

ВЛИЯНИЕ ОТСЛЕЖИВАНИЯ РЫНКА (MARKET TIMING) НА ФОРМИРОВАНИЕ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА КОМПАНИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ

Никитушкина Ирина Владимировна³²

к.э.н., доцент
МГУ имени М.В. Ломоносова
Экономический факультет
(г. Москва, Россия)

Кондакова Анна Евгеньевна³³

аспирант
МГУ имени М.В. Ломоносова
Экономический факультет
(г. Москва, Россия)

Аннотация

В данной статье исследуется влияние отслеживания рынка на формирование структуры капитала компаний развивающихся стран на примере России, Бразилии и Индии. В рамках существующего подхода к количественной оценке действий компании по отслеживанию рынка предложена модифицированная мера отслеживания рынка, позволяющая разделить эмиссии акций и долговых обязательств компании. Полученные результаты свидетельствуют о том, что компании всех трех стран ориентируются на рыночную конъюнктуру при принятии текущих решений о выборе источника финансирования. При этом устойчивое долгосрочное воздействие отслеживания рынка на соотношение собственных и заемных средств компании наблюдается только в Индии. Таким образом, подтверждается возможность использования отслеживания рынка как инструмента управления структурой капитала на развивающихся рынках. С другой стороны, полученные результаты свидетельствуют о том, что политика формирования структуры капитала на основе отслеживания рынка оказывается тем действеннее, чем более развитым является рынок акций.

Ключевые слова: структура капитала, отслеживание рынка.

JEL коды: G300, G320.

³² Никитушкина И.В., e-mail: nikitushkina@econ.msu.ru,

³³ Кондакова А. Е., e-mail: anna_kondakova@list.ru

Теория отслеживания рынка представляет собой сравнительно молодую (2002 г.) теорию формирования структуры капитала, согласно которой соотношение собственных и заемных средств компании подвержено долгосрочному влиянию действий менеджмента по выбору инструмента финансирования в зависимости от рыночной конъюнктуры. Данная теория призвана, в большей мере, описать реальный процесс принятия решений при формировании структуры капитала, чем создать набор принципов, следование которым обеспечит оптимальную сбалансированность собственного капитала и заемных средств. Эмпирические подтверждения теории отслеживания рынка получены в основном на данных развитых стран, и прежде всего США. Возможности использования отслеживания рынка как инструмента управления структурой капитала в развивающихся странах в силу слабой изученности представляют особый интерес.

1. Понятие отслеживания рынка

В самом общем смысле понятие «отслеживание рынка» применительно к области корпоративных финансов означает, что принятие управленческих решений осуществляется менеджментом компании с учетом текущей конъюнктуры рынка акций. Влияние динамики рыночных цен акций сказывается на выборе источника финансирования, определении момента выхода на IPO, принятии решений о выкупе акций, стратегических решениях в области слияний и поглощений и пр. Фокусом данной статьи являются корпоративные решения, связанные с изменением соотношения заемных и собственных средств компании, а именно эмиссии и выкупы акций.

Следует отметить, что полного единства относительно содержания понятия отслеживания рынка в научной литературе нет. Солодухина А.В., Ретин Д.В. под отслеживанием рынка понимают «практику корпораций эмитировать долевыми ценные бумаги в период высоких цен на рынке и выкупать акции в период низких цен»³⁴. Многие авторы связывают выбор момента для привлечения акционерного капитала с выявлением отклонений рыночной цены акций от ее справедливой оценки с точки зрения руководства компании³⁵. В этом случае отслеживание рынка означает стремление компаний осуществлять выпуск акций в периоды их переоценки рынком. Schultz (2003) утверждает, что эмиссии акций в период благоприятной рыночной конъюнктуры сами по себе еще не являются свидетельством отслеживания рынка, отслеживание имеет место только при условии неполной эффективности рынка и возможности существования отклонений фундаментальной стоимости акций от рыночной. Jenter (2005) подчеркивает, что оценка цены акции менеджментом может осуществляться как на основе объективной информации, по тем или иным причинам не учтенной рынком, так и на основе субъективного представления менеджера. В этой связи имеет смысл говорить об отклонении рыночной цены от субъективной оценки менеджментом компании справедливой

³⁴ Солодухина А.В., Ретин Д.В. В поисках решения загадки структуры капитала: поведенческий подход // Электронный журнал «Корпоративные финансы» 2008. № 1(5). С. 111.

³⁵ См. подробнее: Baker, Wurgler (2002), Jenter (2005).

стоимости акции («perception of mispricing»). Butler et al. (2005) интерпретируют отслеживание рынка как способность менеджмента компании прогнозировать будущую рыночную доходность акций. В этом случае благоприятным моментом для осуществления эмиссии становится период непосредственно перед предполагаемым падением рыночной доходности – это позволяет привлечь максимальный объем средств при размещении заданного количества акций.

При многообразии существующих подходов, в научной литературе не проводится в явном виде различие между возможностями отслеживания рынка для компаний, планирующих проведение первичного размещения и осуществляющих дополнительную эмиссию акций. Проведение подобного различия полезно для понимания сути феномена отслеживания рынка и может служить средством согласования различных определений данного понятия. В частности, при подготовке к проведению IPO менеджмент не обладает информацией о рыночной цене акций компании, а значит, не может ориентироваться на отклонения рыночной стоимости от справедливой цены. В этом случае индикатором благоприятности момента для проведения размещения будут служить показатели, характеризующие внешнюю конъюнктуру, а именно, общерыночная динамика цен, либо число осуществляемых IPO. Показатели переоцененности или недооцененности акций могут использоваться для выявления отслеживания рынка *ex post*, однако не могут рассматриваться в качестве определения данного явления. Напротив, при проведении дополнительной эмиссии внимание руководства может быть обращено не только на общую конъюнктуру рынка, но и на оценку рынком стоимости акций данной конкретной компании. В этом случае акцент на существовании различий в оценке стоимости акций рынком и менеджментом становится более значимым.

Таким образом, конкретизируя рассматриваемое понятие применительно к тематике нашего исследования, мы будем понимать под отслеживанием рынка факт привлечения компанией акционерного капитала в периоды наиболее благоприятной для этого рыночной ситуации. При этом мы допускаем возможность существования различных критериев благоприятности рыночной ситуации, зависящих, в частности, от формы проводимого размещения акций (первичное размещение, либо дополнительная эмиссия).

2. Теоретические подходы к обоснованию влияния отслеживания рынка на структуру капитала компании

Традиционные модели структуры капитала (компромиссная модель, модель агентских издержек, теория иерархии финансирования) не рассматривают отслеживание рынка в качестве фактора, влияющего на формирование структуры капитала. Данный фактор был впервые включен в модель структуры капитала Baker, Wurgler (2002), показавшими, что отслеживание рынка может быть ключевым параметром, оказывающим воздействие на итоговое соотношение заемного и собственного капитала компании.

Теория отслеживания рынка постулирует наличие долгосрочного влияния отслеживания рынка акций на структуру капитала компаний. Согласно данной теории, структура капитала есть кумулятивный эффект всех прошлых действий менеджмента по отслеживанию рынка. Это означает, что у компании не существует целевой структуры капитала и соотношение собственных и заемных средств формируется стихийно в результате реализации сиюминутных благоприятных возможностей, складывающихся на рынке.

В работах многих авторов теория отслеживания рынка классифицируется как поведенческая теория формирования структуры капитала³⁶. Однако место теории отслеживания рынка среди прочих теорий формирования структуры капитала не всегда представляется столь однозначным³⁷. С точки зрения мотивов, движущих менеджментом компании при принятии решений об эмиссии акций, на наш взгляд, следует выделить три обоснования теории отслеживания рынка (см. рис. 1). Первое из них представляет теорию отслеживания рынка в качестве частного случая теории иерархии финансирования Myers, Majluf; два последующих, действительно, развивают теорию отслеживания рынка в рамках поведенческой парадигмы.



Рис. 1.

³⁶ См., например: Солодухина А.В., Репин Д.В. (2008), Рудык Н.Б. (2004).

³⁷ См., например: Baker M., Wurgler J. (2002).

Первое объяснение теории отслеживания рынка базируется на динамической версии модели иерархии финансирования Myers, Majluf (1984), в которой издержки асимметрии информации меняются во времени. Согласно теории иерархии, финансирование деятельности компании осуществляется в первую очередь из внутренних источников, затем, при их недостаточности, компания прибегает к выпуску долговых обязательств и лишь, в крайнем случае, обращается к эмиссии акций. Такое поведение компаний объясняется наличием асимметрии информации между менеджментом компании и потенциальными инвесторами.

В случае если издержки асимметрии информации не являются постоянными во времени, изначальная иерархия источников финансирования видоизменяется: в периоды низкой асимметрии информации эмиссии акций перестают быть нежелательным способом привлечения средств. Исследования подтверждают, что компании стремятся минимизировать степень асимметрии информации перед осуществлением эмиссии. В частности, Korajczyk et al. (1991) доказывают, что компании склонны объявлять о планируемом размещении акций непосредственно после осуществления раскрытия информации, т.е. выбирают момент, когда рынок максимально осведомлен о результатах и перспективах деятельности компании.

Приведенная интерпретация теории становится возможной, если наблюдаемая и отслеживаемая менеджментом динамика рыночных цен отражает изменение издержек асимметрии информации. Choe et al. (1993) обосновывают отрицательную взаимосвязь между степенью асимметрии информации и рыночной динамикой тем, что периоды экономического роста связаны с большими инвестиционными возможностями, большей вероятностью успешной реализацией проектов и меньшей неопределенностью относительно стоимости имеющихся у компании активов. Они показали, что в периоды бума на рынке негативная рыночная реакция на объявление об эмиссии оказывается менее значительной, чем в периоды спада. Bayless, Chaplinsky (1996) выявили, что наибольшее число размещений акций происходит в периоды относительно слабой негативной рыночной реакции на объявление о выпуске.

Второй вариант интерпретации теории отслеживания рынка представлен в рамках поведенческой теории финансов. Он предполагает ослабление предпосылки о рациональности всех экономических агентов и введение предположения о нерациональности либо инвесторов, либо менеджеров компаний. Подразумевается, что менеджеры осуществляют эмиссию акций, когда считают, что акции переоценены рынком, т.е. фактором, определяющим осуществление эмиссии, в данном случае становится переоценка акций (возможная в связи с существованием иррациональных инвесторов) либо субъективное восприятие менеджментом рыночной цены акций как завышенной (иррациональность менеджера). Поскольку теория отслеживания рынка предполагает отсутствие как оптимальной, так и целевой структуры капитала, менеджеры не прибегают к перебалансировке соотношения долгового и собственного капитала после возвращения рыночной цены акции к ее справедливой величине.

Третий вариант объяснения феномена эмиссии акций в периоды высоких цен на них также в рамках поведенческой парадигмы представляет теория автономии инвестиций менеджеров, предложенная Dittmar, Thakor (2007). Авторы утверждают, что выпуск акций осуществляется в периоды наибольшего согласия между оценкой тех или иных инвестиционных решений менеджерами компании и инвесторами, в остальных случаях предпочтительным является долговое финансирование. Dittmar, Thakor исходят из того, что решения менеджеров о выпуске акций зависят от их ожиданий относительно будущей цены акций после реализации запланированных инвестиционных проектов. В той мере, в какой менеджер может измерить степень согласия акционеров с его собственной оценкой того или иного инвестиционного решения, он может предсказать будущее изменение цен акций. В периоды высоких цен на акции достигается наибольший уровень согласия инвесторов с решениями менеджеров. Ожидаемая поддержка решений менеджмента со стороны акционеров и есть мотив для осуществления эмиссии акций в эти периоды.

Итак, хотя мотивы эмиссии акций в периоды благоприятной рыночной ситуации могут быть различны, согласно теории отслеживания рынка компании не стремятся впоследствии компенсировать воздействие этих выпусков на структуру капитала. В результате отслеживание рынка оказывает долгосрочное воздействие на соотношение собственных и заемных средств компании.

3. Методика проведения эмпирического исследования

При эмпирическом исследовании теории отслеживания рынка необходимо, во-первых, выявить взаимосвязь (или ее отсутствие) между отслеживанием рынка и уровнем долговой нагрузки компаний, и во-вторых, определить, краткосрочный или долгосрочный эффект оказывают на соотношение собственных и заемных средств текущие решения об эмиссии акций в случае благоприятной для этого ситуации на рынке.

Исследование проводится на основе подхода Baker, Wurgler методом множественного регрессионного анализа с включением в модель в качестве объясняющей переменной показателей, аппроксимирующих степень (или только факт) отслеживания компанией рынка. Уровень долговой нагрузки компании рассматривается через k лет после осуществления размещения либо в разрезе календарного времени как функция от использования компанией возможностей по отслеживанию рынка (за разное число лет) и контрольных переменных.

3.1. Мера отслеживания рынка

Определение меры отслеживания рынка является одним из важнейших этапов проведения анализа, поскольку релевантность используемой меры отслеживания рынка является необходимым условием получения достоверных результатов эмпирического исследования теории отслеживания рынка.

Самой распространенной и одновременно вызывающей наибольшее количество споров является мера отслеживания рынка, основанная на отношении рыночной стоимости собственного капитала компании к балансовой (market-to-book ratio)³⁸. Базовый вариант данного показателя был предложен Baker, Wurgler (2002); он представляет собой отношение рыночной стоимости собственного капитала к балансовой, взвешенное по объемам привлеченного финансирования, и рассчитывается по формуле:

$$EFWAMB_t = \frac{\sum_{s=1}^{t-1} (e_s + d_s) * MB_s}{\sum_{s=1}^{t-1} (e_s + d_s)}, \quad (1)$$

где $EFWAMB_t$ (external finance weighted average market-to-book ratio) – мера отслеживания рынка, рассчитанная для t временных периодов (лет),

e_s – изменение акционерного капитала за период s ,

d_s – эмиссия долговых обязательств за период s ,

MB_s – отношение рыночной стоимости собственного капитала компании к балансовой на конец периода s .

Для компаний, осуществлявших привлечение внешнего финансирования в периоды высокого значения отношения рыночной стоимости собственного капитала к балансовой, величина данного показателя оказывается сравнительно большой.

Недостатки EFWAMB как меры отслеживания рынка могут быть суммированы в следующих пунктах:

1. При расчете показателя не проводится различие между источниками внешнего финансирования. EFWAMB принимает высокие значения в случае, если компания эмитирует не акции, а долговые обязательства в периоды высокого market-to-book.
2. В случае если компания изменяет соотношение долговых обязательств и акционерного капитала, оставляя неизменным совокупную величину привлеченных средств, EFWAMB будет принимать низкие значения. Таким образом, EFWAMB будет ошибочно свидетельствовать в пользу того, что компания не отслеживает рынок.
3. Сложность интерпретации: более высокое значение данного показателя характеризует компании, в большей мере прибегающие к отслеживанию рынка, однако абсолютное значение показателя ничего не говорит об использовании компанией отслеживания рынка.
4. Baker, Wurgler для целей своего анализа рассчитывают величину долговых обязательств как разницу между активами и собственным капиталом. Таким

³⁸ См., например: Baker, Wurgler (2002), Bruinshoofd, Naan (2007), Kayhan, Titman (2007).

образом, в качестве долга выступают совокупные обязательства, включающие кредиторскую задолженность, которая характеризует нормальную операционную деятельность компании и не связана с долгосрочными целями формирования структуры капитала. Представляется более корректным рассчитывать долговые обязательства напрямую, как сумму краткосрочных и долгосрочных кредитов и займов.

5. Значение рассчитываемого показателя зависит от средней величины отношения рыночной стоимости собственного капитала к балансовой для компании, а потому может оказывать воздействие на структуру капитала по причинам, не связанным с отслеживанием рынка.

Так, в рамках теории порядка финансирования предполагается, что компании с более высоким уровнем market-to-book характеризуются значительными перспективами роста и инвестиционными возможностями, а потому стараются поддерживать низкий уровень долговой нагрузки, чтобы сохранять финансовую гибкость и избежать вынужденного отказа от привлекательных инвестиционных проектов в будущем. Кроме того, эти компании сталкиваются с меньшими издержками асимметрии информации, а потому более склонны эмитировать акции (Kayhan, Titman (2007)). И наконец, высокое значение market-to-book может оказывать отрицательное воздействие на уровень долговой нагрузки в силу того, что рост котировок приводит к увеличению рыночной доли собственного капитала в структуре капитала, а компании не склонны предпринимать активные действия по возвращению к исходному уровню долга (Welch (2004)).

С целью исключения влияния абсолютного значения market-to-book на результирующую величину показателя, Bruinshoofd, Naan (2007) масштабируют его относительно средней величины для компании.

Однако указанная корректировка не устраняет искажающий эффект одновременного учета как эмиссий долговых обязательств, так и увеличения акционерного капитала. Для устранения данного недостатка мы предлагаем использовать показатель, рассчитываемый отдельно для эмиссий акций:

$$EEWAMB_{\text{корр } t} = \frac{\sum_{s=1}^{t-1} e_s * MB_s}{\sum_{s=1}^{t-1} e_s * \sum_{s=1}^{t-1} MB_s / (t-1)}, \quad (2)$$

где $EEWAMB_{\text{корр } t}$ (external equity weighted average market-to-book ratio) – скорректированная мера отслеживания рынка, рассчитанная для t временных периодов (лет),

e_s – изменение акционерного капитала за период s ,

MB_s – отношение рыночной стоимости собственного капитала компании к балансовой (market-to-book ratio) на конец периода s ,

t – число периодов (лет), для которых проводится расчет переменной.

Объем привлеченного собственного капитала рассчитывается на основе данных отчетности компании как сумма изменения акционерного капитала, добавочного капитала и выкупленных акций.

Альтернативный подход к формированию меры отслеживания рынка основывается на анализе состояния рынка в момент осуществления размещения. Выделяются компании, осуществившие размещение акций в период бума на рынке (hot market). Характеристиками указанного состояния рынка являются большое количество размещений, а также более значительная величина привлекаемых средств. В основе метода лежит идея о том, что количество осуществляемых размещений отражает благоприятность текущей рыночной ситуации, а значит, позволяет идентифицировать компании, следующие теории отслеживания рынка³⁹.

Ограничение данного подхода связано с тем, что он позволяет выявить отслеживание рынка исключительно на основе внешних факторов, без их взаимосвязи с внутренними характеристиками компании. Хотя «горячий» рынок в целом характеризуется переоценкой акций относительно их фундаментальной стоимости, акции конкретной компании могут быть недооценены при общей положительной рыночной динамике. Таким образом, этот метод можно считать полностью релевантным только при предположении, что степень переоцененности/недооцененности акций рассматриваемых компаний полностью объясняется внешними факторами, а именно, общерыночной динамикой цен. Это будет в значительной степени верно для компаний, приближенных по своим характеристикам к среднерыночным, и в меньшей степени – для фирм специфических отраслей, динамика развития которых определяется технологическими циклами, связана с особым законодательным регулированием и т.п. С другой стороны, использование данной меры оправдано в случае анализа первичных размещений акций, когда у менеджмента компании нет возможности напрямую отслеживать степень переоценки/недооценки акций до размещения по причине отсутствия рыночных котировок.

Таким образом, в рамках нашего исследования будут использоваться базовая мера отслеживания рынка Baker, Wurgler, скорректированная мера отслеживания рынка, а также, при проведении анализа первичных размещений акций – мера отслеживания рынка на основе характеристик рынка.

3.2. Спецификация модели

Контрольные переменные. На основе анализа работ зарубежных авторов, исследующих принципы формирования структуры капитала, были выделены переменные, используемые в качестве контрольных: размер компании, прибыльность, материальность активов, дефицит собственных средств для финансирования

³⁹ См. подробнее: Alti (2006), Fu (2006), Mittoo, Zhang (2006).

ния, инвестиционные возможности.⁴⁰ Влияние указанных факторов на соотношение собственных и заемных средств компании является широко документированным; их включение в модель необходимо для исследования взаимосвязи между уровнем долга и отслеживанием рынка «при прочих равных» и получения неискаженных результатов. Теоретическое обоснование влияния указанных факторов на структуру капитала компаний может быть получено в рамках различных моделей, включая теории компромисса и иерархии (См. Таблицу 1).

Таблица 1

Контрольные переменные

Фактор	Показатель	Ожидаемая взаимосвязь с уровнем долга
Размер	Log(Выручка)	Теория компромисса: + Теория иерархии: -
Прибыльность	ЕБИТДА/Активы	Теория компромисса: + Теория иерархии: -
Материальность активов	Основные Средства/Активы	Теория компромисса: + Теория иерархии: -
Дефицит внутренних средств	$Div + CapEx_t + \Delta W_t - CF_t$	Теория иерархии: +
Потенциал роста, наличие инвестиционных возможностей	Market-to-book ratio	Теория иерархии: -
Рыночная динамика		Гипотеза Welch: - Неподтверждение гипотезы Welch: +

Размер компании. Согласно теории компромисса, крупная компания сталкивается с меньшими издержками при выпуске долговых обязательств, для них меньшее значение имеют потенциальные издержки банкротства, дефолта, а потому размер компании и уровень финансового рычага должны быть связаны положительно. Напротив, в рамках теории иерархии, чем крупнее компания, тем быстрее может перейти от выпуска долговых обязательств к эмиссии акций, т.к. сталкивается с меньшей асимметрией на рынках акций.

Прибыльность. Прибыльность компании означает, что она меньше сталкивается с дефицитом внутренних ресурсов, а потому не испытывает потребности в выпуске долговых обязательств. Поэтому в рамках теории иерархии уровень долга и прибыльность компании связаны отрицательной зависимостью. Напротив, в соответствии с теорией компромисса, прибыльность означает большую доступ-

⁴⁰ См.: Baker, Wurgler (2002), Bruinshoofd, Haan (2007), Rajan, Zingales (1995), Shyam-Sunder, Myers (1999), Welch (2004).

ность заемных средств, меньшие издержки финансовой неустойчивости, большую значимость налогового щита, что приводит к выбору более высокого уровня долга.

Материальные активы. В рамках теории компромисса предполагается наличие положительной связи между материальными активами компании и уровнем долга, поскольку они создают возможности для обеспечения кредита. Теория иерархии позволяет, напротив, сделать вывод об ожидаемой отрицательной связи: преобладание нематериальных активов увеличивает вероятность возникновения асимметрии информации, а значит, компании в большей степени будут склонны выпускать долговые обязательства.

Дефицит внутренних средств компании. Согласно теории порядка финансирования, у компаний есть четкая иерархия предпочтений по отношению к источникам финансирования. А именно, финансирование деятельности компании осуществляется, в первую очередь, из внутренних источников, затем, при их недостаточности, компания прибегает к выпуску долговых обязательств и лишь, в крайнем случае, обращается к эмиссии акций. Таким образом, дефицит финансовых ресурсов должен приводить к увеличению долговой нагрузки компании.

Наличие инвестиционных возможностей. Переменной, аппроксимирующей перспективы роста компании и наличие у нее инвестиционных возможностей, традиционно считается отношение рыночной стоимости компании к балансовой. В рамках теории порядка финансирования предполагается, что компании с более высоким уровнем характеризуются значительными перспективами роста, а потому стараются поддерживать низкий уровень долговой нагрузки, чтобы сохранить финансовую гибкость и избежать вынужденного отказа от привлекательных инвестиционных проектов в будущем. Следует отметить, что включение данной переменной в анализ необходимо только в том случае, когда используемая мера отслеживания рынка не учитывает абсолютное значение отношения рыночной стоимости акции к балансовой.

Отдельно отметим, что отношение рыночной стоимости компании к балансовой может оказывать механическое воздействие на долю долга в структуре капитала, оцененной по рынку. Это связано с тем, что положительная динамика рыночных котировок приводит к увеличению стоимости собственного капитала компании⁴¹. Если менеджмент компании пассивен, не осуществляет перебалансировку структуры капитала после внешних шоков (например, роста котировок), наблюдаемая взаимосвязь между отношением рыночной стоимости компании к балансовой и долей долга в структуре капитала отрицательна (гипотеза Welch). В случае активности руководства компании, осуществляющего постоянное управление структурой капитала и реагирующего на рост доли собственного капитала в структуре источников финансирования увеличением заемных средств, может на-

⁴¹ Welch I. Capital structure and stock returns // Journal of Political Economy, 112, 2004. P. 106–131.

блюждаться прямая зависимость между переменными (наиболее вероятно для финансового рычага по балансовой стоимости).

Спецификация модели. Изменение уровня долговой нагрузки компаний может изучаться как относительно момента проведения эмиссии акций (IPO, SEO), так и в разрезе календарного времени. Подход на основе календарного времени будет использоваться нами для проведения исследования на данных индийских и бразильских компаний, поскольку мы не обладаем данными о датах проведения эмиссий на этих рынках. В случае российского рынка мы проводим анализ в разрезе времени с момента размещения; при этом рассматриваем первичные размещения акций, что связано с редкостью дополнительных эмиссий на российском рынке.

Объясняемой переменной в модели является отношение долга (займов и кредитов) к сумме долга и собственного капитала.

Таким образом, оцениваемые регрессионные уравнения имеют вид:

$$\frac{D}{D+E} = a + b * ROA + c * Def + d * \text{Log}(Sales) + e * Tang + f * MT_t + \varepsilon, \quad (3)$$

где $\frac{D}{D+E}$ – финансовый рычаг,

ROA – отношение EBITDA к активам,

Def – дефицит собственных финансовых средств,

$\text{Log}(Sales)$ – логарифм выручки,

$Tang$ – доля основных средств в активах,

MT_t – переменная отслеживания рынка, рассчитанная для t периодов,

ε – случайная компонента (ошибка),

a, b, c, d, e, f – коэффициенты уравнения регрессии.

Наличие статистически значимой взаимосвязи между используемой мерой отслеживания рынка и уровнем долговой нагрузки интерпретируется нами как свидетельство использования компаниями благоприятной рыночной конъюнктуры при принятии решения о выборе источника финансирования. Взаимосвязь между действиями компании по отслеживанию рынка и долей долга в структуре капитала в общем случае предполагается обратной, поскольку отслеживание рынка сопряжено с увеличением акционерного капитала компании. Тем не менее, мы

допускаем возможность положительного влияния отслеживания рынка на финансовый рычаг компаний, что не противоречит теории отслеживания рынка. Во-первых, прямая зависимость между отслеживанием рынка и уровнем долговой нагрузки может иметь место в случае, если отслеживание рынка осуществляется для регулярного привлечения относительно небольших сумм средств, которые будут оказывать меньшее влияние на результирующую величину финансового рычага, чем крупные эмиссии не отслеживающих рынок компаний, нуждающихся в средствах для финансирования инвестиционных проектов. Во-вторых, взаимосвязь между отслеживанием рынка (акций) и долей заемных средств в структуре капитала окажется положительной, если компании, осуществляющие отслеживание рынка акций, параллельно осуществляют отслеживание долгового рынка, а текущие рыночные условия благоприятствуют привлечению заемного финансирования.

Для подтверждения долгосрочного влияния отслеживания рынка на структуру капитала компаний необходимо, чтобы статистически значимыми были коэффициенты при переменной отслеживания рынка, рассчитанной для t периодов, где $t \geq 5$ (с учетом специфики развивающихся стран, период в 5 лет интерпретируется нами как долгосрочный).

4. Эмпирическое исследование на данных индийских компаний

В качестве основы для формирования выборки индийских компаний выбран индекс S&P CNX 500. По состоянию на 30 сентября 2009 г. на долю акций компаний, включенных в данный индекс, приходилось 92,57% совокупной рыночной капитализации компаний, торгуемых на Национальной фондовой бирже Индии, и 91,17% суммарного объема торгов⁴². Это дает основания считать выборку компаний, сформированную на основе указанного индекса, репрезентативной. В дальнейшем из выборки были исключены:

- 1) финансовые компании;
- 2) компании, дата окончания финансового года которых отлична от 31 марта (типичная для индийских компаний дата окончания финансового года);
- 3) компании, по которым в Bloomberg отсутствовала информация о требуемых для анализа показателях за период с 31.03.2002 по 31.03.2008. Чтобы избежать искажения результатов анализа, вызванных изменениями в условиях деятельности компаний вследствие мирового экономического кризиса, в качестве момента окончания рассматриваемого периода была выбрана дата завершения последнего финансового года, предшествующего началу кризисных явлений в мировой экономике.

⁴² <http://www.nse-india.com/>

Сформированная выборка включает 161 компанию. По состоянию на 31 марта 2008 г. среднее значение финансового рычага компаний, вошедших в выборку, достигло 0,38 (медиана – 0,39). Доля долга в структуре капитала, оцененной по рыночной стоимости, составила 28% (медиана – 22%). На протяжении рассматриваемого периода ежегодно от 21 до 42% компаний, вошедших в выборку, осуществляли дополнительные эмиссии акций. Такая частотность эмиссий означает, что акционерный капитал является широко используемым источником финансирования для индийских компаний.

Из 161 компаний, рассмотренных в процессе анализа, на протяжении 2001–2007 гг. 105 (65,2% от общего числа компаний в выборке) осуществили дополнительную эмиссию акций. С целью выявления зависимости между фактом проведения эмиссии и текущим соотношением величины рыночной и балансовой стоимости собственного капитала компании, для каждой из данных компаний был проведен расчет меры отслеживания рынка. Среднее значение меры отслеживания рынка составило 1,15 (медиана 1,10) при стандартном отклонении 0,10. Это означает, что в среднем по выборке компании привлекают собственный капитал при благоприятной рыночной конъюнктуре, когда котировки акций компании превышают их исторический средний уровень. Проводя анализ на менее агрегированном уровне, мы убедились, что 64,5% компаний могут быть отнесены к категории отслеживающих рынок; для данной подгруппы компаний среднее значение меры отслеживания рынка составило 1,43. Таким образом, уровень отношения рыночной стоимости к балансовой, при которой был привлечен акционерный капитал, в среднем на 43% превышает исторический уровень market-to-book для компании.

Результаты регрессионного анализа приведены в табл. 2–3⁴³.

Таблица 2

Результаты регрессионного анализа

t	R ²	MT _t		Log(Sales)		ROA		Tang/Assets	
		Коэф.	Ст.ош.	Коэф.	Ст.ош.	Коэф.	Ст.ош.	Коэф.	Ст.ош.
балансовая оценка, EEWAMB _t									
1	0,26			0,027***	(0,01)	-1,171***	(0,24)	0,351***	(0,08)
6	0,28	0,010*	(0,01)	0,023**	(0,01)	-1,185***	(0,25)	0,366***	(0,08)
7	0,28	0,010*	(0,01)	0,023**	(0,01)	-1,183***	(0,25)	0,369***	(0,08)
балансовая оценка, EEWAMB _{корп.т}									
2	0,29	0,076**	(0,03)	0,022*	(0,01)	-1,067***	(0,23)	0,340***	(0,08)
3	0,29	0,073**	(0,03)	0,023**	(0,01)	-1,042***	(0,22)	0,327***	(0,08)
4	0,30	0,081**	(0,04)	0,021*	(0,01)	-1,018***	(0,21)	0,320***	(0,08)
5	0,29	0,072**	(0,03)	0,021*	(0,01)	-1,031***	(0,22)	0,325***	(0,08)

⁴³ Результаты представлены отдельно для каждой из мер отслеживания рынка и для оценки долговой нагрузки по балансовой и рыночной величине. Звездочки обозначают уровень значимости (* – 90%, ** – 95%, *** – 99%). Отсутствие результатов для ряда уравнений и переменных означает, что переменные не являются значимыми.

6	0,28	0,050*	(0,03)	0,023**	(0,01)	-1,073***	(0,24)	0,329***	(0,08)
7	0,29	0,054**	(0,02)	0,023**	(0,01)	-1,051***	(0,24)	0,327***	(0,08)
рыночная оценка, EEWAMB _t									
1	0,37	-0,015**	(0,01)	0,019*	(0,01)	-1,33***	(0,26)	0,416***	(0,08)
2	0,37	-0,010***	(0,00)	0,017*	(0,01)	-1,29***	(0,25)	0,409***	(0,08)
3	0,36	-0,009***	(0,00)	0,017*	(0,01)	-1,30***	(0,25)	0,407***	(0,08)
4	0,36	-0,010***	(0,00)	0,017*	(0,01)	-1,30***	(0,25)	0,407***	(0,08)
5	0,36	-0,010**	(0,00)	0,018*	(0,01)	-1,31***	(0,25)	0,405***	(0,08)
6	0,36	-0,009**	(0,00)	0,017	(0,01)	-1,32***	(0,26)	0,407***	(0,08)
7	0,36	-0,009**	(0,00)	0,016	(0,01)	-1,33***	(0,26)	0,405***	(0,08)

Таблица 3

**Результаты регрессионного анализа: рыночная оценка долговой нагрузки,
EEWAMB_{кopp. t}**

t	R ²	MT _t			ROA		Tang/Assets		Market-to-book	
		Коэф.	Ст.ош.	Вер-ть	Коэф.	Ст.ош.	Коэф.	Ст.ош.	Коэф.	Ст.ош.
2	0,38					(0,25)	0,349***	(0,09)	-0,015**	(0,01)
3	0,39	0,038	(0,03)	0,17	-1,018***	(0,25)	0,341***	(0,09)	-0,015**	(0,01)
4	0,39	0,033	(0,03)	0,19	-1,021***	(0,25)	0,341***	(0,09)	-0,015**	(0,01)
5	0,39	0,043*	(0,03)	0,09	-0,999***	(0,25)	0,337***	(0,09)	-0,015**	(0,01)
6	0,39	0,037	(0,02)	0,12	-1,005***	(0,25)	0,334***	(0,09)	-0,015**	(0,01)
7	0,40	0,039*	(0,02)	0,07	-0,988***	(0,25)	0,333***	(0,09)	-0,015**	(0,01)

На основе проведенного анализа можно сделать следующие выводы:

Во-первых, результаты, полученные при использовании различных мер отслеживания рынка, существенно расходятся, как в части направления влияния отслеживания рынка на уровень финансового рычага, так и в части его абсолютного значения и статистической значимости расчетных коэффициентов. Мы считаем, что результаты, полученные на основе базового варианта меры отслеживания рынка, некорректны в силу влияния на данный показатель абсолютной величины отношения рыночной стоимости акции компании к балансовой. С учетом того, что влияние данной меры отслеживания рынка наблюдается только для рыночной величины финансового рычага, мы утверждаем, что отрицательная взаимосвязь меры отслеживания рынка с долей долга в структуре капитала компаний подтверждает гипотезу Welch. А именно, высокие значения котировок акций (отражаемые в нескорректированной мере отслеживания рынка) приводят к снижению доли долга в структуре капитала, причем менеджеры компании не стремятся изменять соотношение долга и собственного капитала с целью устранения данного эффекта. Тот факт, что нескорректированная мера отслеживания рынка дает положительный результат для 6-го и 7-го временных периодов (t) в случае балансовой меры отслеживания рынка, в силу его неустойчивости, мы не склонны принимать во внимание. Тем не менее, данные результаты не противоречат вышеприведенной интерпретации. В этом случае оказывается, что менеджмент компании

реагирует на снижение доли долга в структуре капитала (оцененной по рынку) увеличением долговой нагрузки, однако его эффект оказывается слабее, чем эффект роста рыночных котировок. Результатом становится наблюдаемая отрицательная зависимость между используемой мерой отслеживания рынка и финансовым рычагом в рыночном выражении и положительная – между этой же мерой и уровнем долговой нагрузки, оцененной по балансу.

Во-вторых, отслеживание рынка, оцененное на основе скорректированной меры, связано положительной зависимостью с долей долга в структуре капитала компаний. Аналогичный результат, насколько нам известно, ранее в научной литературе зафиксирован не был. С нашей точки зрения, возможны два направления интерпретации данного факта. Первое связано со спецификой осуществляемых в процессе отслеживания рынка эмиссий. Как обсуждалось ранее, отслеживание рынка может быть связано положительной зависимостью с долей долга в структуре капитала, если объемы эмиссий компаний, отслеживающих рынок, невелики в сравнении с объемами средств, привлекаемых прочими компаниями. Однако данное явление не наблюдается в Индии: средний объем привлеченных средств компаниями, не отслеживающими рынок, оказывается на 22% ниже сумм, полученных в процессе эмиссий при отслеживании рынка. Другая интерпретация данного факта может быть связана с тем, что компании, отслеживающие рынок акций, также следят за ситуацией на рынке заемных средств и осуществляют эмиссии долговых обязательств, компенсирующие изменение структуры капитала в результате выпуска акций.

В-третьих, зависимость между уровнем долговой нагрузки и отслеживанием рынка в определенной мере прослеживается на протяжении пяти-шести лет, однако наиболее значительна на протяжении трех лет. Таким образом, влияние отслеживания рынка на структуру капитала компаний оказывается долгосрочным.

Были также получены следующие результаты относительно влияния контрольных переменных на долю долга в структуре капитала компании:

1. При увеличении прибыльности компании, уровень финансового рычага снижается. Данный факт согласуется с теорией иерархии, согласно которой высокая эффективность бизнеса приводит к возможности осуществления финансирования из собственных ресурсов и меньшей потребности во внешних источниках средств.

2. Большой размер компании сопряжен с увеличением уровня долговой нагрузки; крупные зрелые компании сталкиваются с меньшей вероятностью банкротства, а потому потенциальные выгоды увеличения доли долга в структуре капитала превышают его потенциальные издержки (теория компромисса). Следует отметить, что влияние размера на структуру капитала индийских компаний не является устойчивым.

3. Чем выше доля основных средств в активах, тем, при прочих равных, выше уровень долговой нагрузки индийских компаний. Это подтверждает теорию компромисса, согласно которой основные средства на балансе компании рассматриваются как потенциальное обеспечение при получении кредита, а потому приводит к увеличению уровня финансового рычага.

5. Эмпирическое исследование на данных бразильских компаний

С целью формирования выборки бразильских компаний мы отобрали компании, торгуемые на фондовой бирже Сан-Пауло, число которых, по состоянию на конец 2009 г., составило 386⁴⁴. В дальнейшем из выборки были исключены:

- 1) финансовые компании;
- 2) компании, по которым в базах данных Bloomberg и OneSource Global Business Browser отсутствовала часть требуемой для анализа информации;
- 3) компании, для которых отношение рыночной стоимости акции к балансовой в 2002–2007 гг. превышало 15;
- 4) компании с отрицательной балансовой величиной собственного капитала.

Агрегированные данные о характеристиках компаний, представленных в сформированной выборке из 98 компаний, по состоянию на конец 2007 г. показаны в табл. 4.

Таблица 4

Характеристики бразильских компаний, вошедших в исходную выборку, по состоянию на 31.12.2007

Показатель	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение
Выручка, млн долл. США	3415	755	9839
Активы, млн долл. США	6137	1012	16 818
ROA, %	12,9	12,3	9,3
Доля основных средств в активах, %	35,9	36,4	20,2

По состоянию на конец 2007 г. средняя доля долга в структуре капитала компаний, оцененной по балансовой стоимости, составила 0,33 (медиана – 0,36).

⁴⁴ <http://www.bmfbovespa.com.br/>

Финансовый рычаг в рыночном выражении достиг 0,32 (медиана – 0,29). На протяжении 2002–2007 гг. наблюдалась тенденция к снижению финансового рычага бразильских компаний как в балансовом, так и в рыночном выражении. Это означает, что собственный капитал становился все более широко используемым источником финансирования развития деятельности компаний. При этом на протяжении большей части рассматриваемого периода рыночная оценка доли долга в структуре капитала превышает балансовую, что вызвано превышением балансовой оценки собственного капитала над рыночной для значительной части рассматриваемых компаний.

С целью выявления зависимости между фактом эмиссии и текущим соотношением величины рыночной и балансовой стоимости собственного капитала компании, для каждой из данных компаний нами был проведен расчет меры отслеживания рынка. Среднее значение меры отслеживания рынка, рассчитанное за 6-летний период, составило 1,23 (медиана 1,14). Это означает, что в среднем по анализируемой выборке компании привлекают собственный капитал при благоприятной рыночной конъюнктуре, когда котировки акций компании превышают их исторический средний уровень. Проводя анализ на менее агрегированном уровне, мы убедились, что в зависимости от рассматриваемого временного промежутка (меры отслеживания рынка, рассчитанной для периода 2–6 лет) от 63,9 до 87,6% компаний могут быть отнесены к категории отслеживающих рынок.

Результаты регрессионного анализа представлены в табл. 5–6, составленных отдельно для балансовой и рыночной оценки долговой нагрузки и различных мер отслеживания рынка (исходный вариант Baker, Wurgler и скорректированная мера). В случае рыночной оценки долговой нагрузки и использования скорректированной меры отслеживания рынка результат представлен только для $t = 1$, поскольку переменная отслеживания рынка не является значимой ни для одного из периодов и итоговые уравнения для различных периодов расчета совпадают.

Таблица 5

**Результаты регрессионного анализа:
балансовая оценка долговой нагрузки**

t	R ²	MT _t		Log(Sales)		Market-to-book	
		Коэф.	Ст. ош.	Коэф.	Ст.ош.	Коэф.	Ст.ош.
EEWAMB_t							
1	0,10	0,022**	(0,01)	0,018**	(0,01)		
2	0,10	0,023	(0,02)	0,019**	(0,01)		
3	0,10	0,026	(0,02)	0,019**	(0,01)		
4	0,10	0,029	(0,02)	0,019**	(0,01)		
5	0,10	0,028	(0,02)	0,019**	(0,01)		
6	0,10	0,028	(0,02)	0,019**	(0,01)		
EEWAMB_{кopp,t}							
2	0,11	-	-	0,019**	(0,01)	0,022**	(0,01)

3	0,14	0,150***	(0,04)	0,021***	(0,01)	0,020	(0,01)
4	0,13	0,135***	(0,04)	0,022***	(0,01)	0,020**	(0,01)
5	0,11	-	-	0,019**	(0,01)	0,022**	(0,01)
6	0,13	0,112***	(0,04)	0,024***	(0,01)	0,019	(0,01)

Таблица 6

**Результаты регрессионного анализа:
рыночная оценка долговой нагрузки**

t	R ²	MT _t		Market-to-book	
		Коэф.	Ст.ош.	Коэф.	Ст.ош.
EEWAMB _t					
1	0,14	-0,045***	(0,02)		
2	0,16	-0,055***	(0,01)		
3	0,16	-0,059***	(0,02)		
4	0,16	-0,063***	(0,02)		
5	0,16	-0,068***	(0,02)		
6	0,16	-0,069***	(0,02)		
EEWAMB _{корр. t}					
1	0,15			-0,045***	(0,01)

На основе проведенного анализа можно сделать следующие выводы:

1. Отслеживание рынка не оказывает стабильного долгосрочного влияния на уровень долговой нагрузки компаний. Прежде всего, результаты чувствительны к применяемой мере отслеживания рынка, а также различаются в зависимости от того, балансовая или рыночная величина долговой нагрузки выступает объясняемой переменной. Коэффициент при скорректированном показателе, который рассматривается нами как достоверная мера отслеживания рынка, не является устойчиво значимым.

2. Факторы, определяющие величину долговой нагрузки бразильских компаний по балансовой величине и по рыночной, различны. Волатильность бразильского фондового рынка приводит к тому, что факторы, оказывающие влияние на уровень долговой нагрузки компании в рыночном выражении, ограничиваются показателями, характеризующими состояние рынка (market-to-book).

3. На балансовую величину финансового рычага положительное влияние оказывает размер компании, что согласуется с теорией компромисса. Уровень долговой нагрузки (по балансу) связан прямой зависимостью с отношением рыночной стоимости компании к балансовой. Данный факт может рассматриваться как свидетельство активности менеджеров, осуществляющих перебалансировку

структуры капитала на фоне снижения уровня долговой нагрузки в рыночном выражении, вызываемом ростом рыночных котировок.

4. Единственный фактор, оказывающий влияние на уровень финансового рычага в рыночном выражении, – это отношение рыночной стоимости компании к балансовой. Обратная зависимость между величиной долговой нагрузки и значением market-to-book может подтверждать гипотезу о том, что компании, характеризующиеся существенным потенциалом роста и обширными инвестиционными возможностями, стремясь сохранить финансовую гибкость, поддерживают, при прочих равных, более низкий уровень финансового рычага. Однако, в виду наличия положительной зависимости между отношением рыночной стоимости компании к балансовой и уровнем долговой нагрузки в балансовом выражении, мы интерпретируем данный факт как свидетельство механического воздействия динамики рыночных котировок на соотношение долговых и собственных средств.

5. Низкое значение R^2 и статистически незначимое влияние на уровень долговой нагрузки ряда контрольных переменных свидетельствуют о том, что финансовый леверидж бразильских компаний в значительной степени объясняется прочими факторами, не учтенными в анализе. Поскольку цель исследования заключается в определении влияния отслеживания рынка на структуру капитала компаний, а не выявление максимально полного перечня факторов, определяющих уровень долговой нагрузки, данный факт не рассматривается нами как ограничение проведенного анализа.

6. Эмпирическое исследование на данных российских компаний

Исходная выборка была сформирована на основе базы данных эмиссий Интернет-сайта www.iposcongress.ru; в нее вошли российские компании, осуществившие публичное размещение акций до 2008 г. Следуя методологии IPO-Congress, в выборку были также включены иностранные компании с российскими активами.

Полученная выборка включает 60 компаний: 40 из них осуществили размещение акций до 2007 г., оставшиеся 20 – в 2007 г. Анализ проводился отдельно для всей исходной выборки и подвыборки компаний, осуществивших размещение до 2007 г. Это обусловлено стремлением достичь оптимального баланса между размером анализируемой выборки компаний и корректностью ее формирования. В силу кризисных явлений в мировой и российской экономике в 2008 г. структура капитала в этот период могла определяться соображениями, отличными от принципов, действующих в периоды стабильной экономической ситуации. Обобщенные данные о характеристиках компаний, вошедших в выборку, в год осуществления IPO представлены в табл. 7.

**Характеристики компаний, вошедших в исходную выборку,
в год перед проведением IPO**

Показатель	Среднее	Медиана	Стандартное отклонение
Выручка, млн долл. США	1 642,2	411,9	3 753,8
Активы, млн долл. США	1 824,4	558,2	4 327,1
ROA, %	14,4	12,0	16,2
Доля основных средств в активах, %	36,8	38,3	25,5

В год перед проведением размещения акций средняя балансовая величина финансового рычага для компаний, вошедших в исходную выборку, составила 0,41, тогда как медианное значение данного показателя оказалось равным 0,35 (Таблица 8). В год осуществления IPO уровень финансового рычага компаний резко падает (до 0,24 по всей исходной выборке), что объясняется ростом величины собственного капитала компаний за счет эмиссии акций. На протяжении последующих лет происходит постепенное увеличение уровня долговой нагрузки компаний, однако через 2 года финансовый рычаг все еще остается примерно на 16% ниже его уровня до размещения. В силу ограниченности временного периода имеющихся данных неизвестно, происходит ли в дальнейшем возвращение к исходному уровню долговой нагрузки.

Таблица 8

Показатели структуры капитала по анализируемой выборке

год	Балансовая величина D/(D+E)				Рыночная величина D/(D+E)			
	IPO до 2007 г.		Вся выборка		IPO до 2007 г.		Вся выборка	
	Ср.	Мед.	Ср.	Мед.	Ср.	Мед.	Ср.	Мед.
до IPO	0,38	0,34	0,41	0,35				
IPO	0,25	0,22	0,24	0,21	0,12	0,10	0,11	0,09
IPO+1	0,29	0,25	0,29	0,26	0,13	0,10	0,23	0,13
IPO+2	0,32	0,31			0,24	0,18		

Выявление компаний, отслеживающих рынок, проводилось с использованием двух различных методик: определения периодов бума и спада на рынке IPO, а также построения переменной на основе отношения рыночной стоимости акции к балансовой.

На основе переменной, построенной исходя из периодов спада и бума на рынке, 53% компаний в выборке были отнесены к категории отслеживающих рынок. При использовании скорректированной меры отслеживания рынка на основании отношения рыночной стоимости акции к балансовой, доля компаний, отслеживающих рынок, составила 67%. Таким образом, мы убедились, что российские компании учитывают рыночную ситуацию при принятии текущих решений о выборе источника финансирования.

Регрессионные уравнения построены отдельно для года IPO, IPO+1 и IPO+2. Полученные результаты представлены в табл. 9.

Таблица 9

Результаты регрессионного анализа

год	R ²	MT		ROA		Log(Sales)		Tang/Assets	
		Коэф.	Ст. ош.	Коэф.	Ст. ош.	Коэф.	Ст. ош.	Коэф.	Ст. ош.
балансовая оценка долговой нагрузки, EEWAMB									
IPO	0,21	0,022**	(0,01)	-0,389*	(0,22)	0,026***	(0,01)	0,201*	(0,10)
IPO+1	0,16	0,020	(0,01)	-0,443*	(0,23)	0,045***	(0,01)		
IPO+2	0,28			-0,922***	(0,30)	0,070***	(0,01)		
рыночная оценка долговой нагрузки, EEWAMB									
IPO	0,13			-0,221*	(0,12)	0,016***	(0,00)	0,114*	(0,06)
IPO+1	0,12			-0,963**	(0,38)	0,055***	(0,01)		
IPO+2	0,17			-1,251**	(0,59)	0,065***	(0,02)		
рыночная оценка долговой нагрузки, мера отслеживания рынка на основе характеристик рынка в момент размещения									
IPO+2	0,24	0,145*	(0,08)	-1,324***	(0,443)	0,057***	(0,01)		

Таким образом, уровень долговой нагрузки компании, оцениваемый как по рыночной, так и балансовой величине, зависит от размера компании, причем наблюдаемая связь прямая, что согласуется с теорией компромисса. Стабильно значимым является также фактор прибыльности компании; наблюдаемая отрицательная зависимость соответствует теории иерархии. Доля основных средств в активах оказывает значимое влияние на структуру капитала компаний на протяжении только одного периода, а потому не может быть отнесена к категории факторов, определяющих структуру капитала российских компаний.

Полученные результаты о влиянии отслеживания рынка на структуру капитала российских компаний не носят устойчивый характер, а потому однозначных выводов о характере воздействия благоприятной рыночной конъюнктуры на уровень долговой нагрузки компаний сделать нельзя. Полученная зависимость (в тех случаях, когда она была получена) между фактом отслеживания рынка и уровнем долговой нагрузки компании положительна. Это значит, что компании, отслеживающие рынок акций, после осуществления эмиссии проводят ребалансировку структуры капитала, выпуская долговые обязательства. Данная политика может быть связана, во-первых, с сознательным стремлением избежать долгосрочного воздействия эмиссий акций на соотношение собственных и заемных средств. Во-вторых, она может объясняться тем, что компании одновременно следят за ситуацией на рынке долговых инструментов, и изменение структуры капитала в результате отслеживания рынка заемных средств оказывается значительнее, чем в результате эмиссий акций. Данное соображение представляется особенно актуальным для российского рынка, в виду центральной роли банковской системы как источника финансирования деятельности компаний. В целом мы склонны интерпретировать полученные результаты как отсутствие влияния отслеживания рынка на итоговое соотношение заемных и собственных средств российских компаний.

При этом мы обращаем внимание, что полученные результаты могут объясняться рядом иных факторов. Во-первых, к искажению результатов может приводить маленький размер выборки. Во-вторых, поскольку мы стремились максимально увеличить размер выборки, состав компаний, вошедших в нее, оказался неоднородным, а потому регрессионный анализ на агрегированном уровне может исказить реальную картину. Кроме того, низкое значение R^2 свидетельствуют о том, что долговая нагрузка российских компаний в значительной степени объясняется прочими факторами, не учтенными в анализе.

В целом можно утверждать, что российские компании ориентируются на рыночную конъюнктуру при принятии текущих решений о выборе инструмента финансирования. При этом тот факт, продиктовано ли решение об эмиссии соображениями отслеживания рынка или же потребностью в привлечении финансовых ресурсов, не оказывает значимого воздействия на структуру капитала компаний. В обоих случаях происходит постепенное сближение доли долга в структуре капитала компании с ее величиной до эмиссии.

7. Основные выводы

В ходе проведенного анализа исследована роль отслеживания рынка как инструмента управления структурой капитала на развивающихся рынках на примере Индии, Бразилии и России. Было продемонстрировано, что компании всех трех стран ориентируются на рыночную конъюнктуру при принятии текущих решений о выборе источника финансирования. При этом отслеживание рынка не оказывает устойчивого воздействия на структуру капитала российских и бразильских компаний ни в краткосрочном, ни в долгосрочном периодах. Согласно результатам исследования только в Индии итоговое соотношение собственных и заемных средств компаний подвержено устойчивому влиянию отслеживания рынка, сохраняющемуся на протяжении 6 лет.

Результат, полученный для индийского рынка, подтверждает возможность использования отслеживания рынка как инструмента управления структурой капитала на развивающихся рынках. С другой стороны, данный результат подчеркивает важность внешних условий для возможности реализации политики отслеживания рынка, показывает, как расширяется число инструментов, доступных компаниям для управления структурой капитала по мере развития рынка.

Таким образом, было показано, что политика формирования структуры капитала на основе отслеживания рынка оказывается тем действеннее, чем более развитым является рынок акций. С одной стороны, волатильность рынков, низкая ликвидность, а также негибкость процедур размещения акций ограничивают возможности отслеживания рынка. С другой стороны, в условиях меньшей доступности привлечения средств посредством эмиссий акций в развивающихся странах долговое финансирование продолжает играть существенную роль, приводя к тому, что влияние отслеживания рынка на структуру капитала компенсируется последующим привлечением заемных средств.

В ходе исследования был также сделан вывод о том, что при формировании структуры капитала компаний развивающихся стран существенное значение может иметь учет конъюнктуры рынка долговых обязательств. В этой связи изучение отслеживания рынка заемных средств и его влияния на структуру капитала компаний развивающихся рынков является важным направлением дальнейших исследований.

Список литературы

- Рудык Н.Б.* Структура капитала корпораций: теория и практика. – М.: Дело, 2004. – 272 с.
- Солодухина А.В., Репин Д.В.* В поисках решения загадки структуры капитала: поведенческий подход // Электронный журнал «Корпоративные финансы». 2008. № 1(5).
- Almazan A., Suarez J., Titman S.* Firms' stakeholders and the costs of transparency // Working paper, 2006.
- Alti A.* How persistent is the impact of market timing on capital structure? // Journal of finance. 2006. No. 4. Vol. LXI.
- Baker M., Greenwood R., Wurgler J.* Do firms borrow at the lowest-cost maturity? The long-term share in debt issues and predictable variation in bond returns // Working paper, 2001.
- Baker M., Wurgler J.* Market timing and capital structure // Journal of finance. 2002. No. 1. Vol. LVII.
- Bayless M., Chaplinsky S.* Is there a window of opportunity for seasoned equity issuance? // Journal of finance. 1996. No. 1. Vol. LI.
- Bruinshoofd W.A., Haan L.* Market timing and corporate capital structure: a transatlantic comparison // Working paper, 2007.
- Butler A.W., Grullon G., Weston J.P.* Can Managers Forecast Aggregate Market Returns? // Journal of finance. 2005. No. 2. Vol. LX.
- Chazi A., Tripathy N.* Which version of equity market timing affects capital structure? // Journal of applied finance. 2007. No. 1. Vol. XVII.
- Choe H., Masulis R., Nanda V.* Common Stock Offerings Across the Business Cycle: Theory and Evidence // Journal of empirical finance. 1993. No. 1. Vol. I.
- Dittmar A., Thakor A.* Why do firms issue equity? // Journal of finance. 2007. No. 1. Vol. LXII.
- Elliott W.B., Koeter-Kant J., Warr R.S.* A valuation-based test of market timing // Journal of corporate finance. 2007. No. 1. Vol. XII.
- Fu F.* Seasoned Equity Offerings and Capital Structure // Working paper, 2006.
- Jenter D.* Market Timing and Managerial Portfolio Decisions // Journal of finance. 2005. No. 4. Vol. LX.
- Kayhan A., Titman S.* Firms' histories and their capital structures // Journal of financial economics. 2007. No. 1. Vol. LXXXI.
- Korajczyk R., Lucas D., McDonald R.* The effect of information releases on the pricing and timing of equity issues // Review of financial studies. 1991. No. 4.
- Leary M., Roberts M.R.* Do firms rebalance their capital structure // Journal of finance. 2005. No. 6. Vol. LX.
- Myers S.C., Majluf N.* Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of financial economics. 1984. No. 13.
- Mittoo U.R., Zhang Z.* Market timing, capital structure and cross listing: Canadian evidence // Working Paper, University of Manitoba, 2006.
- Rajan R.G., Zingales L.* What do we know about capital structure? Some evidence from international data // Journal of finance. 1995. No. 5. Vol. L.
- Schultz P.* Pseudo Market Timing and the Long-Run Underperformance of IPOs // Journal of finance. 2003. No. 2. Vol. LVIII.
- Shyam-Sunder L., Myers S.C.* Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure // Journal of financial economics. 1999. Vol. LI.
- Van Ness B.F., Van Ness R.A., Warr R.S.* How well do adverse selection components measure adverse selection? // Financial management, 2001.
- Welch I.* Capital structure and stock returns // Journal of political economy, 112, 2004.
- www.bloomberg.com
- www.bmfbovespa.com.br/
- www.ipocongress.ru/
- www.nse-india.com/
- www.offerings.ru
- www.onesource.com/

THE IMPACT OF MARKET TIMING ON CAPITAL STRUCTURE FORMATION OF COMPANIES ON EMERGING MARKETS

Irina Nikitushkina

Ph.D., Assistant professor
Faculty of Economics
(Moscow, Russia)

Anna Kondakova

Postgraduate student
MSU
Faculty of Economics
(Moscow, Russia)

Abstract

In the paper we investigate the impact of equity market timing on capital structure of Russian, Brazilian and Indian companies. On the basis of existing approach to measuring companies' efforts to time the market, we develop a modified market timing measure which allows to account for debt and equity issues separately. The results provide evidence of the fact that in all the countries considered market valuations determine current financial decisions of the companies. In the long-term, however, persistent influence of market timing on leverage is observed only in India. Thus, we make sure of the possibility of using market timing as a means of capital structure management on emerging markets. On the other hand, the results suggest that capital structure policy based on market timing is the more effective, the more developed the stock market is.

Key words: capital structure, market timing.

JEL codes: G300, G320.