



С. И. ЛУЦЕНКО

Эксперт НИИ корпоративного и проектного управления, аналитик Института экономических стратегий Отделения общественных наук Российской академии наук. Область научных интересов: корпоративное управление, финансирование компаний.

E-mail: scorp_ante@rambler.ru

ВЛИЯНИЕ ИНФОРМАЦИОННЫХ СИГНАЛОВ НА БУДУЩУЮ ПРИБЫЛЬ

АННОТАЦИЯ

Рассматривается влияние информационных сигналов на будущую прибыль российских компаний. Информационные сигналы могут влиять на поведение инвесторов при оценке будущей прибыли. На прибыль в будущем могут влиять показатели внутреннего роста и шока. Показатель шока позволяет учесть ситуацию, когда компания перейдет с долгового финансирования на внутренние источники финансирования, чтобы снизить уровень потерь активов, связанный с влиянием шоков. Внутреннее финансирование осуществляется за счет наиболее дешевого источника – прибыли. Оно позволяет снижать уровень долгового риска посредством корректировки структуры капитала (погашение части задолженности). Показатели шока и внутреннего роста для инвесторов являются информационным индикатором перспектив развития компании.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА

ВНУТРЕННИЙ РОСТ, ИНФОРМАЦИОННЫЙ СИГНАЛ, УПРАВЛЕНЧЕСКАЯ ПОЛИТИКА, ПРИБЫЛЬ, ДИВИДЕНДЫ, ШОК, ЦЕНА АКЦИИ.

Колебания на рынках (внешние шоки), возможность финансовых кризисов – это обстоятельства (информационные сигналы для инвесторов), которые возникают систематически, и их прогнозирование и есть суть делового риска и управленческого планирования.

Менеджмент обладает самостоятельностью и широкой дискрецией при принятии решений в сфере бизнеса. В силу рискованного характера предпринимательской деятельности существуют объективные причины совершения менеджментом деловых просчетов [Постановление, 2004]. Другими словами, решения органа управления компании защищены правилом, которое позволяет гарантировать менеджменту иммунитет (защита от имущественной ответственности) при совершении деловых ошибок от нападков со стороны акционеров.

Когда руководство компании реализует экономическую стратегию, недопустимо рассматривать решения изолированно от других операций (вне экономической стратегии), поскольку зачастую получение прибыли отложено во времени. Для получения максимальной прибыли в долгосрочном периоде

допустимы операции, в результате которых в краткосрочном периоде снизится доход или образуется убыток. Если на момент принятия какого-либо управленческого решения имелась вероятность получения как прибыли, так и убытков и решение было принято в диапазоне приемлемого риска, то оно должно признаваться разумным, и не имеется оснований налагать имущественные санкции за отрицательный результат в силу указанных выше разъяснений, руководитель находится под защитой правила бизнес-решения [Постановление, 2017].

Вместе с тем эффективное управление компанией (в том числе сокращение риска, связанного с потерей части стоимости акции из-за внешних шоков на фондовом рынке) позволяет выстраивать доверительные отношения менеджмента с акционерами, с потенциальными инвесторами.

Информационная прозрачность – фундаментальный принцип функционирования современного фондового рынка, гарантирующий защиту прав инвесторов, вкладывающих средства в ценные бумаги, и прежде всего самих владельцев ценных бумаг в отношении получения дивидендов [Определение, 2000].

Ключевым показателем, характеризующим конечный финансовый результат деятельности, является чистая прибыль, поступающая в полное распоряжение компании. Из нее выплачиваются дивиденды, направляются средства на образование резервных и иных фондов, а также и на прирост капитала организации. Размер дивидендов определяется органом управления компании исходя из величины чистой прибыли по результатам отчетного периода; долгосрочной финансовой политики, краткосрочной структурной политики в отношении активов компании [Постановление, 2018].

Коммерческая дискреция компании и финансовая устойчивость зависят от работы органов управления (менеджмента, совета директоров), выполнения ими обязанностей и реализации предоставленных им прав для извлечения прибыли. Акционеры, получающие дивиденды от чистой прибыли, заинтересованы в стабильной доходности и коммерческой ликвидности акционерного общества [Постановление, 2016].

В качестве информационных сигналов, которые могут влиять на будущую прибыль и поведение инвестора, мы берем показатель шока и уровень дивидендных выплат. Выплата дивидендов не должна приводить к тому, что компании придется привлекать дополнительное долговое финансирование (нести расходы, связанные с поиском источников финансирования), свертывать инвестиционные программы, продать все активы, необходимые для деятельности и устойчивости развития организации [Постановление, 2018; Постановление, 2007].

Активы компании напрямую зависят от цены акций и влияют на показатель дивидендных выплат. В свою очередь, цена акций зависит от эффективности, стабильности функционирования и перспектив развития компании. Из-за плохого управления акционеры могут потерять часть стоимости активов (риск обесценения акций в связи с ошибками управления), поскольку снижение стоимости акций является тождественным лишению акционеров их собственности [Case, 2014; Final decision, 2002].

Необходимость учета перспектив развития компании также согласуется с позицией надлежущей практики корпоративного управления, изложенной Центральным банком РФ: «Корпоративное управление должно быть основано на принципе устойчивого развития общества и повышения отдачи от инвестиций в акционерный капитал в долгосрочной перспективе» [письмо Банка России, 2014, введение, п. 4]. Эффективное управление позволит акционерам и инвесторам иметь перед собой «дорожную карту» управления, чтобы видеть и контролировать действия органа управления.

Приобретая акции, собственники получают право на участие в управлении и на получение в будущем дивидендов. Происходит трансформация денежных средств участников в акции и в последующие обязательства компании перед акционерами [Постановление Президиума Высшего Арбитражного суда, 2000]. Активность акционера предопределяется владением акциями и обязывает совместно с органами управления вырабатывать экономическую стратегию бизнеса [Постановление, 2010]. Необходимо отметить, что инвесторы интерпретируют изменение дивидендных выплат в связи с пересмотром своей политики менеджмента в отноше-

нии будущих перспектив прибыли [Miller M., Modigliani F., 1961]. Другие авторы заключают, что дивиденды являются сигналом для инвесторов [Brav A., Graham J., Harvey C. et al., 2005]. Увеличение дивидендных выплат является надежным информационным сигналом в отношении перспектив будущей прибыли. Дивиденды тесно связаны с уровнем прибыли в будущем [Ham et al., 2017].

Однако имеется и противоположная точка зрения: изменения дивидендных выплат не содержат информации о будущей прибыли [Allen F., Michaely R., 2003].

В модели Миллера и Модильяни [Miller M., Modigliani F., 1961] менеджмент и внешние инвесторы обладают одинаковой информацией о будущих инвестициях и денежных потоках. Такие информационные различия, вероятно, будут влиять на реакции инвесторов в отношении изменений дивидендов.

Также существует предположение, что увеличение дивидендных выплат отражает сокращение риска [Grullon G., Michaely R., 2002].

Изменение дивидендов сильно связано с прибыльностью компании в текущем или прошлом финансовых периодах [Benartzi S., Michaely R., Thaler R., 1997]. Однако увеличение дивидендных выплат не коррелирует с ростом доходности (прибыльности) в последующих периодах времени, в то время как сокращение дивидендных выплат фактически увеличивает доходность компании (поскольку вместо выплаты дивидендов часть денежных средств реинвестируется в капитал компании для генерирования прибыли в будущем). На сегодняшний день научные исследования (в том числе исследования вышеприведенных авторов) в отношении влияния информационных сигналов на будущую прибыль не рассматривают отдельные важные факторы, которые значимы в отношении будущей прибыли.

В данной статье предлагается несколько расширить угол исследования факторов, влияющих на будущую прибыль, путем включения не только дивидендных выплат, но и показателей внутреннего роста и шока (внешнего сигнала), которые рассматриваются как ключевые показатели. Благодаря данным показателям можно более подробно проанализировать влияние политики органов управления (их вклад, качество корпоративного управления) и шока на будущую прибыльность, поведение инвесторов, акционеров при оценке управленческих решений. Происходит своего рода разделение ключевых факторов, влияющих на будущую прибыль, на внутреннюю (политика и вклад менеджмента в финансовый результат) и внешнюю (влияние шоков на финансовый результат) части. Тем самым можно выстроить экономическую стратегию компании с учетом ее внутреннего потенциала.

Показатель внутреннего роста позволяет оценить (precautionary motive) предупредительный мотив (гипотеза предупредительных сбережений является своего рода буфером от негативных влияний (шоков) со стороны внешних рынков капитала) – готовность компании «переключиться» на внутренние источники финансирования (сбережение денежных средств для внутреннего инвестирования). Компания создает внутренний денежный резерв, чтобы в дальнейшем справляться с меньшими потерями, связанными с шоками, влияющими на уровень прибыли.

МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ И ОПИСАНИЕ ВЫБОРКИ

В нашей модели зависимой переменной является прибыльность компании. В качестве независимых (объясняющих) переменных были выбраны внутренний рост g , шок, уровень дивидендных выплат, инвестиции и осязаемость активов.

Для оценки влияния объясняющих переменных на будущую прибыль были отобраны 24 публичные российские компании из 10 отраслей экономики: сельское хозяйство (производство, переработка и реализация сельскохозяйственной продукции), нефтегазовый комплекс (нефтяная и газовая промышленность), пищевая промышленность (производство солода и пива), 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 (транспортирование по трубам, морской транспорт), телекоммуникации. Выборку составили крупные компании с суммарным доходом более 2 млрд руб. и активами более 100 млн руб. [Приказ ФНС России, 2007]. При отборе обязательным условием являлось наличие отчетности по международным стандартам финансовой отчетности. Акции компании должны котироваться на фондовом рынке (условие, позволяющее оценить внешний сигнал, – шок). Информация о коммерческих организациях получена из годовых финансовых отчетов, отчетов эмитентов, привлечены данные на корпоративных сайтах. Выбран период 2013–2017 годов. Количество (значение) наблюдений (количественная характеристика) для каждой компании варьирует (для одних компаний – 2013–2016 годы, для других – 2015–2017 годы), поэтому данные являются несбалансированными. Эконометрические расчеты производились с помощью статистического пакета Stata.

ОПИСАНИЕ ПЕРЕМЕННЫХ

При оценке регрессии использован ключевой независимый показатель – уровень дивидендных выплат (рассматривается в качестве информационного сигнала для инвесторов) и связь между дивидендами и будущими изменениями прибыли [Ham C., Kaplan Z., Leary T., 2017].

Кроме того, мы включаем в регрессию следующие независимые переменные: устойчивый рост, шок, инвестиции, осязаемость активов с целью оценить вклад менеджмента в финансовый результат, влияние внешних шоков на выбор источника финансирования.

Рентабельность (прибыльность) активов (ROA), %, определяется как отношение прибыли после налогообложения (чистой прибыли) к совокупной величине активов. По своей экономической природе чистая прибыль и нераспределенная прибыль тождественны.

Шок (Shock) рассчитывается как отношение прибыли после налогообложения к рыночной капитализации. Показатель является лагированным. Лаг составляет один год. Шок (внешние рыночные экстерналии) является индикатором выбора источника финансирования с учетом издержек корректировки (активности регулирования структуры капитала). Данный показатель является ориентиром для компании в отношении накопления прибыли. Кроме того, показатель влияет на поведение инвесторов при оценке будущей прибыли.

Показатель внутреннего роста g . Этот показатель позволяет устранить внешние влияния (ошибочные оценки рынка, макроэкономические факторы). Он представляет внутреннюю часть роста стоимости компании и позволяет оценить реальный вклад менеджмента в рыночную капитализацию [Daniel K., Titman S., 2006]. Рассчитывается этот показатель так:

$$g_{it} = \log\left(\frac{ME_{it}}{ME_{it-3}}\right) - \log(r_{it-3t}),$$

где ME – рыночная капитализация; r – логарифм среднего значения доходности акций. Российский фондовый рынок является неустойчивым, долгосрочный период рассматривается как три года и более. Данный период позволяет учесть негативные шоки (сигналы), которые могут повлиять на доходность акций. Показатель является лагированным. Лаг составляет один год.

Общий уровень дивидендных выплат (Divide) рассчитывается как отношение величины дивидендов к совокупной величине активов. Показатель влияет на поведение инвесторов. Показатель является лагированным. Лаг составляет один год.

Инвестиции (Invest) определяются как отношение величины приобретения основных средств и нематериальных активов к совокупной величине активов. Показатель является лагированным. Лаг составляет один год.

Осязаемость активов (PPE/A) рассчитывается как отношение основных средств к совокупной величине активов,

Таблица 1
Описательная статистика

Переменная	Средняя	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
Рентабельность (прибыльность) активов	2,340	13,254	-54,4	28
Шок	3,890	21,936	-53	40,8
Показатель внутреннего роста g	-0,005	0,294	-0,63	0,6
Общий уровень дивидендных выплат	0,025	0,042	0	0,25
Инвестиции	0,082	0,047	0,01	0,24
Осязаемость активов	0,507	0,191	0,07	0,81

Таблица 2
Модель, рассматривающая влияние информационных сигналов на будущее значение прибыли

Модель	Регрессия					
	сквозная		со случайным эффектом		с фиксированным эффектом	
	Коэффициент	Станд. ошибка	Коэффициент	Станд. ошибка	Коэффициент	Станд. ошибка
Шок	0,231 (4,05)*	0,057	0,231 (4,05)	0,057	0,174 (2,52)	0,069
Показатель внутреннего роста g	11,765 (2,69)	4,372	11,765 (2,69)	4,372	12,219 (2,59)	4,718
Общий уровень дивидендных выплат	64,561 (2,06)	31,267	64,561 (2,06)	31,267	70,584 (1,82)	38,758
Инвестиции	-54,363 (-1,65)	32,856	-54,363 (-1,65)	32,856	-57,088 (-1,20)	47,496
Осязаемость активов	6,300 (0,80)	7,896	6,300 (0,80)	7,896	-7,403 (-0,52)	14,107
Константа	1,143 (0,32)	3,613	1,143 (0,32)	3,613	8,382 (1,38)	6,054
Количество наблюдений	86	—	86	—	86	—
Коэффициент детерминации R^2 , %	30,23	—	—	—	23,95	—
F-статистика	6,93	—	—	—	4,47	—
Статистика Вальда	—	—	34,67	—	—	—

* В круглых скобках представлена $t(z)$ -статистика, которая показывает уровень значимости параметров модели.

позволяет оценить уровень имущественного обеспечения компании, когда она прибегает к финансированию посредством долга. Кроме того, он связан с информационной асимметрией и позволяет идентифицировать цену капитала. Показатель является лагированным. Лаг составляет один год.

Статистика представлена в табл. 1. В среднем дивидендные выплаты составляют 2,5 коп. на каждый рубль совокупных активов, значение внешнего шока – 3,9 процентного пункта от величины рыночной капитализации; прибыль составляет 2,34 процентного пункта от совокупной величины активов. Другими словами, в условиях внешних шоков российские компании теряют часть своих активов (в среднем на 3,9 процентного пункта ежегодно).

ОЦЕНКА И АНАЛИЗ МОДЕЛИ

Модель, рассматривающая влияние информационных сигналов на будущее значение прибыли:

$$(ROA)_t = a_0 + a_1(Shock)_{t-1} + a_2(g)_{t-1} + a_3(Dividends)_{t-1} + a_4(Investment)_{t-1} + a_5(PPE/A)_{t-1} + \varepsilon_t;$$

где t – период времени для компании; a_0 – свободный член регрессионного уравнения; a_1, a_2, a_3, a_4, a_5 – регрессионные коэффициенты; ε – ошибка регрессионного уравнения.

Для модели проведен анализ панельных данных с целью

оценить три вида регрессий: сквозную, регрессию со случайным эффектом и регрессию с фиксированным (установленным) эффектом. При сравнении регрессии на основе сквозной регрессии с моделью с фиксированными эффектами использовался тест Вальда, при сравнении сквозной регрессии с моделью со случайными эффектами – тест Бройша – Пагана, при сравнении модели со случайными эффектами с моделью с фиксированными эффектами – тест Хаусмана. Тестирование проводилось для отбора наиболее адекватной модели с точки зрения качества прогнозирования (табл. 2, 3).

Используя полученные результаты, мы можем отметить, что наиболее подходящей моделью при оценке влияния информационных сигналов на будущую прибыль является сквозная модель (индивидуальные эффекты не связаны с выбранными независимыми переменными).

С целью повысить точность прогноза мы протестировали регрессионную модель на адекватность, гетероскедастичность и мультиколлинеарность (робастность). Для проверки модели на адекватность был проведен тест Рамсея на уровне значимости 5%. В процессе тестирования выяснен уровень значимости 34,91%. Значит, основная гипотеза о правильной спецификации исходной модели не отвергается на уровне значимости 5%. В целом модель является адекватной.

Таблица 3
Выбор модели на предмет адекватности прогнозирования

Показатель	Тест Вальда	Тест Бройша – Пагана	Тест Хаусмана
Значение статистики (p-value)	0,95 (0,490)	0,00 (1,000)	6,30 (0,279)
Вывод	Сквозная регрессия предпочтительнее регрессии с фиксированным эффектом	Сквозная регрессия предпочтительнее регрессии со случайным эффектом	Регрессия со случайным эффектом предпочтительнее регрессии с фиксированным эффектом

Тест на гетероскедастичность проводился с помощью теста Уайта. Уровень значимости составил 7,11%. Основная гипотеза о гомоскедастичности не отвергается на уровне значимости 5%. Гипотеза о наличии гетероскедастичности отвергается (гипотеза о наличии автокорреляции остатков, ведущая к снижению точности прогноза, может быть отвергнута). Остатки регрессии являются похожими на «белый шум» (значения в различные моменты времени являются независимыми и одинаково распределены).

Наконец, был проведен тест на наличие связи между независимыми переменными (мультиколлинеарность – показатель VIF (variance inflation factor) – множитель, который увеличивает дисперсию).

В модели присутствует мультиколлинеарность, если для одной из независимых переменных значение коэффициента VIF > 10. В нашем случае наибольшее значение существенно ниже 10 (VIF = 1,55), в среднем значение VIF по всем параметрам составляет 1,25. Мультиколлинеарность в модели отсутствует (гипотеза о мультиколлинеарности отклонена).

Показатели шока, внутреннего роста и дивидендных выплат являются значимыми на уровне значимости 5%. Положительная связь между шоком и будущей прибылью говорит о влиянии на финансовую политику. Прежде всего, речь идет об издержках приспособления, которые заставляют менеджмент пересматривать структуру капитала, частично корректируя ее [Leary M., Roberts M., 2005].

При благоприятных условиях на рынках корректировка структуры капитала будет менее затратной для компании (компания будет использовать внутренние источники финансирования: нераспределенную прибыль, амортизацию и не будет прибегать дополнительно к эмиссии акций и, соответственно, не понесет расходов, связанных с эмиссионной кампанией). Для корректировки своей структуры капитала компания может использовать наиболее дешевый источник – прибыль. Подобная позиция автора корреспондирует с работой [Frank M., Goyal V., 2014].

Положительная связь между показателями внутреннего роста и будущей прибылью свидетельствует о существенном вкладе со стороны органов управления в конечный финансовый результат. Менеджмент влияет не только на цену акции, но и регулирует уровень их риска с учетом информационных сигналов с рынков (показатель шока). Причем управленческая политика является избирательной в отношении отбора инвестиционных проектов (их оценивают по степени приоритетности).

В отличие от предыдущих исследований, где авторы не смогли подтвердить, что дивиденды несут в себе информацию о будущей прибыли (см., например: [Allen F., Michaely R., 2003]), мы доказали, что дивидендные выплаты вместе с показателями внутреннего роста и шока позволяют передать существенный сигнал о прибыли инвесторам и акционерам компании.

Итак, такие показатели, как шок, внутренний рост и уровень дивидендных выплат, передают информацию о будущей прибыли инвесторам и акционерам. Управленческие действия участники (акционеры) могут оценивать с точки зрения совместной выработанной экономической стратегии бизнеса.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

С помощью показателей «внутренний рост» и «шок» возможно оценить роль менеджмента при принятии решений в рамках экономической стратегии бизнеса. Наряду с дивидендными выплатами внутренний рост и шок несут информацию о будущей прибыли инвесторам-акционерам.

В рамках представленного исследования можно заключить, что менеджмент российских компаний стремится действовать в логике предупредительного мотива. То есть использовать самый дешевый источник финансирования проектов – прибыль (накапливая и сохраняя ее в условиях влияния негативных факторов на рынках капитала).

ЛИТЕРАТУРА

1. Определение Конституционного Суда РФ от 02.03.2000 № 38-О // Консультант Плюс. URL: <https://clck.ru/DEJLm>.
2. Письмо Банка России от 10.04.2014 № 06–52/2463 «О кодексе корпоративного управления» // Консультант Плюс. URL: <https://clck.ru/DEKAg>.
3. Постановление Двенадцатого арбитражного апелляционного суда от 12.02.2018 по делу № А57–5322/2017 // Консультант Плюс. URL: <https://clck.ru/DEJev>.
4. Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 27.11.2007 по делу № А40–52519/06-132-330 // Консультант Плюс. URL: <https://clck.ru/DEJpB>.
5. Постановление Конституционного Суда РФ от 24.02.2004 № 3-П // Консультант Плюс. URL: <https://clck.ru/DEJ6b>.
6. Постановление Президиума ВАС от 18.01.2000 № 4653/99 // Консультант Плюс. URL: <https://clck.ru/DEKCCQ>.
7. Постановление Президиума ВАС РФ от 02.11.2010 № 8366/10 // Консультант Плюс. URL: <https://clck.ru/DEKCV>.
8. Постановление Пятого арбитражного апелляционного суда от 29.06.2016 по делу № А51–1545/2016 // Консультант Плюс. URL: <https://clck.ru/DEJic>.
9. Постановление Семнадцатого арбитражного апелляционного суда от 20.02.2017 по делу № А60–19440/2015 // Консультант Плюс. URL: <https://clck.ru/DEJEG>.
10. Приказ ФНС России от 16.05.2007 № ММ–3–06/308@ // Консультант Плюс. URL: <https://clck.ru/DELZD>.
11. Allen F., Michaely R. (2003) Payout Policy // Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance/Eds. G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz. Amsterdam: North Holland. Vol. 1A. P. 337–430.
12. Benartzi S., Michaely R., Thaler R. (1997) Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? // The Journal of Finance. Vol. 52. P. 1007–1034.
13. Brav A., Graham J., Harvey C. et al. (2005) Payout Policy in the 21st Century // Journal of Financial Economics. Vol. 77. P. 483–527.
14. Case of OAO Neftyanaya kompaniya Yukos v. Russia (2014) // European Court of Human Rights. URL: <https://clck.ru/DEJvc>.
15. Daniel K., Titman S. (2006) Market reactions to tangible and intangible information // The Journal of Finance. Vol. 61. P. 1605–1643.
16. Final decision as to the admissibility of application by Olczak against Poland (2002) // European Court of Human Rights. URL: <https://clck.ru/DEJzo>.
17. Frank M., Goyal V. (2014) The Profits-Leverage Puzzle Revisited // Working Paper Carlson School of Management, University of Minnesota, Hong Kong University of Science and Technology. P. 1–52.
18. Grullon G., Michaely R. (2002) Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis // The Journal of Finance. Vol. 57. P. 1649–1684.
19. Ham C., Kaplan Z., Leary T. (2017) Do Dividends Convey Information About Future Earnings? // Working paper Washington University. P. 1–59.
20. Leary M., Roberts M. (2005). Do firms rebalance their capital structures? // The Journal of Finance. Vol. 60. P. 2575–2619.
21. Miller M., Modigliani F. (1961) Dividend policy, growth, and the valuation of shares // The Journal of Business. Vol. 34. P. 411–433.

Автор благодарит А. В. Трачука, Н. В. Лундер, О. С. Капполь за помощь в подготовке статьи к публикации.