

Влияние асимметрии информации на формирование структуры капитала российских компаний

Коваль Артем Игоревич

Студент 4 курса

Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова,

Экономический факультет, Москва, Россия

E-mail: koval.a.i@yandex.ru

Вопрос выбора компанией наиболее подходящего для ее целей соотношения собственных и заемных источников финансирования, или определения оптимальной структуры капитала, является критически важным в управлении финансами компании и тесно взаимосвязан практически со всеми сторонами ее деятельности, поскольку влияет на ее риски, стоимость капитала, затрагивает интересы собственников, инвесторов, менеджмента и, таким образом, определяет место компании на рынке капитала и является важным фактором стоимости компании.

При выборе структуры капитала компании необходимо оценивать множество рисков, возможных издержек и выгод, интересов стейкхолдеров, возникающих в связи с этим. Структура капитала полностью зависит от положения компании на рынке капитала и от его состояния. И одним из наиболее существенных свойств современного рынка капитала является наличие асимметрии информации между его участниками. Проблема неравномерного распределения информации между участниками рынка капитала является особенно важной на развивающихся рынках, где существуют препятствия или отсутствуют стимулы к раскрытию информации компаниями, не развиты системы учета и аудита и в целом низок уровень доверия экономических агентов друг к другу.

В настоящее время в литературе существует множество как теоретических, так и эмпирических исследований, посвященных данной теме — они ведутся со времени появления теории асимметрии информации в 1970-х годах. И в последние годы в литературе наблюдается новый виток интереса к таким исследованиям, связанный с бурным ростом и выходом на мировой рынок компаний из развивающихся стран.

На развивающихся рынках, в том числе и российском, имеют место намного большие информационные асимметрии, чем на развитых, в силу меньшего количества стимулов к раскрытию информации компаниями и большего числа рисков повышения прозрачности. Поэтому исследование влияния асимметрии информации на политику финансирования российских компаний является актуальным и важным, тем более, что до настоящего времени накопилось не много подобных исследований.

Автором предлагается новый для проводимых в России исследований структуры капитал подход для определения влияния асимметрии информации на структуру капитала компании. Подобный подход был применен в недавнем исследовании [1], посвященном вопросу влияния асимметрии информации на принятие решений о структуре капитала компаний, проведенном по американскому рынку.

Исследование проводится по данным российских нефинансовых компаний, которые котируются на российских и зарубежных фондовых биржах. Оно представляет собой эконометрический регрессионный анализ факторов структуры капитала, в том числе вводимой количественной меры асимметрии информации.

Агрегированный индекс информационной асимметрии компаний строится методом главных компонент на основе показателей микроструктуры рынка, получивших распространение в литературе [1], определяющих степень информационной открытости (прозрачности либо непрозрачности) российских компаний. Он является количественным измерителем уровня информационной асимметрии между инсайдерами (как правило, менеджментом компании) и внешним миром (инвесторами, кредиторами). Индекс информационной асимметрии (ASY_i) строится по нескольким показателям,

являющимся количественными мерами непрозрачности отчетности компаний: непрозрачности финансовой отчетности ($FSOp_i$), инсайдерской непрозрачности ($InsOp_i$), информационной непрозрачности ($InfOp_i$), то есть является функцией от перечисленных и других показателей, которые могут быть включены в анализ (Y_i):

$$ASY_i = f(FSOp_i, InsOp_i, InfOp_i, Y_i)$$

Далее этот индекс включается в регрессию уровня долговой нагрузки компании (зависимой переменной — L) в качестве фактора (независимой переменной), влияющего на структуру капитала компании, наравне с другими переменными, традиционно включаемыми в регрессионные модели в качестве контрольных: прибыльностью ($Prof$), степенью материальности активов ($Tang$), размером фирмы ($Sales$ — выручкой), возможностями роста ($Growth$), уровнем недолгового налогового щита ($NDTS$), q Тобина (Q). Таким образом, строится следующая модель линейной регрессии:

$$L_i = a_0 + a_1 ASY_i + a_2 Prof_i + a_3 Tang_i + a_4 Growth_i + a_5 \ln Sales_i + a_6 NDTS_i + a_7 Q_i + bX_i + \varepsilon_i,$$

где X — другие факторы, которые могут быть включены в регрессию, ε — вектор случайных ошибок.

После получения результатов проводится сравнительный анализ полученных результатов с имеющимися в литературе, например, в исследовании [2].

Кроме того, проводится регрессия изменения объема долговой нагрузки на уровень финансового дефицита компании (как в работе [4] и последующих, но по разным частям выборки, разделенным по возрастанию индекса асимметрии информации (децилям, квинтилям либо квартилям). На основе регрессии по каждой подвыборке проводится анализ того, насколько больше или меньше компании с разным уровнем информационной асимметрии финансируют дефицит средств за счет долга, на основании чего делаются выводы относительно влияния асимметрии информации на решения о структуре капитала.

Помимо выводов о том, следуют ли российские компании определенным теоретическим концепциям структуры капитала, результаты исследования позволяют выявить различия в том, каким образом финансируют свою деятельность более и менее прозрачные компании, объяснить их причины, а также понять, какие мотивы лежат в основе выбора структуры капитала российских компаний в условиях сильной информационной асимметрии и непрозрачности, присущим рынку и компаниям.

Литература:

1. Bharath S., Pasquariello P., Wu G. Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions? // *The Review of Financial Studies*. 2009. Vol. 22. No.8. P. 3211–3243.
2. Ivashkovskaya I., Solntseva M. The Capital Structure of Russian Companies: Testing Tradeoff Theory versus Pecking Order Theory // *Корпоративные финансы*. 2007. №2. С. 17–31.
3. Myers S., Majluf N. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13. No. 2. P. 187–221.
4. Shyam-Sunder L., Myers S. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure // *Journal of Financial Economics*. 1999. Vol. 51. P. 219–244.
5. Рудык Н. Б. Структура капитала корпораций: теория и практика. — М.: Дело, 2004. — 272 с.