

Влияние долговой политики публичных компаний на их стоимость

Научный руководитель – Гуров Илья Николаевич

Масалов Павел Евгеньевич

Студент (магистр)

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

E-mail: masalovpavel99@gmail.com

Одной из главных проблем в корпоративных финансах является выбор оптимальной структуры капитала. В рамках ее решения компания определяет соотношение между собственными и заемными средствами, которое позволит достичь максимальной стоимости на рынке и минимальных затрат на капитал. Данная проблема была исследована в работе Модильяни и Миллера в 1958 г. [7]. Ученые показали, что в идеальном мире без налогов стоимость компании не зависит от объема заемных средств. Однако позже в эту теорию были введены налоги на прибыль, с учетом которых при использовании займов появляется налоговый щит, а его наличие приводит к максимизации стоимости фирмы при увеличении доли долга в структуре капитала [8]. Теория Модильяни-Миллера была позже дополнена уточнением с дополнительными налогами на владение акциями и на доход по облигациям [6]. А потом было предположено, что при росте объема долгового финансирования неизбежно растут издержки финансовых затруднений, так как при большом долге фирма может столкнуться с риском дефолта [9]. Также при росте доли заемных средств в структуре капитала у компании вырастают агентские издержки [5]. Рост долга может привести к ситуации, когда издержки, связанные с ним, превысят выгоду от налогового щита, тогда структура финансирования перестанет быть оптимальной, стоимость фирмы сократится, а затраты на капитал станут высокими. Таким образом, проблема выбора структуры капитала имеет большое значение для фирм.

Однако данная проблема может быть исследована еще более глубоко, так как один из компонентов структуры капитала, долг, тоже может быть неоднородным. Некоторые фирмы предпочитают брать заемные средства сразу на долгий срок, а другие привлекают краткосрочные займы, а потом берут новые после наступления срока погашения. Выбор той или иной долговой политики по срокам погашения исследователи связывали с различными факторами, в том числе с возможной проблемой недоинвестирования [9], которая приводит к уменьшению сроков погашения долгов, размером фирмы [1] и ее кредитным рейтингом [4], которые влияют на доступность долгосрочных заемных средств для нее, а также со структурой кривой процентных ставок [3], которая затрагивает стоимость заемных средств в зависимости от срока заимствований.

Долговая политика, как и решение о структуре капитала, в конечном счете имеет влияние на рыночную стоимость фирм. Так, фирмы, имеющие долгосрочные инвестиционные проекты, с высокой вероятностью будут увеличивать долю долгосрочных займов, так как они совпадают по срокам погашения с их инвестиционной программой, чтобы не столкнуться с невозможностью взять новый заем и не привести к срыву реализации проектов [10]. Однако у фирм могут преобладать и краткосрочные проекты, для которых брать долгосрочный заем будет нерационально и дорого. Это подтверждает актуальность проблемы выбора структуры долга компаниями, потому что наличие инвестиционного проекта вне зависимости от сроков его реализации в дальнейшем может увеличить показатели производительности фирмы [2] и ее денежные потоки, что будет положительно воспринято рынком и приведет к росту стоимости компании. Данная работа исследует связь между

долговой политикой фирм и их стоимостью через ряд факторов, таких как инвестиционные возможности, налоговые щиты, величина основных средств и выручка.

В рамках работы на основе статистического анализа данных определены капиталоемкие сектора экономики, фирмы из которых больше всего прибегают к капиталовложениям в основные средства и больше всех нуждаются в долгосрочном долге, собрана выборка из 320 компаний этих секторов из разных стран. На основе собранной выборки проведен эконометрический анализ передаточного механизма влияния структуры долга на стоимость фирм по мультиликатору $EV/EBITDA$ с помощью модели PVAR.

В результате эконометрического моделирования получено, что рост доли долгосрочного долга в структуре долгового финансирования ведет к увеличению стоимости фирм в последующих периодах вследствие появления новых инвестиционных возможностей и принятия капиталоемких проектов. Кроме того, получено, что рост долгосрочных заимствований увеличивает налоговые щиты по процентным расходам, что в теории ведет к наращиванию денежных потоков фирм и тоже положительно влияет на их стоимость. А также показано, что увеличение объема основных средств фирм связано с ростом доли долгосрочного долга и положительно влияет, в свою очередь, на стоимость. Еще установлено, что прирост долгосрочных заимствований имеет положительное воздействие на выручку фирм, что также приводит к увеличению их стоимости в дальнейшем.

На основе полученных результатов сформулированы рекомендации для аналитиков, покрывающих капиталоемкие компании, относительно того, как можно учитывать изменения структуры долга в своих аналитических отчетах и прогнозах стоимости акций, а также сформулированы практические рекомендации для менеджмента капиталоемких компаний относительно определения оптимальной структуры долга в зависимости от финансовых показателей и сложившихся экономических условий.

Источники и литература

- 1) Barclay, M. J., Smith, C. W. (1995). The Maturity Structure of Corporate Debt. *The Journal of Finance*, 50(2), 609.
- 2) Bessonova, E., Movsesyan, L., Tsvetkova, A. (2021). Long-term financing, investment and innovation-related growth. *Working Paper Series (Central Bank of the Russian Federation)*, 84, Article 84.
- 3) Brick, I. E., Ravid, S. A. (1985). On the Relevance of Debt Maturity Structure. *The Journal of Finance*, 40(5), 1423.
- 4) Diamond, D. W. (1991). Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709–737.
- 5) Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- 6) Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261.
- 7) Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- 8) Modigliani, F., Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- 9) Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- 10) Peria, M. S. M., Schmukler, S. L. (2017). Understanding the Use of Long-term Finance in Developing Economies. *IMF Working Papers*, 2017(096).