

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ КРИЗИС И ФИНАНСЫ КОРПОРАЦИЙ

Исследуется проявление кризисных явлений в корпоративной отчетности за 2008 и 2009 гг. Анализ показывает, что корпорации заняты тактическими вопросами в ущерб стратегическим. Они продолжают наращивать обязательства, хотя ресурсы для их обслуживания в результате кризиса значительно сократились.

Ключевые слова: финансы корпораций, финансовая отчетность, экономический кризис.

S.A. Dzuba

ECONOMIC CRISIS AND CORPORATE FINANCE

The author studies indicators of crisis phenomena in corporate financial reports for 2008 and 2009. The analysis shows that corporations concentrate on tactical issues to the detriment of strategic ones, and continue to increase liabilities without taking into consideration that due to the crisis the amount of assets to support the liabilities has decreased considerably.

Keywords: corporate finance, corporate financial reports, economic crisis.

Экономический кризис, разразившийся в 2008 г., грозил стать самым глубоким экономическим потрясением со времен Великой депрессии. Однако консолидированные действия финансовых органов ведущих стран позволили уже к концу 2009 г. сначала осторожно, а затем и более уверенно говорить о том, что дно кризиса пройдено и пора искать точки послекризисного роста.

Сигналы о начале кризиса и его «окончании» поступили с фондового рынка, непрозрачность которого, по мнению многих участников научных дискуссий, и послужила причиной экономических трудностей [1; 2]. Причем за это время механизм его функционирования не подвергся никакой реформации. Поэтому известная способность фондового рынка подавать ложные положительные сигналы вызывает подозрения, что мы просто наблюдаем надувание очередного пузыря, «переваривающего» средства, влитые в мировую экономику в 2008 г. с целью «тушения пожара». Поставить правильный диагноз на основании информации с самого фондового рынка удастся только задним числом, когда пузырь сдувается или лопается.

На начальной стадии его легко перепутать с трендом реального подъема. Для постановки своевременного диагноза попробуем обратиться не к анализу внешних проявлений кризиса, а к исследованию его глубинных причин, которые лежат в сфере перепроизводства обязательств [3; 4]. Мониторинг соотношения прибыли и обязательств компаний накануне кризиса показывает, что в целом оно находится в удовлетворительном состоянии [5], т.е. общий объем заимствований является посильным бременем исходя из текущей прибыльности бизнеса. Однако кризисные явления приводят к снижению финансового результата компаний, что

может очень значительно ухудшить их платежеспособность не только в долгосрочной, но и в среднесрочной перспективе.

Обратимся к корпоративной отчетности. Торгуемые на фондовой бирже компании в обязательном порядке публикуют ее на корпоративных сайтах в разделе информации для инвесторов. Из этой отчетности потребуются баланс (balance statement) и отчет о прибылях (income statement), содержащие все необходимые данные для расчета эффекта финансового рычага:

$$\Delta r = (r - i) \frac{ЗС}{СС},$$

где r, i — цена соответственно инвестированного капитала и заемных средств, а $СС$ и $ЗС$ — их сумма. Выражение в скобках именуется дифференциалом, а соотношение заемных и собственных средств — плечом рычага. Правая часть Δr выражает изменение рентабельности собственного капитала, знак которого будет совпадать со знаком дифференциала.

Самым трудноизвлекаемым из отчетности ингредиентом является цена i заемных источников финансирования. Формально на основании отчетности ее можно вычислить как $i = \Phi И / ЗС$, где $\Phi И$ — финансовые издержки. Однако почти все компании показывают их не как затраты по использованию обязательств (Cost of financing operations), а как сальдо процентных доходов и затрат (Financial income/expenses, net). В примечаниях к отчетности они иногда расшифровываются, а иногда и нет. С другой стороны, безотносительно состава $\Phi И$ из структуры $ЗС$ должны быть исключены все непроцентные краткосрочные обязательства. Но это лишь частично решает проблему, поскольку в состав долгосрочных обязательств корпораций входят отложенные налоги (deferred taxes), пенсионные (pension provisions) и страховые (insurance liabilities) обязательства, обслуживание которых напрямую не отражается в виде финансовых издержек. Исключить их из состава $ЗС$ было бы уже неразумно, поскольку бесплатных долгосрочных источников финансирования не существует.

Из сказанного следует, что величину $\Phi И$ практически во всех случаях следует расценивать как заниженную или очень заниженную. Это не только создает иллюзию почти невесомости долгового бремени корпораций, но и искажает величину рентабельности инвестированного капитала, поскольку $r = (Пр + \Phi И) / (СС + ЗС)$, где $Пр$ — чистая прибыль (net income). Однако здесь занижение будет не столь велико, поскольку $\Phi И$ составляют только часть числителя. Представленный способ расчета делает r характеристикой, независимой от структуры источников финансирования. Ее без натяжек можно назвать истинной рентабельностью бизнеса. Тогда $\Delta r = r_E - r$, где $r_E = Пр / СС$ — рентабельность собственного капитала (ROE, return on equity), которую корпорации как раз стремятся «поддомкратить» финансовым рычагом, поскольку именно этот показатель предъявляется инвесторам.

В таблице приведены следующие показатели, полученные из официальной отчетности корпораций за 2008 и 2009 гг.:

- рентабельность собственного капитала r_E ;
- рентабельность инвестированного капитала r ;
- плечо рычага $ЗС / СС$;
- коэффициент общей ликвидности $ТА / ТП$ (текущие активы к текущим пассивам).

**Финансовые показатели ряда крупнейших корпораций,
характеризующие их устойчивость
к длительным кризисным явлениям**

Корпорация	Рентабельность собственного капитала r_E , %		Рентабельность инвестированного капитала r , %		Плечо рычага $ЗС/СС$		Коэффициент общей ликвид- ности, $ТА/ТП$	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
«General Electric»	15,32	8,81	5,87	4,05	5,54	4,88	1,04	1,40
«Toyota Motor»	13,71	-5,19	10,67	1,81	1,08	1,28	0,96	1,01
«ExxonMobil»	38,48	16,71	25,31	10,79	0,54	0,59	1,47	1,06
BP	23,52	16,41	13,33	9,62	0,89	0,82	0,95	1,14
«Siemens»	6,79	9,00	3,59	4,74	1,05	1,23	1,02	1,19
BMW	1,63	1,05	1,34	1,30	3,63	3,72	0,98	1,08
«Philips»	-0,73	2,38	0,54	2,71	0,58	0,63	1,34	1,48
«Sony»	9,87	-3,08	8,97	4,50	1,68	2,10	1,25	0,95

В состав фокус-группы включено восемь крупных корпораций (стран Европы, США и Японии), представляющих разные отрасли:

- «ExxonMobil» и BP — нефтедобыча и переработка;
- «Toyota Motor» и BMW — автомобильная промышленность;
- «General Electric» и «Siemens» — промышленные конгломераты;
- «Sony» и «Philips» — электроника.

Основные наблюдения, которые можно сделать из данных, представленных в таблице:

1. Рентабельность инвестированного капитала r в 2009 г. хоть и упала, но остается положительной, хотя r_E у некоторых компаний уже ниже нуля. Это говорит о том, что эффект рычага у большинства компаний сохраняется положительным. В целом «запас» рентабельности очень низкий, за исключением компаний, представляющих нефтедобывающую отрасль.

2. Все компании, кроме «ExxonMobil» и «Philips», имеют очень высокое плечо рычага. В дополнение к этому такие компании, как «General Electric», BMW и «Sony», значительно отягощены финансовой деятельностью, что значительно усиливает их риски.

3. Нормальной реакцией на кризисные явления, особенно если ожидается, что они будут продолжительными, должно быть ослабление плеча. Практически все компании, за исключением «General Electric», его усилили в большей или меньшей степени.

4. В 2009 г. компании постарались увеличить коэффициент общей ликвидности, но относительно удовлетворительной можно признать позицию только «General Electric» и «Philips». Одновременное усиление плеча и увеличение общей ликвидности демонстрирует общую тенденцию к конвертации краткосрочных обязательств в долгосрочные. Это означает, что компании пока что просто откладывают решение проблем на потом.

Общий вывод таков. Финансовое состояние компаний из фокус-группы демонстрирует, что никаких признаков выхода из кризиса не наблюдается. Наоборот, ситуация относительно долгосрочной перспективы только ухудшается, поскольку на фоне снижающейся рентабельности корпорации продолжают наращивать обязательства. Если развитие событий не позволит им увеличить рентабельность в среднесрочной перспективе, это будет иметь очень плачевные последствия.

Список использованной литературы

1. Вопросы экономики. — 2008. — № 11–12.
2. Вопросы экономики. — 2009. — № 1–3.
3. Лавровский Б. К вопросу о природе современного кризиса / Б. Лавровский // Вопросы экономики. — 2009. — № 4. — С. 145–152.
4. Попов Г. Об экономическом кризисе 2008 года / Г. Попов // Вопросы экономики. — 2008. — № 12. — С. 112–119.
5. Ульянов И. Прибыли и долги компаний / И. Ульянов // Вопросы экономики. — 2009. — № 4. — С. 153–157.

Referenses

1. Voprosy ekonomiki. — 2008. — № 11–12.
2. Voprosy ekonomiki. — 2009. — № 1–3.
3. Lavrovskii B. K voprosu o prirode sovremennogo krizisa / B. Lavrovskii // Voprosy ekonomiki. — 2009. — № 4. — S. 145–152.
4. Popov G. Ob ekonomicheskom krizise 2008 goda / G. Popov // Voprosy ekonomiki. — 2008. — № 12. — S. 112–119.
5. Ul'yanov I. Pribyli i dolgi kompanii / I. Ul'yanov // Voprosy ekonomiki. — 2009. — № 4. — S. 153–157.

Информация об авторе

Дзюба Сергей Ануфриевич — кандидат технических наук, доцент, кафедра финансов и кредита, Иркутский государственный технический университет, г. Иркутск, e-mail: dfirk@mail.ru.

Author

Dzuba Sergey Anufriyevich — PhD in Technical Sciences, Associate Professor, Chair of Finance and Credit, Irkutsk State Technical University, Irkutsk, e-mail: dfirk@mail.ru.