

Реперные точки корпоративной денежной политики

С.И. Луценко

Как известно, нормальное финансовое состояние компании предполагает, что ее чистые активы, стоимость которых представляет собой разницу между балансовой стоимостью активов (имущественного обеспечения) и размером обязательств, с течением времени растут по сравнению с первоначально вложенными в уставный капитал средствами¹. Это означает, что реперными точками для компании являются эффекты финансовой гибкости относительно денежной политики и оценка предупредительных мотивов, которые направлены в конечном счете на капитализацию стоимости активов, эффективное управление ликвидными активами (покрытие текущими активами текущих обязательств). В свою очередь, «гибкая денежная политика предполагает наличие наиболее ликвидных активов — денежных средств и краткосрочных инвестиций в необходимых объемах для покрытия наиболее срочных обязательств, в том числе обязательств по выплате дивидендов»². В результате именно «управленческие решения (менеджмента и совета директоров) определяют эффективность или неэффективность денежной политики компании»³.

Финансовая гибкость проявляется в целенаправленном поиске более дешевого источника финансирования в ответ на неопределенность относительно инвестиционных возможностей и является определяющей особенностью, позволяющей идентифицировать решения руководящих органов, связанных с финансированием. Ряд исследователей⁴ отметили, что именно финансовая гибкость является основным фактором, определяющим управленческие решения в отношении политики структуры капитала компании (как было отмечено выше и национальным правоприменителем).

Автор исследует влияние гибкой финансовой политики на изменения значения денежных авуаров компании (с учетом имущественного обеспечения как гарантии возврата кредитных средств, поскольку именно данный показатель связан с информационной асимметрией и определяет цену собственного капитала, в условиях влияния внешних шоков на рынках капитала). Имущественное обеспечение позволяет компании обеспечить финансовую гибкость.

¹ Постановление Конституционного Суда Российской Федерации от 18.07.2003 № 14-П.

² Постановление ФАС Уральского округа от 06.09.2012 № Ф09-7957/12 по делу № А50-10020/11.

³ Постановление ФАС Северо-Кавказского округа от 22.08.2013 № А63-11442/201.1.

⁴ *Denis D.* (2011) Financial flexibility and corporate liquidity // *Journal of Corporate Finance*. Vol. 17. P. 667–674; *Graham J., Harvey C.* (2001) The theory and practice of corporate finance: evidence from the field // *Journal of Financial Economics*. Vol. 60. P. 187–243; *DeAngelo H., DeAngelo L.* (2007) Capital structure, payout policy, and financial flexibility // Working Paper Marshall School of Business. P. 1–24.

Российские компании накапливают денежные средства, улучшая тем самым свой потенциал финансирования (получение беспрепятственного доступа к рынку капитала). Согласно гипотезе предупредительных сбережений (*precautionary savings hypothesis*), выдвинутой Кейнсом⁵, заемные средства до определенной степени являются заменителями внутреннего накопления. В представленной статье рассматривается влияние корпоративной денежной политики на способность компании к привлечению долгового финансирования (с точки зрения цены капитала), а также способность эффективно управлять денежными авуарами. Конечной целью привлечения долгового финансирования является повышение финансовой гибкости и ликвидности.

Финансовая гибкость компании (способность определять структуру финансирования и эффективно управлять денежными средствами) имеет особое значение при влиянии негативных внешних факторов, в условиях наличия у компании предупредительных мотивов (*precautionary incentives*), которые связаны с формированием денежных запасов. Механизм предупредительных сбережений является своего рода защитой от негативных влияний со стороны внешних рынков капитала. Роль предупредительных сбережений в денежной политике компании уже была отмечена⁶, однако исследования в отношении денежной политики в основном строятся вокруг финансового левереджа и иногда субститутов денежных средств, таких как чистый оборотный капитал. Алмейда, Кампелло и Вейсбах, а также Фолкендер и Ванг⁷ представили, что денежная политика является более важной, когда компании находятся в условиях финансовых ограничений. Тем не менее, ни в одном из существующих исследований непосредственно не уделено особого внимания роли залогового обеспечения как гарантийного инструмента при привлечении долгового финансирования, управленческой политики со стороны менеджмента, с точки зрения учета внешних негативных факторов (шоков на рынках долгового капитала), влияющих на цену привлеченного капитала.

Попытаемся комплексно проанализировать связь эффекта финансовой гибкости (отправная реперная точка) с корпоративной денежной политикой. Так как именно денежная форма капитала является наиболее ликвидной и мобильной, позволяющей компании использовать его в целях технического, технологического и организационного совершенствования производства, инвестирования в соответствующие проекты, что в конечном счете увеличивает капитализацию компаний⁸.

⁵ Keynes J. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London. MacMillan.

⁶ Opler T., Pinkowitz L., Stulz R. and Williamson R. (1999) The determinants and implications of corporate cash holdings // *Journal of Financial Economics*. Vol. 52. P. 3–46; Bates S., Kahle K., Stulz R. (2009) Why do US firms hold so much more cash than they used to? // *The Journal of Finance*. Vol. 64. P. 1985–2021; Duchin R. (2010) Cash holdings and corporate diversification // *The Journal of Finance*. Vol. 65. P. 955–992; Chen T., Harford J., Lin C. (2013) Financial Flexibility and Corporate Cash Policy // Working Paper Chinese University of Hong Kong and University of Washington. P. 1–56.

⁷ Almeida H., Campello M., Weisbach M. (2004) The cash flow sensitivity of cash // *The Journal of Finance*. Vol. 59. P. 1777–1804; Faulkender M., Wang R. (2006) Corporate Financial Policy and the Value of Cash // *The Journal of Finance*. Vol. 61. P. 1957–1990.

⁸ Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.07.2009 по делу № А40-60792/09-142-270).

Имущественное обеспечение помогает снизить агентские затраты, вызванные моральным риском и неблагоприятным отбором относительно финансирования, улучшая потенциал финансирования компаний и позволяя последним занимать больше, в условиях неопределенности и финансовых ограничений⁹. Компании с более высоким уровнем материальных активов менее болезненно переживают финансовые трудности. Именно имущественное обеспечение позволяет компании и банку находить компромисс при возникновении различных рисков при кредитовании, позволяя увеличивать финансовую гибкость компании. Компании с большей величиной материальных активов в состоянии увеличить внешнее финансирование с наиболее низкими затратами¹⁰ и инвестировать больше в перспективные проекты¹¹.

Как отмечают Харрис и Равив¹², низкая информационная асимметрия, которая связана с имущественным обеспечением, делает собственный капитал менее дорогостоящим. Другими словами, компании, выходя на рынок капитала (эмиссия акций) и предоставляя прозрачную информацию о своих материальных активах потенциальному инвестору, нивелируют информационную асимметрию, тем самым снижаются риски (соответственно, цена капитала), связанные с привлечением финансирования. Компании, в структуре которых преобладают материальные активы, имеют преимущество перед компаниями, использующими в качестве имущественного обеспечения нематериальные активы (лицензии, патенты), поскольку могут использовать свое имущество в качестве залогового обеспечения, т. е. получить более легкий доступ к капиталу.

Механизм предупредительных мотивов, представленный выше, позволяет оценить (идентифицировать) влияние эффектов финансовой гибкости на инвестиционную политику компаний, особенно в условиях финансовых ограничений. Согласно агентской теории, именно денежные средства являются самым уязвимым активом при агентских конфликтах¹³. Как отмечает Дженсен¹⁴, долг ограничивает управленческую команду компании в своих действиях, особенно в отношении неэффективного управления с их стороны. Автор рассматривает в настоящей работе, вместо привычного показателя роста (Q Тобина), показатель внутреннего роста g , оценивающий вклад менеджмента во внутренний

⁹ Hart O., Moore J. (1994) A theory of debt based on the inalienability of human capital // Quarterly Journal of Economics. Vol. 109. P. 841–79; Jimenez G., Salas V., Saurina J. (2006) Determinants of collateral // Journal of Financial Economics. Vol. 81. P. 255–281.

¹⁰ Berger A., Udell S., Udell S., Udell S. (2011) Tests of ex ante versus ex post theories of collateral using private and public information // Journal of Financial Economics. Vol. 100. P. 85–97; Lin C., Ma Y., Malatesta P., Xuan Y. (2011) Ownership structure and the cost of corporate borrowing // Journal of Financial Economics. Vol. 100. P. 1–23.

¹¹ Chaney T., Sraer D., Thesmar D. (2012) The collateral channel: How real estate shocks affect corporate investment // American Economic Review. Vol. 102. P. 2381–2409.

¹² Harris M., Raviv A. (1991) The theory of capital structure // Journal of Finance. Vol. 44. P. 297–355.

¹³ Berle A., Means G. (1932) The Modern Corporation and Private Property. New York. MacMillan Publishing Co; Myers S., Rajan R. (1998) The paradox of liquidity // The Quarterly Journal of Economics. Vol. 113. P. 733–771.

¹⁴ Jensen M. (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers // American Economic Review. Vol. 76. P. 323–329.

рост компании, исключая внешнее влияние рынка (ошибочную оценку акций), наряду с показателем, определяющим финансовую политику компании (финансовый левередж).

Представленная работа охватывает ряд смежных дисциплин. Речь идет не только о корпоративных финансах, но и менеджменте как науке, связанной со стратегическим управлением и рациональным привлечением и распределением денежных средств. Речь идет о корреляции предупредительных мотивов и эффектов, связанных с финансовой гибкостью, которые, в свою очередь, влияют на инвестиционную политику корпорации. С другой стороны, данная работа связана с тематикой по управлению ликвидностью, демонстрируя, как российские компании управляют наиболее ликвидными ресурсами (денежными средствами) в ответ на финансирование.

Целью представленного исследования является получение доказательства влияния имущественного обеспечения решений, связанных со структурой капитала, на денежную политику российских компаний. Рассматривается влияние показателя внутреннего роста на управление денежными средствами. Трудность привлечения внешнего финансирования заставляет компании полагаться на внутренние источники финансирования. Поскольку именно денежные средства являются защитным буфером от негативных шоков (накопление денежных средств) в условиях предупредительных мотивов.

В следующей части работы необходимо рассмотреть порядок выборки, ее описание, регрессионную модель, протестировать данную спецификацию на предмет выборки наиболее адекватной модели, а также описать полученные результаты.

Методология исследования и описание выборки

В предложенном исследовании рассматривается регрессионная модель, в которой зависимой переменной выступает денежный коэффициент — отношение денежных средств компании к совокупным активам (денежный показатель), а независимыми (объясняющими) переменными являются показатель внутреннего роста, финансовый левередж, капитальные расходы, чистый оборотный капитал, а также основополагающий показатель, отвечающий за информационную асимметрию, — осязаемость активов (имущественное обеспечение). Описание зависимой и независимых переменных регрессии представлено ниже.

Для рассмотрения и оценки влияния эффектов финансовой гибкости на денежные авуары (денежные средства и краткосрочные финансовые вложения) компании были отобраны 26 публичных российских компаний из 10 отраслей (подотраслей) экономики: сельское хозяйство (производство, переработка и реализация сельскохозяйственной продукции), нефтегазовый комплекс (нефтяная и газовая промышленность), пищевая промышленность (производство солода и пива), металлургия (черная и цветная металлургия), машиностроение (производство частей и принадлежностей автомобилей и двигателей), электроэнергетика, строительство (производство общестроительных работ), торговля (оптовая торговля металлами и металлическими рудами), транспорт (транс-

портирование по трубам, деятельность морского транспорта), телекоммуникации (деятельность в области электросвязи). Наблюдение проводилось с 2010 по 2013 г. Выборка осуществлялась среди крупных компаний с суммарным объемом полученных доходов более 2 млрд рублей и величиной активов более 100 млн рублей¹⁵, соответствующих принципам международных стандартов финансовой отчетности. Акции компании котируются на бирже (условие, которое позволяет компании свободно выбирать источники финансирования). Информация о компаниях была получена из годовых (финансовых) отчетов, отчетов эмитентов, а также данных, полученных на сайтах компаний. Анализ панельных данных обусловлен как необходимостью учета ненаблюдаемой гетерогенности между компаниями (unobserved heterogeneity), так и необходимостью расширения выборки. Поскольку количество наблюдений для каждой компании различно, панельные данные являются несбалансированными (unbalanced panel).

Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета Stata.

Описание переменных

При отборе независимых переменных для оценки влияния эффектов финансовой гибкости на политику управления денежными средствами автор руководствовался следующими соображениями. В работах Чена, Харфорда и Лина, а также Бейтса, Кале и Штульца¹⁶ ключевыми показателями были: величина компании, денежные потоки от операционной деятельности, Q Тобина (показатель возможностей роста с учетом влияния внешних факторов), расходы на исследования и разработки, а также фиктивная переменная дивидендных выплат. В нашем случае были отобраны следующие показатели: показатель внутреннего роста (позволяющий учесть вклад менеджмента в капитализацию стоимости компании), финансовый левередж (общий показатель, характеризующий финансовую политику компании), капитальные расходы (характеризующие инвестиционный уровень компании), чистый оборотный капитал, а также ключевой показатель — осязаемость активов (имущественное обеспечение). При отборе независимых переменных, в отличие от вышеприведенных авторов, фокус был смещен на предупредительный мотив российских компаний. Другими словами, использование имущественного обеспечения позволяет компании делать финансирование более доступным и дешевым. Кроме того, компании с более высоким уровнем материальных активов могут увеличивать свою финансовую гибкость (выбор источников финансирования и сферу их приложения), а также снижать риски, связанные с негативными шоками на рынке (гипотеза предупредительных сбережений).

Описание переменных представлено в табл. 1.

¹⁵ Приказ ФНС России от 16.05.2007 № ММ-3-06/308.

¹⁶ Chen T., Harford J., Lin C. (2013) Financial Flexibility and Corporate Cash Policy // Working Paper Chinese University of Hong Kong and University of Washington. P. 1–56.; Bates S., Kahle K., Stulz R. (2009) Why do US firms hold so much more cash than they used to? // The Journal of Finance. Vol. 64. P. 1985–2021.

Переменные спецификации

Переменная	Описание переменных и алгоритм расчета
$\frac{Cash}{Assets}$	Коэффициент управления денежными авуарами (денежный коэффициент) определяется как отношение денежных средств плюс краткосрочные финансовые вложения (денежные авуары) к величине совокупных активов
<i>Tang</i>	Имущественное обеспечение или показатель осязаемости, рассчитывается как отношение основных средств к величине совокупных активов. Представленный показатель отвечает, в том числе за информационную асимметрию (компания выбирает источник финансирования — дополнительная эмиссия акций или привлечение долгового капитала)
<i>g</i>	<p>За основу расчета показателя роста была взята методология, предложенная Даниэлем и Титманом [Daniel K., Titman S., 2006]. Данный показатель позволяет устранить внешние влияния (ошибочные оценки рынка, макроэкономические условия). Он представляет внутреннюю часть роста рыночной стоимости компании. Другими словами, мы можем оценить вклад менеджмента компании в капитализацию стоимости. Представленный показатель рассчитывается следующим образом:</p> $g_{i,t} = \log\left(\frac{ME_{i,t}}{NE_{i,t-3}}\right) - r_{i,t-3;t}$ <p>где <i>ME</i> — рыночная стоимость собственного капитала (рыночная капитализация); <i>r</i> — логарифм среднего значения доходности акций. В силу неустойчивости российского фондового рынка, долгосрочный период необходимо рассматривать как три и более лет. Данный период позволяет учесть события (сигналы), которые могут повлиять на изменение доходности акций</p>
<i>Leverage</i>	Показатель финансового левереджа определяется как отношение общей задолженности компании к величине совокупных активов. Данный показатель помогает управлять риском в случае невозможности рефинансирования компании
<i>Capx</i>	Капитальные расходы рассчитываются как отношение приобретенных основных средств и нематериальных активов к величине совокупных активов компании. Компании с большей величиной капитальных расходов накапливают меньше денежных средств
<i>NWC</i>	Показатель чистого оборотного капитала находится как отношение разницы текущих активов (минус денежные средства и краткосрочные финансовые вложения) и текущих обязательств к величине совокупных активов. Чистый оборотный капитал может заменить денежные средства. В связи с этим компании с большим значением чистого оборотного капитала будут хранить меньше денежных средств

Описательная статистика представлена в табл. 2.

Описательная статистика

Переменная	Характеристики выборки			
	Средняя	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
$\frac{Cash}{Assets}$	0,079	0,066	0,1	0,32
$Tang$	0,539	0,181	0,7	0,86
g	0,01	0,337	-0,65	0,89
$Leverage$	0,508	0,168	0,22	1
$Capx$	0,092	0,057	0,013	0,32
NWC	-0,018	0,11	-0,32	0,37

Результаты, представленные в табл. 2, позволяют сформулировать следующие выводы. Средняя величина денежных средств составляет почти 8% от совокупных активов. Средняя величина капитальных расходов составляет 9% от совокупных активов. Среднее значение осязаемости активов составляет почти 54% от активов компании. Другими словами, в среднем российская публичная компания наполовину состоит из материальных активов (здания, сооружения, оборудование). Среднее значение финансового левереджа составляет 0,51. То есть, в среднем, российская компания использует собственный и заемный капитал примерно в равных пропорциях.

Оценка и анализ моделей

Спецификация, рассматривающая влияние эффектов финансовой гибкости на корпоративную денежную политику, выглядит следующим образом:

$$\left(\frac{Cash}{Assets} \right)_{i,t} = a_0 + a_1 (Tang)_{i,t} + a_2 (g)_{i,t} + a_3 (Leverage)_{i,t} + a_4 (Capx)_{i,t} + a_5 (NWC)_{i,t} + \varepsilon_{i,t},$$

где i, t — период времени t для компании i ; a_0 — свободный член регрессионного уравнения; a_1, a_2, a_3, a_4, a_5 — коэффициенты регрессионного уравнения соответствующих переменных; ε — ошибка регрессионного уравнения.

Для рассматриваемой спецификации, при анализе панельных данных, оцениваются три вида регрессий: сквозная (*Pooled*), регрессия со случайным эффектом (*RE*) и регрессия с фиксированным эффектом (*FE*). При тестировании регрессии на основе сквозной регрессии при сравнении с моделью с фиксированными (установленными) эффектами использовался тест Вальда. При тестировании модели на основе сквозной регрессии при сравнении с моделью со случайными эффектами использовался тест Бройша-Пагана. При тестировании

модели со случайными эффектами при сравнении с моделью с фиксированными (установленными) эффектами использовался тест Хаусмана. Тестирование проводилось с целью отбора наиболее адекватной модели, с точки зрения прогнозирования. Результаты тестирования представлены в табл. 3 и табл. 4.

Таблица 3

Модель, рассматривающая влияние эффектов финансовой гибкости на корпоративную денежную политику

Модели	Сквозная		FE		RE	
	Коэффициент	Станд. ошибка	Коэффициент	Станд. ошибка	Коэффициент	Станд. ошибка
Независимые переменные						
<i>Tang</i>	-0,186 (-3,23)*	0,058	-0,125 (-2,09)	0,060	-0,149 (-2,64)	0,056
<i>g</i>	-0,049 (-2,17)	0,023	-0,01 (-0,49)	0,020	-0,020 (-1,01)	0,020
<i>Leverage</i>	-0,106 (-1,92)	0,055	-0,133 (-2,56)	0,052	-0,124 (-2,47)	0,050
<i>Capx</i>	0,259 (1,66)	0,156	0,409 (2,56)	0,160	0,386 (2,51)	0,154
<i>NWC</i>	-0,127 (-1,77)	0,071	-0,137 (-1,69)	0,081	-0,118 (-1,58)	0,075
Константа	0,207 (4,19)	0,049	0,173 (4,04)	0,043	0,189 (4,14)	0,046
Количество наблюдений	88		88		88	
Коэффициент детерминации (R ²)	14,10%		15,79%			
F-статистика	2,69		2,74			
Статистика Вальда (Wald chi ²)					13,22	

* в круглых скобках представлена t(z) — статистика

Таблица 4

Выбор спецификации модели на предмет адекватности прогнозирования

Модель, рассматривающая влияние эффектов финансовой гибкости на корпоративную денежную политику			
	Тест Вальда	Тест Бройша-Пагана	Тест Хаусмана
Значение статистики (p-value)	6,98 (0,000)	17,74 (0,000)	7,51 (0,185)
Заключение	Регрессия с фиксированным (установленным) эффектом предпочтительнее сквозной регрессии	Регрессия со случайным эффектом предпочтительнее сквозной регрессии	Регрессия со случайным эффектом предпочтительнее регрессии с фиксированным (установленным) эффектом

Полученные результаты позволяют заключить, что наиболее адекватной моделью, при оценке влияния эффектов финансовой гибкости на денежную политику российских компаний, является модель со случайными эффектами (индивидуальные эффекты российских компаний не связаны с выбранными независимыми переменными).

Основной показатель, характеризующий имущественное обеспечение компании (*Tang*), является значимым на 5% уровне значимости во всех трех видах регрессий. Другой важный показатель внутреннего роста (*g*) является значимым только в сквозной (*Pooled*) регрессии. В регрессии со случайным эффектом (*RE*) и регрессии с установленным эффектом (*FE*) данный показатель не является значимым на 5% уровне значимости. Тем не менее, можно сказать, что российские публичные компании, находясь в полосе финансовых ограничений (влияния негативных шоков), теряют часть своей стоимости активов. Поэтому руководство компаний стремится перенести данную часть денежных средств (накопить) на последующие инвестиционные проекты. Тем самым собственники компании могут оценить вклад менеджмента в отношении эффективности или неэффективности управления компанией¹⁷. Кроме того, показатели *Leverage* и *Capx* в регрессиях со случайным эффектом и фиксированным эффектом также являются статистически значимыми.

Отрицательная корреляция между имущественным обеспечением (*Tang*) и денежным коэффициентом (*Cash/Assets*) говорит о том, что российские публичные компании сталкиваются с риском неблагоприятного отбора (выбора дешевого источника финансирования), а также негативными шоками на внешних рынках. В связи с этим, имущественное обеспечение позволяет смягчить данные негативные последствия, улучшить свой потенциал финансирования. Компании с более высоким уровнем материальных активов менее болезненно переживают финансовые трудности. Имущественное обеспечение в условиях финансового кризиса позволяет занимать больше, с более низкими издержками¹⁸. С другой стороны, низкая информационная асимметрия, связанная с имущественным обеспечением, делает собственный капитал менее дорогостоящим¹⁹. Наконец, срабатывает гипотеза предупредительных мотивов. В условиях негативного влияния внешних рынков компания может смягчить их, прибегая к имущественному обеспечению, как защитному буферу, для получения финансирования и реализации тех или иных инвестиционных проектов. Наконец, в условиях агентских конфликтов денежные средства являются самым уязвимым активом компании (с точки зрения вывода их из компании), поэтому имущественное обеспечение позволяет смягчить их (поскольку долгой капитал ограничивает управленческую команду в их неэффективных действиях), расширяя и улучшая потенциал финансирования.

¹⁷ Постановление Пятнадцатого арбитражного апелляционного суда от 10.07.2014 № 15АП-9098/2014 по делу А53-29444/2011.

¹⁸ Berger A., Udell S., Udell V. (2011) Tests of ex ante versus ex post theories of collateral using private and public information // Journal of Financial Economics. Vol. 100. P. 85-97; Lin C., Ma Y., Malatesta P., Xuan Y. (2011) Ownership structure and the cost of corporate borrowing // Journal of Financial Economics. Vol. 100. P. 1-23.

¹⁹ Harris M., Raviv A. (1991) The theory of capital structure // Journal of Finance. Vol. 44. P. 297-355.

Отрицательная связь между финансовым леведжем (*Leverage*) и денежным коэффициентом объясняется способностью компании накапливать больше денежных средств в условиях трудностей привлечения долгового капитала. Компании полагаются на внутренние источники финансирования, с учетом предупредительного мотива, накапливая денежные средства, чтобы справляться с негативными внешними экстерналиями²⁰. Более того, представленный показатель (*Leverage*) позволяет компании управлять риском, связанным с недостаточным финансированием²¹.

Положительная корреляция между капитальными расходами (*Capx*) и денежным коэффициентом (*Cash/Assets*) объясняется тем, что компании, которые испытывают недостаток в инвестициях (для них такая ситуация становится слишком дорогостоящей), будут стремиться к большему накоплению денежных средств. В ином случае, часть инвестиционных активов будет продана с целью получения необходимого финансирования для реализации более привлекательных проектов. Данная позиция расходится с позицией Чена, Харфорда и Лина, которые в своей работе²² представляют отрицательную связь между капитальными расходами и денежным коэффициентом. Они отмечают, что компании с большим значением капитальных расходов стремятся накапливать меньше денежных средств. Кроме того, избыток денежных средств может привести к злоупотреблениям со стороны управленческой команды (получение частных выгод).

Итак, представленные результаты показывают, что компании с более высоким уровнем материальных активов накапливают меньше денежных средств. Тем самым российские публичные компании поддерживают определенный компромисс между способностью к привлечению долга и своей денежной политикой, которая, в свою очередь, связана с предупредительным сберегающим мотивом.

Заключение

В рамках проведенного исследования влияния эффектов финансовой гибкости относительно денежной политики, а также гипотезы предупредительных мотивов были получены следующие результаты.

Российские публичные компании поддерживают компромисс между способностью к привлечению долгового капитала и управлением денежными авуарами. Организации сталкиваются с риском неблагоприятного отбора относительно выбора более дешевого источника финансирования, а также отрицательными внешними экстерналиями. Имущественное обеспечение способно смягчить влияние негативных шоков, поэтому является защитным буфером при получении финансирования (срабатывает гипотеза предупредительных

²⁰ Harford J., Klasa S., Maxwell W. (2013) Refinancing risk and cash holdings // Journal of Finance. Vol. 69. P. 975–1012.

²¹ Chen T., Harford J., Lin C. (2013) Financial Flexibility and Corporate Cash Policy // Working Paper Chinese University of Hong Kong and University of Washington. P. 1–56.

²² Там же.

мотивов). Российские компании с целью повышения финансовой гибкости и ликвидности могут использовать кредитные ресурсы (в качестве обеспечения выступают материальные активы), замещая денежные средства (в частности, в условиях финансовых ограничений).

Имущественное обеспечение позволяет смягчить агентскую проблему. Долговой капитал позволяет дисциплинировать менеджмент, расширяя потенциал финансирования. Кроме того, оценивается вклад органов управления в положительную динамику капитализации компании, финансовой гибкости и ликвидности. Поскольку их действия (управленческие решения) направлены на повышение эффективности деятельности компании в целом²³.

Список используемых источников

1. Almeida H., Campello M., Weisbach M. (2004) The cash flow sensitivity of cash // *The Journal of Finance*. Vol. 59.
2. Bates S., Kahle K., Stulz R. (2009) Why do US firms hold so much more cash than they used to? // *The Journal of Finance*. Vol. 64.
3. Berle A., Means G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York. MacMillan Publishing Co.
4. Berger A., Frame S., Ioannidou V. (2011) Tests of ex ante versus ex post theories of collateral using private and public information // *Journal of Financial Economics*. Vol. 100.
5. Campello M., Giambona E., Graham J. and Harvey C. (2011) Liquidity management and corporate investment during a financial crisis // *Review of Financial Studies*. Vol. 24.
6. Chaney T., Sraer D., Thesmar D. (2012) The collateral channel: How real estate shocks affect corporate investment // *American Economic Review*. Vol. 102.
7. Chen T., Harford J., Lin C. (2013) Financial Flexibility and Corporate Cash Policy // Working Paper Chinese University of Hong Kong and University of Washington.
8. Daniel K., Titman S. (2006) Market reactions to tangible and intangible information // *Journal of Finance*. Vol. 61.
9. DeAngelo H., DeAngelo L. (2007) Capital structure, payout policy, and financial flexibility // Working Paper Marshall School of Business.
10. Denis D. (2011) Financial flexibility and corporate liquidity // *Journal of Corporate Finance*. Vol. 17.
11. Duchin R. (2010) Cash holdings and corporate diversification // *The Journal of Finance*. Vol. 65.
12. Faulkender M., Wang R. (2006) Corporate Financial Policy and the Value of Cash // *The Journal of Finance*. Vol. 61.
13. Graham J., Harvey C. (2001) The theory and practice of corporate finance: evidence from the field // *Journal of Financial Economics*. Vol. 60.
14. Harris M., Raviv A. (1991) The theory of capital structure // *Journal of Finance*. Vol. 44.
15. Harford J., Klasa S., Maxwell W. (2013) Refinancing risk and cash holdings // *Journal of Finance*. Vol. 69.

²³ Постановление Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 31.01.2011 № 17АП-8427/2008-ГК по делу А50-14202/2008.

16. *Hart O., Moore J.* (1994) A theory of debt based on the inalienability of human capital // *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 109.
17. *Jensen M.* (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers // *American Economic Review*. Vol. 76.
18. *Jimenez G., Salas V., Saurina J.* (2006) Determinants of collateral // *Journal of Financial Economics*. Vol. 81.
19. *Keynes J.* (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London. MacMillan.
20. *Lin C., Ma Y., Malatesta P., Xuan Y.* (2011) Ownership structure and the cost of corporate borrowing // *Journal of Financial Economics*. Vol. 100.
21. *Myers S., Rajan R.* (1998) The paradox of liquidity // *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 113.
22. *Opler T., Pinkowitz L., Stulz R. and Williamson R.* (1999) The determinants and implications of corporate cash holdings // *Journal of Financial Economics*. Vol. 52.
23. Приказ ФНС России от 16.05.2007 № ММ-3-06/308@ (в редакции от 19.09.2014 № ММВ-7-2/483@) // *Экономика и жизнь*. 2007. № 23.
24. Постановление Конституционного Суда Российской Федерации от 18.07.2003 № 14-П // *Вестник Конституционного Суда РФ*. 2003. № 5.
25. Постановление ФАС Уральского округа от 06.09.2012 № Ф09-7957/12 по делу № А50-10020/11 // *КонсультантПлюс*. // <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=AUR;n=131205/>.
26. Постановление ФАС Северо-Кавказского округа от 22.08.2013 № А63-11442/2011 // *КонсультантПлюс* // <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=ASK;n=93482/>.
27. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.07.2009 по делу № А40-60792/09-142-270 // *КонсультантПлюс* // <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=MARB;n=137001/>.
28. Постановление Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 31.01.2011 № 17АП-8427/2008-ГК по делу А50-14202/2008 // *КонсультантПлюс* // <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=RAPS017;n=49133/>.
29. Постановление Пятнадцатого арбитражного апелляционного суда от 10.07.2014 № 15АП-9098/2014 по делу А53-29444/2011 // *КонсультантПлюс* // <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=RAPS015;n=79718/>.