

Секция «Корпоративные финансы: наука, теория и практика»

Оценка взаимосвязи структуры капитала и финансового риска российских промышленных компаний

Научный руководитель – Бадюкина Евгения Андреевна

Некрасова Галина Андреевна

Сотрудник

Сыктывкарский государственный университет, Сыктывкар, Россия

E-mail: galina_nizovtceva@mail.ru

Структура капитала является важным инструментом финансовой политики компании и оказывает влияние как на стоимостные характеристики бизнеса, так и на показатели его эффективности и возможности роста.

Увеличение доли заемного капитала может приводить к возрастанию акционерной стоимости компании [1], рыночных мультипликаторов [2, 3], рентабельности собственного капитала. Однако существует множество факторов, действие которых ослабляет положительное влияние левериджа. Один из них - финансовый риск, относящийся к акционерам и возникающий при привлечении заемного финансирования. Существование данного вида риска может оказывать положительное влияние на деятельность компании, обеспечивая потенциально более высокую доходность операций в будущем. С другой стороны, неизбежно возрастает цена капитала, вследствие этого инвестиционная привлекательность компании может снижаться. Анализ и оценка фактора риска позволяет менеджменту более эффективно выстраивать финансовую политику, сохраняя высокий уровень финансовой устойчивости компании.

Цель данного исследования - оценить взаимосвязь структуры капитала и финансового риска компаний, а также определить, является ли финансовый риск фактором, усиливающим отрицательное влияние финансового левериджа на эффективность деятельности компаний.

Исследование выполнено на основе данных шестидесяти четырех крупнейших российских промышленных компаний, входящих в базу расчета отраслевых индексов Московской фондовой биржи: химия и нефтехимия, электроэнергетика, энергоресурсы (нефть и газ), промышленность, металлы и добыча за 2012-2018 гг.

Уровень финансового риска определен тремя показателями: коэффициентом вариации выручки [1], текущей ликвидности, покрытия процентов [4]. Структура капитала выражена через отношение совокупных кредитов и займов к совокупным активам (TDR) и плечо финансового левериджа (Lev). Показатели эффективности - рентабельность активов и рентабельность собственного капитала. Контрольные переменные - прирост выручки, логарифм совокупных активов, доля основных средств в активах.

На первом этапе была сформирована панель данных с общим количеством наблюдений $n=462$ и построена модель 1 (рисунок 1). В результате оценки модели 1 подтверждено наличие сильной прямой зависимости между измерениями структуры капитала и коэффициентом покрытия процентов (ICR), однако объясняющая сила моделей невелика и не превышает 10%. Более тесная связь обнаружена между переменной ICR и долей долгосрочных обязательств в активах, тогда как результаты для краткосрочных обязательств оказались незначимы.

Коэффициент ликвидности (Current Ratio), отражающий риск в краткосрочном периоде, имеет обратную зависимость с уровнем заемного капитала: при возрастании показателя TDR на 1% значение CR уменьшается на 0,094 п.п., при увеличении STD на 1% CR сокращается на 0,16 п.п.

На втором этапе общая выборка была разделена на четыре группы в зависимости от уровня финансового риска (отдельно для каждого его измерения): минимального риска, допустимого, критического и катастрофического. Далее внутри каждой группы оценено влияние структуры капитала на показатели эффективности компаний (ROA, ROE). Модель представлена на рисунке 2.

Установлено, что сила воздействия структуры капитала изменяется в зависимости от уровня финансового риска. Практически для всех групп подтверждено наличие отрицательного влияния финансового рычага на рентабельность, более существенное для ROE (снижение ROE на 0,13-0,3% при увеличении Lev на 1%) и менее значимое для ROA. Исключением является группа со значениями ICR, близкими к критическим. Здесь отмечается слабая положительная связь между показателями: при возрастании Lev на 1% ROA увеличивается на 0,002%, ROE - на 0,037%.

Таким образом, привлечение заемного капитала может создавать дополнительные финансовые выгоды для акционеров, однако оно сопряжено с финансовым риском. Учет данного фактора в процессе оптимизации структуры капитала позволяет, с одной стороны, снизить вероятность дефолта, а с другой - использовать благоприятные рыночные возможности для обеспечения устойчивого роста компании.

Источники и литература

- 1) Анкудинов А.Б., Лебедев О.В. Детерминанты создания акционерной стоимости российскими компаниями // Корпоративные финансы. Электронный журнал. 2014. №1(29). С. 32-45.
- 2) Chen, L., Zhao, X. 2006. On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio. Finance research letters, 3(4): 253–266.
- 3) Salim, M., Yadav, R. 2012. Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. Procedia - Social and Behavioral Sciences, 65: 156–166.
- 4) Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов // М.: Альпина Паблишер, 2019. 1316 с.

Иллюстрации

$$FR_t = \alpha_0 + \beta_1 CapStr_t + \beta_2 Growth_t + \beta_3 Size_t + \varepsilon_t,$$

где FR_t – переменная финансового риска, $CapStr_t$ – переменная структуры капитала, $Growth_t$ – прирост выручки, $Size_t$ – переменная совокупных активов, ε_t – случайная ошибка.

Рис. 1. Уравнение регрессии (модель 1).

$$Perf_t = \alpha_0 + \beta_1 CapStr_t + \beta_2 Growth_t + \beta_3 Size_t + \beta_4 CR_t + \beta_5 Fa_share_t + \varepsilon_t,$$

где $Perf_t$ – переменная эффективности (ROA, ROE), FR_t – переменная финансового риска, $Growth_t$ – прирост выручки, $Size_t$ – переменная совокупных активов, CR_t – коэффициент текущей ликвидности, Fa_share_t – доля основных средств в активах, ε_t – случайная ошибка.

Рис. 2. Уравнение регрессии (модель 2).