

Особенности формирования финансового рычага компаний в бизнес-группах

Научный руководитель – Черкасова Татьяна Николаевна

Короткова Яна Игоревна

Аспирант

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

E-mail: ya.kolesova@gmail.com

Формирование финансового рычага имеет большое значение в управлении компанией, так как финансовый рычаг влияет на рентабельность собственного капитала, инвестиционную и дивидендную политику компании, а также на ее стоимость. Среди факторов финансового рычага традиционно анализируются внутрифирменные и внешние факторы: отраслевые и страновые (макроэкономические и институциональные). В нашем исследовании предметом анализа служит формирование финансового рычага компаний со статусом контролирующего юридического лица. В этой ситуации еще одной важнейшей группой факторов финансового рычага становятся внутригрупповые факторы, связанные с особенностями бизнес-группы, в которую входит анализируемая компания. Под бизнес-группой в рамках данного исследования мы понимаем совокупность компаний, объединенных отношениями контроля.

Актуальность исследования финансовых решений компаний-участников бизнес-групп обусловлена их большой ролью в экономике многих стран [6]. Высокая концентрация экономической власти в руках ключевых собственников бизнес-групп имеет как положительные, так и отрицательные экономические последствия. С ростом концентрации собственности растут возможности акционеров по мониторингу действий менеджмента, снижаются издержки агентского конфликта "акционеры-менеджеры"; также растет заинтересованность акционеров в создании стоимости в долгосрочном периоде [1 - с. 55]. В то же время контролирующие собственники могут вести себя оппортунистически и ущемлять интересы миноритарных акционеров, что на макроэкономическом уровне может способствовать замедлению экономического роста и неэффективному распределению ресурсов (соответствующая гипотеза выдвинута в работе [7] и получила название "economic entrenchment" ("экономического окапывания").

В России при исследовании факторов финансового рычага компаний в бизнес-группах особенно важно проанализировать, как действие санкций и законодательных требований, связанных с деофшоризацией экономики, влияет на финансовые решения фирм.

Многие исследователи считают одной из ключевых причин функционирования бизнес-групп в экономике их экономическую эффективность в случае несовершенств рынка (например, [5 - с. 275]). Выстраивание пирамидальной бизнес-группы позволяет ключевому акционеру смягчать финансовые ограничения компаний, расширяя объем доступных ресурсов. Соответственно, в условиях санкций именно внутригрупповые факторы способны оказывать сильнейшее влияние на финансовый рычаг контролирующих компаний.

С точки зрения финансового рычага доступ компаний бизнес-группы к внутригрупповому рынку капитала имеет ряд важных следствий. Во-первых, большой объем доступного заемного финансирования положительно влияет на леверидж компаний в бизнес-группах. Во-вторых, может наблюдаться эффект вытеснения внешнего заемного финансирования внутригрупповым, поскольку первое является более дорогостоящим из-за высоких издержек финансового контроля со стороны кредиторов. В-третьих, использование внутригрупповых финансовых ресурсов может вызывать действие эффекта совместного страхования

("co-insurance effect") и снижать кредитный риск отдельных компаний группы благодаря сокращению неопределенности их денежных потоков и возможности спасения связанными сторонами компаний, терпящих финансовые затруднения.

Анализ исследований в области финансовых решений компаний в бизнес-группах выявляет две ключевые гипотезы, объясняющие использование компаниями внутригруппового заемного финансирования: гипотезы туннелирования и спасения слабых предприятий.

Согласно первой гипотезе, контролирующий акционер стремится извлекать частные выгоды и продвигает решения, направляющие финансовые потоки внутри бизнес-группы от компаний с меньшим правом акционера на денежные потоки к компаниям с большим правом. В этом помогает внутригрупповое финансирование: кредиторами будут выступать компании с меньшим правом контролирующего акционера на денежные потоки, заемщиками - компании с большим правом [4]. Согласно второй гипотезе поддержание контролирующим акционером финансово слабых компаний группы приводит к обратному движению финансовых потоков внутри бизнес-группы: от компаний с более высокими правами контролирующего собственника на денежные потоки к компаниям с менее высокими правами. При функционировании компаний-участников бизнес-группы в разных странах мира, формирование их финансового рычага испытывает на себе влияние также международных, прежде всего, налоговых факторов. Законодательство многих стран мира (в том числе России) содержит правила тонкой капитализации (далее - ПТК), ограничивающие вычет из налогооблагаемой базы компании процентных платежей по долгу при превышении ее долга некоего уровня. Среди исследований в этой области стоит отметить работы [2], [3]. Исследование [2] показало, что действие в стране ПТК приводит к снижению совокупного левериджа компании. В работе [3] отмечено, что введение в стране ПТК вынуждает компании в ней снижать долг перед связанными сторонами, но замещать его внешним долгом лишь частично, и уровень финансового рычага компаний падает.

Таким образом, принадлежность компании к бизнес-группе оказывает существенное влияние на формирование ее финансового рычага, и особенности этого влияния еще предстоит исследовать.

Источники и литература

- 1) Быкова А.А., Молодчик М.А., Шаилова Е.Г. Концентрация собственности как механизм корпоративного управления в российских публичных компаниях: влияние на финансовые результаты деятельности // Прикладная эконометрика. 2017. № 45. С.50-74
- 2) Blouin J., Huizinga H., Laeven L., Nicodeme G. Thin capitalization rules and Multinational Firm Capital Structure // IMF Working Paper. 2014. Vol. 12. 37 p.
- 3) Buettner T., Overesch M., Wamser G. Restricted interest deductibility and multinationals' use of internal debt finance // International Taxation and Public Finance. 2016. Vol. 23. pp.785-797
- 4) Chakraborty I. Effects of Ownership Structure on Capital Structure of Indian Listed Firms: Role of Business Groups vis-à-vis Stand-Alone Firms // Emerging Markets Finance and Trade. 2018. Vol. 54:10. pp.2315-2332
- 5) Colli A., Colpan A.M. Business Groups and Corporate Governance: Review, Synthesis, and Extension // Corporate Governance: An International Review. 2016. Vol. 24(3). pp.274-302
- 6) Khanna T., Yafeh Y. Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites? // Journal of Economic Literature. 2007. No.45(2). pp.331-372

- 7) Morck R., Wolfenzon D., Yeung B. Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth // Journal of Economic Literature. 2005. Vol. 43(3). pp.655-720