели значимо выше.

Обратная ситуация характерна для Китая, где компании в большей части финансируются за счет краткосрочных источников при большей доли компаний с отсутствующим заемным капиталом. Похожую картину демонстрирует долговая нагрузка украинских компаний.

Компании России привлекают заемный капитал в объеме, примерно совпадающем со средними показателями по совокупной выборке, однако данный капитал распределен поровну между краткосрочными и долгосрочными источниками.

Уже на данном этапе дескриптивного анализа выявлены общие черты для Восточной Европы и значимые различия в параметрах заемного финансирования стран БРИК.

Анализ выборки до и после активной фазы кризиса показал идентичные тенденции в изменениях долговой нагрузки в странах БРИК и Восточной Европы. В 2008 году в странах БРИК наблюдалось увеличение всех показателей долговой нагрузки, при этом наиболее значительные изменения относятся к рыночным показателям. Начиная с 2009 года, показатели долговой нагрузки начали постепенно возвращаться к докризисным уровням, однако к концу 2010 года показатели на основе балансовых стоимостей остаются несколько выше докризисных. При этом рыночные показатели долговой нагрузки, наоборот, к концу 2010 года стали значительно ниже докризисных, что связано с большой волатильностью финансовых рынков группы стран БРИК и ростом их котировок к концу 2010 года. Динамика показателей до и после кризиса компаний Восточной Европы аналогична описанной выше за исключением рыночных показателей, которые в случае стран Восточной Европы до сих пор не достигли докризисного уровня, что может быть объяснено волнениями, связанными с будущим еврозоны.

Результаты выявления детерминант целевого уровня долговой нагрузки

На первом этапе эконометрического анализа формирования СК на развивающихся финансовых рынках были протестированы гипотезы, относящиеся к страновым различиям в формировании соотношения собственного и заемного капиталов. Проведенные на примере показателя совокупного уровня долговой нагрузки и традиционных детерминант тесты Чоу позволили заключить, что объединение в одну выборку компаний, принадлежащих к странам БРИК и Восточной Европе, невозможно. На следующем этапе оценивалась возможность анализа СК по данным группам. Было установлено, что группа компаний Восточной Европы может быть исследована вместе, в то время как компании из разных стран БРИК не могут быть проанализированы в рамках совокупной выборки.

Результаты проведенного теста Чоу также не позволяют анализировать до- и посткризисные данные вместе с кризисными. Результаты тестов представлены в Приложении 8. Следующий этап исследования позволил выявить детерминанты целевого уровня долговой нагрузки до кризиса. Посредством постепенного ввода переменных и тестирования моделей с фиксированными и случайными эффектами, а также сквозных моделей, были выбраны наиболее адекватные модели на основе F-теста, теста Хаусмана и теста Брейша-Пагана [Ратникова, 2010]. В Приложениях 9 и 10 представлены итоговые версии выбранных моделей. Проведенный анализ позволил сделать следующие выводы. Во-первых, более прибыльным компаниям свойственнен более низкий уровень долга. Данный результат сохраняется не только в абсолютном большинстве спецификаций модели, но и для всех страновых выборок. Отмеченный эффект подтверждается исследованиями, выполненными по компаниям с других развивающихся рынков капитала ([Nivorozhkin, 2002]; [Cornelli et al., 1996]; [Hussain et al., 1997]). Характер зависимости не меняется и во времени: результаты до и после кризиса подтверждают обратную зависимость, при этом после кризиса результаты еще более устойчивы. Однако не для всех стран краткосрочные показатели долговой нагрузки обратно зависят от доходности капитала, что может быть объяснено тем, что более доходные компании способны привлекать долгосрочный заемный капитал в большем объеме. Во-вторых, установлено разноплановое влияние, оказываемое структурой активов (Tangibility) на уровень долговой нагрузки. До кризиса структура активов практически не оказывала влияния на формирования СК, в тех же спецификациях, где данное влияние было установлено, наблюдалась ожидаемая прямая зависимость. После кризиса влияние структуры актива стало более очевидным, при этом для компаний Индии наблюдается прямая зависимость, для компаний ЦВЕ и России – обратная, а для Бразилии и Китая результаты зависят как по годам, так и по переменным долговой нагрузки. Среди объяснений причин наблюдаемой зависимости на развивающихся рынках обращают внимание на высокую степень износа внеоборотных активов компаний и, соответственно, их малую залоговую стоимость, а также низкую ликвидность вторичного рынка материальных активов.

В-третьих, неодинаковое влияние на СК компаний на развивающихся рынках оказывает и размер капитала компании. Для выборок компаний Китая, ВЕ была выявлена ожидаемая прямая зависимость уровня долговой нагрузки от размера капитала компании, выраженного логарифмом продаж (LnSales). Для выборки компаний Бразилии и России СК оказалась в обратной зависимости от размера капитала компании при всех способах расчета независимой переменной.

Неоднозначные результаты показывают модели, рассчитанные на данных Индии. Интересно, что выборки китайских компаний, компаний из Бразилии и России результаты не меняются после кризиса, в то время как в Индии СК практически перестала зависеть от размера капитала компаний, а в странах ВЕ более крупные компании стали привлекать меньше краткосрочных займов, но больше долгосрочных.

В-четвертых, возможности роста также оказывают значимое влияние на выбор компаниями СК. При этом прямая зависимость наблюдается для индийских компаний и российских компаний после кризиса, обратная зависимость – для компаний Китая и восточной Европы. Для компаний Бразилии до кризиса прямая зависимость наблюдалась для краткосрочных показателей долговой нагрузки, а обратная – для долгосрочных. Для российских компаний до кризиса ожидаемая обратная зависимость была характерна для показателей долговой нагрузки, основанных на рыночной стоимости собственного капитала, в то время как для показателей, основанных на обязательствах компаний, зависимость была прямой.