

Is the Stability of Leverage Ratios Determined by the Stability of the Economy?

Anastasiya Shamshur

Non Technical Summary

Capital structure choice has a great impact on a firm's ability to successfully operate in a competitive environment. Recent paper of Lemmon, Roberts, and Zender (2008) reveals that capital structure is remarkably stable over time. The authors find that this rigidity in capital structure comes from unknown firm-specific component, which is responsible for the majority of variation, while the previously identified determinants are able to explain only up to 30%. In this paper I study whether the relative stability of the US economy contributes into the firm capital structure stability. I refer to transition economies, which experienced substantial changes in all economic spheres during the transition. There are several events that could have a strong impact on firms' capital structures. These are transition from a central planning to market economy and privatization, the Russian financial crisis, and EU membership. Taking into account the considered events, I investigate whether the capital structure of firms in eight Eastern European countries (the Czech Republic, Estonia, Hungary, Latvia, Lithuania, Poland, Slovakia, and Slovenia) in 1996 – 2006 exhibits the same level of persistence as in the US or rather actively changes in response to economic evolution.

The analysis reveals that although Eastern and Central European firms went through painful economy transformations, yet the firm fixed effect is responsible for even larger part of the variation in leverage. Thus, capital structure of the firm has not even been affected by substantial economic transformations. The stability of capital structure in transition economies could be connected to credit constraints that restrained firms from significant changes in their debt level.

Furthermore, I question whether ownership of the firm is able to explain at least part of the unexplained time-invariant variation in leverage. I find that direct ownership influences a firm decision concerning its capital structure. However, an ownership variable does not improve substantially the explanatory power of the model. The reason behind could be that direct ownership is likely quite different from ultimate ownership. These differences in the ownership and control patterns might have important implications for the firm level decisions. Hence, further investigation of the role of ultimate ownership, type of major owner and credit constraints in the firm capital structure decisions is needed.

Non Technical Summary

Volba kapitálové struktury firmy má velký dopad na schopnost firmy uspět v konkurenčním prostředí. Článek autorů Lemmone, Robertse, a Zendera (2008) ukazuje, že kapitálová struktura stabilní v čase. Autoři zjistili, že rigidita kapitálové struktury pochází z neznámé na firmě závislé komponentě, která je odpovědná za většinu variace, zatímco determinanty, které byly identifikovány dříve, jsou schopné vysvětlit nejvýše 30% variace. V tomto článku se zabývám tím, jestli relativní stabilita ekonomiky Spojených Států přispívá na stabilitu ekonomické struktury firem. Obracím se na transformující se ekonomiky, které prošly během transformace podstatnou změnou ve všech aspektech ekonomické reality. Je zde tedy několik událostí, které mohou mít výrazný dopad na kapitálovou strukturu firem: přechod z centrálně řízené ekonomiky směrem k tržní, finanční krize v Rusku a členství v EU. Studuji firmy v osmi zemích Východní Evropy (v České republice, Estonsku, Maďarsku, Litvě, Lotyšsku, Polsku, Slovensku a Slovinsku) mezi lety 1996 a 2006 a ptám se, jestli tyto firmy vykazují stejnou úroveň stability jako firmy ve Spojených Státech nebo jejich kapitálová struktura prošla výraznými změnami.

Analýza naznačuje, že ačkoli si firmy ze Střední a Východní Evropy prošly bolestivou ekonomickou transformací, fixní efekt spojený s firmou je odpovědný za mnohem větší část variace v poměru závazků a majetku, než by se zdálo. Kapitálová struktura firem tudíž nebyla moc podstatně ovlivněna ekonomickou transformací. Stabilita kapitálové struktury v transformujících se ekonomikách může být spjata s finančními omezeními, které svázaly firmy v přílišných změnách jejich dluhové politiky.

Dále se zabývám otázkou, zda je vlastnictví firmy schopné vysvětlit alespoň část časově invariantní variace v poměru závazků a majetku. Zjistila jsem, že přímé vlastnictví firem ovlivňuje rozhodování spjaté s její kapitálovou strukturou. Proměnná kontrolující vlastnictví ale nezlepšuje vysvětlující sílu modelu. Důvodem může být fakt, že přímé vlastnictví je úplně odlišné od skutečného vlastnictví. Rozdíly ve vlastnictví a kontrolních mechanismech mohou mít důležité dopady na rozhodování firem. Další výzkum role skutečného vlastnictví, typu majoritních vlastníků a finančních omezení je tudíž nezbytný.