

5.15. УПРАВЛЕНИЕ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ В ПЕРИОДЫ ЭКОНОМИЧЕСКИХ КРИЗИСОВ

Макарова С.Г., к.э.н., доцент, кафедра
«Финансы и кредит» Экономический факультет;
Власов Н.А., магистр экономики,
Экономический факультет

*Московский государственный университет
им. М. В. Ломоносова*

Начало. Окончание в №2 за 2016 г.

В статье сначала обосновывается влияние экономических кризисов на структуру капитала компаний. Далее предлагается методика проведения исследования о влиянии кризиса на структуру капитала российских компаний. По результатам исследования выявлены причины позитивной и негативной динамики финансового состояния крупнейших российских компаний в сравнении с конкурентным окружением в отрасли. На основе полученных результатов предлагаются рекомендации по управлению структурой капитала в период кризисов.

Экономические кризисы являются неотъемлемой частью экономического развития, оказывают существенное влияние как на экономику разных стран, так и на отдельные компании, их ключевые операционные и финансовые показатели. В периоды кризисов вопросы управления структурой капитала компаний приобретают иное значение в ситуации резких внешних изменений финансово-экономической среды.

Наиболее сильное влияние современные кризисы оказывают на финансовые рынки и банковский сектор, и через это – на все стороны деятельности компаний, поскольку финансовые инструменты, стоимость акций и финансовая устойчивость компаний в долгосрочном и краткосрочном периодах зависят от состояния волатильности финансовых рынков, кредитной активности и динамики совокупного спроса в экономике страны.

В период кризиса большинство компаний сталкиваются с ограниченной платежеспособностью по текущим и долгосрочным обязательствам. В первую очередь данные проблемы возникают вследствие уменьшения денежного потока от операционной деятельности при одновременном усложнении возможностей к получению внешнего финансирования от банков или других экономических агентов. Динамика ставки рефинансирования Центрального банка РФ (ЦБ РФ) свидетельствует об этом. В наиболее острые фазы кризиса в финансовом секторе Российской Федерации ставка рефинансирования ЦБ РФ поднималась до 13% в декабре 2008 г. и до 17% – в декабре 2014 г. [16].

Во многом негативные последствия кризиса 2008 г. и текущего, обострившегося в 2014 г., на финансово-экономические результаты компаний являются похожими и состоят в следующем.

1. Резкое снижение выручки вследствие спада потребительского спроса.
2. Дефицит текущей ликвидности, усиливающийся ограниченным доступом к краткосрочному финансированию для поддержания операционной деятельности.

3. Увеличение стоимости внешнего финансирования (особенно существенно проявившееся в росте процентных ставок по банковским кредитам, которые являются наиболее распространенным источником финансирования российских компаний), а в 2014-2015 гг. эта проблема обострилась вследствие того, что крупным компаниям и банкам из-за санкций был перекрыт доступ к дешевому финансированию на западных рынках.
4. Спад деловой активности и сложности с привлечением банковского финансирования привели к дефициту ликвидности и кассовым разрывам множества компаний, в результате чего они хуже стали оплачивать счета, а это автоматически усугубило проблемы для многих предприятий с просроченной дебиторской задолженностью [14, с. 52].
5. Начиная с конца 2014 г., вследствие резких скачков валютного курса, компании, осуществляющие импорт продукции, сырья и материалов, столкнулись с ростом издержек на 20-30% [14, с. 51].

Как отмечают ряд экспертов, что, начиная со второй половины 2014 г., ситуация в экономике является более серьезной, чем в период кризиса 2008 г. [14, с. 51]. Важно учитывать, что привлечение финансирования, особенно заемного капитала, требует своевременных выплат как основной суммы долга, так и причитающихся процентов, купонных платежей и т.д. При этом необходимо поддерживать платежеспособность, иначе при нарушении графика выплат по долгу кредиторы могут либо повысить ставку за предоставление будущего финансирования, либо вовсе обратиться в суд с иском о банкротстве фирмы. В период кризиса эти вопросы обостряются, так как на них крайне негативно сказывается ухудшение рыночной конъюнктуры, давление роста издержек, сложности с получением дополнительного финансирования.

Вследствие этого возникает потребность в разработке принципов и рекомендаций, позволяющих компаниям находить грамотные решения по управлению структурой капитала. В данной публикации мы выявим причины позитивной и негативной динамики финансового состояния крупнейших российских компаний в период финансово-экономического кризиса 2008 г. с учетом принимаемых ими решений в области управления структурой капитала. Исследование построено на основе анализа временного интервала с 2006 по 2012 гг., охватывающего докризисный, кризисный и посткризисный периоды. На основе результатов деятельности компаний сквозь призму кризиса, будут предложены меры по управлению структурой капитала в периоды неблагоприятной макроэкономической динамики.

1. Факторы макроэкономической среды, оказывающие влияние на структуру капитала компаний в период кризисов

Сначала выделим три главных, на наш взгляд, фактора воздействия внешней среды на финансовую результативность компании.

1. Объемы продаж (связь с рынком сбыта).
2. Объемы потребления материальных и трудовых ресурсов (связь с рынками факторов производства).
3. Объемы привлечения необходимого внешнего финансирования (связь с рынками капитала).

Результативность деятельности компаний от макроэкономических показателей проявляется в зависимости от объемов продаж как в ценовом, так и в количественном эквиваленте, от уровня цен на факторы производства и стоимости капитала вкупе с его относительной доступностью.

Если падает общий спрос на производимые отрасли товары или услуги, то отдельные компании вынуждены либо понижать свои продажи в количественном выражении, либо снижать цены. В любом случае это приводит к снижению объемов выручки, а значит, к ухудшению операционных показателей компании. Деловая и потребительская активность за последний год находится под давлением геополитической напряженности, растущей инфляции, ослабевающего рубля.

В 1998 г. вследствие обвала рубля оживление промышленности наступило благодаря импортозамещению. Однако нынешнее падение курса несопоставимо по масштабу с 1998 г. и, кроме того, отсутствует значительный объем незагруженных производственных мощностей. Следовательно, нужны инвестиции для их создания, однако отклик со стороны производства на девальвацию наступит только через 1,5-2 года [19, с. 36]. Однако инвестиции снижаются, в мае 2015 г., по оценке, инвестиции в основной капитал составили 92,4% к уровню соответствующего периода 2014 г., в январе-мае 2015 г. – 95,2% [15, с. 145-146].

Динамика рынков факторов производства тоже оказывает непосредственное влияние на компанию. Удорожание сырья, товаров, услуг, нормы рабочего времени очевидным образом ухудшают финансовый результат деятельности компании. При предположении о неизменности выручки подобное удорожание факторов производства увеличивает базу постоянных издержек и уменьшает маржинальность компании.

В случае одновременной негативной динамики первого и второго факторов фирма сталкивается с двойным давлением. Кроме того, обесценение рубля, произошедшее в 2014 г., повысило себестоимость производственного сектора, в которой значительную долю занимают импортные сырье и комплектующие.

По оценкам, в среднесрочной перспективе заменить зарубежные товары отечественными комплектующими будет невозможно вследствие отсутствия нужных технологий и производителей [3, с. 26]. Поэтому компаниям необходим контроль операционных затрат, а также быстрые ответные решения при изменении цен на ресурсы, чтобы уменьшить их негативное влияние на финансовые показатели фирмы. Например, при изменении рыночной ситуации быстро находить решения по корректировке объемов закупаемого сырья у контрагентов, учитывать рост цен на сырье при ценообразовании на продукцию, исходя из сохранения рентабельности [6, с. 66-67].

Третий элемент влияния внешней среды на компанию в период кризиса может проявить себя в виде роста стоимости внешнего финансирования или в лимитировании и ужесточении доступа компании к нему. Плата за пользование заемным капиталом

может быть включена в расходы компании, и, таким образом, входит в структуру постоянных издержек. Но, в отличие от прочих постоянных издержек, процентные платежи не могут быть снижены без последствий для компании. При просрочке или отказе от осуществления платежей по своим обязательствам компания тут же попадает в иную зону риска, где в ее отношении может быть начата процедура банкротства, что автоматически подорвет доверие поставщиков факторов производства к компании и почти наверняка будет использовано как инструмент давления через ценовую дискриминацию, навязываемую потребителями.

Если у компании высокий финансовый рычаг, то даже небольшое снижение операционной прибыли приведет к более значительному сокращению чистой прибыли, рентабельности собственного капитала. Вследствие падения курса рубля в 2014 г. наиболее сложное положение сложилось для компаний, обязательства которых номинированы в иностранной валюте, поэтому им требуется переоценить кредитный портфель с учетом рисков по дефолту, пересмотреть прогнозы движения денежных средств и в целом сместить акцент на ликвидность [3, с. 29].

Экономический и финансовый кризис является уникальным периодом, в рамках которого компания сталкивается с изменившимися условиями внешней среды, при которых предшествующие подходы управления структурой капитала оказываются частично или полностью несостоятельными. К примеру, мотив максимизации рыночной стоимости компании приобретает иные черты. Если до кризиса компания имела четкое представление о своей рыночной стоимости при стабильных финансовых потоках и рыночной конъюнктуре, то теперь эти ориентиры размываются, и существующая концепция управления структурой капитала остается без надежной информационной опоры. Докризисные прогнозы операционных показателей и финансовых результатов компании, на основании которых принимались решения об изменении объемов внешних заимствований, оказываются ненадежными. Кроме того, строить какие-либо прогнозы со второй половины 2014 г. становится сложно вследствие высокой волатильности на рынке нефти и, следовательно, вероятности значительных колебаний курса рубля [19, с. 32].

В периоды экономических кризисов происходит существенное изменение базовых макроэкономических показателей, отражающих общую динамику благосостояния страны: изменение ВВП, ставки рефинансирования, динамики инвестиций и кредитной активности. Эконометрические исследования, проводившиеся по странам БРИКС и Восточной Европы, подтвердили, что макроэкономические параметры экономики оказывают значимое влияние на структуру капитала компаний. В частности, в статье К. Джоевер доказана отрицательная зависимость структуры капитала публичных компаний переходных экономик Восточной Европы за 1995-2002 гг. от инфляции и кредитного рейтинга страны, а также

статистически значимая отрицательная зависимость от темпов роста ВВП [20, с. 304, 306].

В работе М.С. Кокоревой на основе выборки из 403 крупных публичных компаний стран БРИК и Восточной Европы за период 2002-2012 гг. тестируется динамическая компромиссная концепция структуры капитала. В рамках исследования было выявлено, что макроэкономические параметры оказывают влияние на скорость приспособления компаний к целевому уровню структуры капитала [7, с. 66]. Выявлена прямая положительная связь скорости приспособления со следующими факторами [7, с. 70]:

- экономический рост, измеряемый темпом роста ВВП на душу населения;
- ставка заимствования как показатель уровня процентных ставок и доступности кредитов;
- инфляция;
- развитость фондового рынка (измеряемая как отношение общей капитализации компаний к ВВП).

Следует отметить, что для российской экономики данные макроэкономические показатели оказались значимы, когда структура капитала (результатирующий показатель модели) измерялся через соотношение совокупных обязательств компании к балансовой стоимости ее активов [7, с. 65]. В целом результаты этих и прочих исследований однозначно обосновывают взаимосвязь между изменениями макроэкономических параметров и изменениями в целевой структуре капитала компаний.

В период кризисной фазы снижение совокупного спроса непосредственным образом связано со снижениями отраслевых спросов, поскольку общая сумма отраслевых доходов равна совокупному доходу страны. Но, помимо линейной взаимосвязи, существует мультипликативная зависимость. Проявление данных эффектов изложено в работе Э. Хансена [18, с. 243]. Инвестиции в одну отрасль увеличивают ее спрос на товары, составляющие ее основные капиталы, а также, с небольшим временным лагом, на сырье, необходимое для производства продукции. Этот факт приводит не только к увеличению деловой активности в отдельной отрасли, но имеет следствием увеличение доходов всех отраслей, вовлеченных в процесс создания условий для производства товаров в отрасли, служившей первоначальным объектом для инвестирования.

Инвестиции в отдельную отрасль приводят к многократному увеличению доходов экономических субъектов, благодаря механизму взаимодействия отраслей. В итоге изменение состояния всей системы складывается из изменений ее частей и наоборот: изменение состояния частей посредством эффекта мультипликатора влияет на изменение состояния всей системы. Но в современной нам экономической реальности отправной точкой кризисной динамики обычно служат события в финансовом секторе, поскольку реальные инвестиции наиболее существенным образом зависят именно от своего источника и уже после, от объекта целевого предназначения (потребительский и межотраслевой спрос).

К примеру, снижение рыночных капитализаций компаний вместе с ужесточением условий кредито-

вания вызывает инвестиционный спад, в первую очередь в отраслях, связанных с длительным капитальным строительством или производством материалов для таких отраслей. Инвестиционный спад, породив снижение отраслевого выпуска в одних отраслях (обслуживающих потребности капитального строительства) и вызвав этим уменьшение совокупных доходов в обеих отраслях, приводит к уменьшению маржинальной операционной деятельности, что при существующих структурах оборотного и основного капитала компаний не может не привести к корректировке их целевой структуры капитала.

В эмпирическом исследовании Мюррея З. Франка и Видхэма К. Гойла (2009) на основе анализа выборки публичных компаний США за период 1950-2003 гг. было протестировано влияние большого числа факторов на структуру капитала корпораций, в числе которых – влияние макроэкономических и отраслевых условий на левверидж компаний. Авторы тестируют влияние макроэкономических условий на левверидж, поскольку в теории нет однозначной точки зрения по этому вопросу. В частности, компромиссная теория доказывает, что в период макроэкономического роста рыночные котировки акций компаний растут, ожидаемые издержки банкротства падают, а налогооблагаемые доходы увеличиваются, растет наличность, поэтому компании берут больше займов. Однако, согласно теории иерархии финансирования, левверидж компаний в период роста падает, поскольку компания начинает генерировать больше прибыли, а, значит, происходит рост внутренних ресурсов, поэтому привлекать долг нет необходимости [21, с. 11]. Результаты эмпирической проверки доказывают наличие обратной зависимости между долговой нагрузкой компании и динамикой макроэкономических условий (измеряемых такими факторами, как рост ВВП и рост агрегированной посленалоговой прибыли корпораций) для четырех периодов из шести (табл. 1).

Авторами также тестируется влияние инфляции на структуру капитала и первоначально предполагается, что уровень долга у компаний должен расти с увеличением инфляции. Это можно объяснить тем, что в период инфляции выигрывает заемщик. В результате эмпирической проверки эта связь оказывается положительной (если структура капитала определяется как отношение долга к рыночной стоимости активов компании, но отрицательной для двух периодов из шести, если активы оцениваются по балансовой стоимости). Кроме того, в работе эмпирически подтверждено, что конкурирующие компании в отрасли увеличивают уровень долговой нагрузки, если медианное значение леввериджа в отрасли растет.

Первое объяснение этому состоит в том, что менеджеры используют медианное значение леввериджа как эталонное значение (benchmark) при выборе целевой структуры капитала для своей компании. Второе объяснение заключается в том, что на структуру капитала компаний внутри отрасли влияют схожие факторы, включая конкурентные условия, виды активов, технологии, бизнес-риск, государственное регу-

лирование [21, с. 8]. В наших более ранних публикациях было теоретически обосновано и эмпирически проверено влияние отраслевой принадлежности

компаний на их структуру капитала [9, 10]. Важные для нас виды установленных в данной статье зависимостей представлены в табл. 1.

Таблица 1

ХАРАКТЕР ЗАВИСИМОСТИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ США ОТ ВНЕШНЕЙ СРЕДЫ В ПЕРИОД 1950-2003 гг.¹
[21, с. 15-16]

Показатель	Характер связи со структурой капитала	
	совокупный долг к рыночной стоимости активов	совокупный долг к балансовой стоимости активов
Медианное значение леввериджа в отрасли	Положительная	Положительная
Медианное значение отраслевого роста	Отрицательная для четырех из шести периодов ²	Отрицательная для четырех из шести периодов, и положительна в двух других периодах
Ожидаемая инфляция	Положительная для четырех периодов из шести	Отрицательная для двух периодов из шести и положительная, по крайней мере, для двух других периодов
Рост ВВП	Отрицательная для четырех периодов из шести	Отрицательная для четырех периодов из шести
Рост совокупной посленалоговой прибыли корпораций	Отрицательная для четырех периодов из шести	Отрицательная для четырех периодов из шести

2. Принципы проведения исследования о влиянии экономических кризисов на структуру капитала российских компаний

В качестве основы проведения предлагаемого исследования будет использован финансовый анализ. Однако процедуры финансового анализа и его результаты имеют дело с данными отдельной компании или нескольких компаний, поэтому может показаться, что данный метод неприменим в отношении исследования больших выборок. На самом деле речь идет о невозможности или затруднительности для применяющих метод финансового анализа выделить ключевые факторы в анализе больших выборок компаний. Но идея совмещения методов финансового анализа с эвристическими методами состоит в том, что получаемые результаты с помощью методов финансового анализа могут быть использованы для последующей их обработки методами эвристического анализа с конечным выявлением общих закономерностей в рамках объекта исследования на более детальном уровне рассмотрения.

Методы финансового анализа позволяют осуществлять большую детализацию характеристик исследуемых компаний и, в результате, обеспечить более качественную базу для разработки методических рекомендаций к управлению структурой капитала большой выборки крупных компаний в кризис. Финансовый анализ проводится с использованием различных моделей, уже непосредственно позволяющих обнаружить и структурировать взаимосвязи между основными показателями финансовой отчетности. В работе О.В. Ефимовой и М.В. Мельник выделяются три основных типа моделей финансового анализа [2]:

- дескриптивные (описательные);
- предикативные (прогнозные);
- нормативные (устанавливающие нормативные значения).

В нашем исследовании применяется комбинация эвристических методов и дескриптивных моделей анализа, оперирующих результатами, полученными от применения эвристических методов. Применение дескриптивных моделей анализа предполагают описание динамических изменений, происходящих с объектом исследования. С их помощью возможно определение направленности динамики консолидированных оценок и финансовых показателей по компаниям.

Эвристические методы анализа представляют собой особую группу приемов сбора и обработки информации, опирающуюся на профессиональное суждение группы специалистов, экспертные оценки рассматриваемых процессов, операций и результатов [2, с. 69].

Все методы разделены на две категории: безкритериальные и критериальные. Безкритериальные методы позволяют отойти от жесткой фиксации принципов формирования оценки и допускают формирование собственных критериев оценки наблюдаемого объекта, либо не предусматривают наличия критериев, отделенных от свойств объектов, участвующих в оценивании. Критериальные предусматривают заведомо определенные и зафиксированные критерии, в отношении которых формируется оценка. В нашем исследовании будут использованы такие методы безкритериальной оценки, как ранжирование и балльная оценка.

Последовательность проведения исследования. Цель предлагаемого исследования заключается в сравнении результатов трендового анализа оценок показателей компаний в рамках изначально заданной отраслевой дифференциации. Поскольку компании по-разному прошли кризисную фазу экономики, то необходимо выявить причины, способствовавшие компаниям успешно пройти кризис, либо,

¹ На 1%-м уровне значимости.

² Выборка за 1950-2003 гг. авторами разбита на шесть периодов: пять десятилетий с 1950 по 1999 гг. и период с 2000 по 2013 гг.

напротив, выявить факторы, повлиявшие на возникновение у компаний финансовых затруднений.

Сравнение компаний производится в рамках наблюдения за динамикой медиан отдельно отобранных финансовых показателей или коэффициентов. Мы отдаем предпочтение медиане, нежели среднему арифметическому, так как в целях равномерного ранжирования компаний необходим показатель, разделяющий количественно весь коридор значений на равные половины. Главным недостатком в применении средней арифметической заключено в том, что статистические выбросы показателей сильнее влияют на нее, нежели на медиану, что в итоге смещает относительные положения значений в интервале в противоположную выбросу сторону.

При расчете медианы показатели каждой компании как бы взвешиваются и оцениваются, исходя из всех значений других компаний, т.е. проводится сравнение компании не с нормативными значениями, а с изменяющейся динамикой ее конкурентного окружения. Улучшением финансового положения для компании может являться даже отсутствие роста в ситуации всеобщего спада, так как в этом случае она демонстрирует сопротивляемость негативным тенденциям отрасли, а значит, повышенную финансовую устойчивость. При сравнении с нормативными показателями выявить эти факторы невозможно без изменения нормативных показателей, что уже противоречит самой идее нормативных моделей.

По каждой из отраслей нами будет сформирован массив данных по определенным (обоснованным далее) финансовым коэффициентам компаний, на основании которого будет проведено вычисление временных рядов медиан, максимумов и минимумов для каждого показателя на протяжении всего временного периода выборки. Этот шаг позволит создать область всех возможных значений показателей, принимаемых компаниями отрасли в каждом временном периоде, чтобы в дальнейшем осуществить разделение этой области на квартили. Сам метод разделения на квартили и сравнительный анализ значений показателей компаний, попадающих в те или иные квартили, не является новым. В частности, методика сравнения компаний в отраслевом разрезе, изложена в работе В.П. Панагушиной, Е.В. Лютера, Ю.В. Гусаровой [13].

Всего в построении консолидированной оценки участвуют результаты по 14 показателям компаний, включенных в выборку. В итоге для каждого из 14 показателей создаются четыре интервальных зоны, куда может попадать значение каждой из компаний отрасли. Попадание значений показателей каждой отрасли вне этих зон недопустимо, поскольку в их вычислении задействованы максимумы и минимумы каждого временного периода. При попадании значений показателя в одну из этих зон, компании по данному финансовому показателю в соответствующем временном периоде присваивается определенная оценка, которая калькулируется, исходя из заранее установленной системы оценок каждого квартиля и показателя. Конечной целью создания такой системы ранжировки является получение матрицы оценок по показателям компаний каждой отрасли в разрезе временных периодов. Пер-

вое направление анализа: выявление долгосрочных лидеров и аутсайдеров в отрасли. Главная цель данного направления анализа – идентификация компаний, имеющих уникальные черты, позволившие им в итоге занять лидирующее положение в отрасли или, напротив, самые низкие позиции за время анализа с учетом влияния кризиса. Последующий кластерный анализ таких компаний поможет ответить на вопрос о факторах, повлиявших на улучшение или ухудшение финансового положения компаний.

На основании результатов осуществленных сравнений по каждой позиции временного ряда из разработанного набора финансовых показателей строится консолидированная оценка успешности управления структурой капитала для каждой компании, объединяющая средние значения докризисных, кризисных и посткризисных итоговых оценок. Итоговая оценка представляет собой сумму всех локальных оценок, полученных компанией в конкретном временном периоде по всем 14 показателям.

Консолидированная оценка по компании вычисляется как сумма скорректированных итоговых оценок. Коррекция оценок осуществляется путем применения логнормального распределения с параметрами: математическое ожидание = 0, дисперсия = 2/3. Экстремум распределения выверен на середину кризисного периода. Общий смысл применения логнормального распределения заключается в том, что нас интересуют факторы, относящиеся к кризисному периоду, и поэтому некорректно для выявления общей результативности компании на протяжении пяти-шестилетнего периода включать в расчет консолидированной оценки итоговые оценки с равными весами. К примеру, за три года до кризиса финансовые решения и положение компании почти не коррелированы с ее будущими действиями в период кризиса. Но с приближением к кризисному периоду финансовое положение компании и ее текущие решения начинают все сильнее влиять на ее состояние в момент вхождения в кризисную фазу. В итоге коэффициент корреляции на середину кризисного периода достигает 100% и затем начинает вновь уменьшаться, но уже с более низкой скоростью, так как кризис вносит коррективы в целевую структуру капитала компании и в ее операционную деятельность, что будет отражаться в действиях компании после кризиса.

Корректировка итоговых оценок необходима в связи с тем, что положение, в котором компания вошла в кризис, – лишь следствие ее действий до кризиса. С другой стороны, в своих последующих действиях компания будет исходить из измененной целевой структуры капитала, которая обусловлена воздействием кризиса на нее.

Второе направление анализа: выявление компаний, максимально увеличивающих свою консолидированную оценку в динамике отраслевых показателей в период кризиса и после. Второе направление анализа предусматривает выявление компаний, использующих фазовый макроэкономический переход максимальным образом, что отражается на повышении их оценок в рамках отраслевой группы анализа. Задача в данном случае сводится к определению наиболее динамичных компаний в изменении консолидированной оценки как в положительную, так и в

отрицательную стороны. Методика определения подобных компаний строится на вычислении базисных индексов роста консолидированных оценок, где докризисная средняя оценка по показателю выступает в качестве базы расчета индекса. Индекс изменения кризисной консолидированной оценки, рассчитанный в сравнении с докризисной средней оценкой умножается на индекс изменений посткризисной средней оценки, рассчитанной от кризисной оценки:

$$(1 + \% \text{изменение оценки}_{t-1,t}) * (1 + \% \text{изменение оценки}_{t,t+1}), \quad (1)$$

где t – кризисный период.

Таким образом, получившийся в результате индекс показывает степень изменения оценки компании в сравнении с другими компаниями. Если компания набрала максимальное значение изменения своей консолидированной оценки, то она считается компанией, лучшей всех оптимизирующей ключевые стороны своей хозяйственной деятельности в их взаимосвязи в сравнении с другими компаниями. Реакция такой компании на кризис должна быть признана наилучшей, так как именно ей удалось посредством управленческих решений максимизировать изменение ранга своей оценки в положительную сторону в сравнении со своими отраслевыми конкурентами. Предполагается выявить особенности финансовых решений и финансово-экономического положения подобных компаний. Фактически результаты исследования этих компаний найдут свое отражение в методических рекомендациях по управлению структурой капитала в кризис, которые будут изложены в заключительной части публикации.

Дескриптивные модели анализа. В результате завершения процедур выявления компаний по первому и второму направлениям анализа будет получен перечень лидеров и аутсайдеров в разрезе каждой отрасли и направления анализа. Группу компаний, выявленных по первому методу оценки, мы условно обозначили как долгосрочная стабильность. Группа компаний, определенных по второму направлению анализа была названа краткосрочная эффективность. Каждая лучшая компания из впоследствии выявляемых в рамках данных групп является носителем потенциальных факторов стабильности, если она относится к первой группе, или успешности в использовании факторов кризиса, если она относится ко второй группе. И напротив, худшие компании данных групп обладают максимальным отрицательным потенциалом тех же самых факторов.

Для определения центральных совокупностей таких факторов и возможных действий компании для анализа ключевых финансовых показателей применяется кластерный анализ с наиболее распространенной методикой *k-means*. Суть данной методики в нахождении таких k точек (центроидов) с координатами в n -мерном евклидовом пространстве, сумма квадратов евклидовых расстояний всех n -мерных значений от которых наименьшая из возможных. Число кластеров, равное будущему числу центроидов, задается изначально, а их координаты – в произвольном порядке, и посредством процедуры множественной итерации (улучшающих изменений) проводится изменение координат дан-

ных центроидов до момента максимально возможной минимизации суммы евклидовых расстояний от них до всех наблюдений в рамках всей области кластеризации. Данный метод позволяет достичь следующих результатов.

1. Типологизировать причины успешности компаний.
2. Выявить динамику финансовых и операционных показателей, при которой возможно успешное прохождение кризисной фазы и дальнейшее развитие.

Помимо кластерного, предполагается задействовать методы трендового анализа финансовых показателей компаний, выявленных в группе «краткосрочная эффективность». Это позволит выявить причины различий операционных и финансовых результатов между деятельностью наилучших и наихудших компаний в составе группы «краткосрочная эффективность». После построения поля оценок для каждой отрасли и применения всех моделей и методов анализа, будут выявлены пути достижения стабильности компаний в долгосрочном развитии с точки зрения управления их структурами капитала. Основные этапы исследования показаны на рис. 1.



Рис. 1. Последовательность проведения исследования о влиянии кризисной фазы экономики на структуру капитала компаний

Обоснование используемых в исследовании показателей и шкала их оценки. В качестве показателей для осуществления консолидированной оценки были выбраны: показатели структуры капитала, текущей и срочной ликвидности, рентабельности собственного капитала, финансовой устойчивости, а

также некоторые авторские показатели. Всего для проведения анализа было отобрано 14 показателей, которые мы стремились подобрать так, чтобы они не противоречили друг другу и не вносили искажения в консолидированную оценку, смещая их или делая результаты метода необъективными.

Группа показателей краткосрочной ликвидности рассматривает структуру активов и обязательств компании с позиций моментной способности отвечать по текущим обязательствам. Коэффициент **денежный поток от операций / текущие обязательства (CFO / Current liabilities)** показывает достаточность денежного потока для выплат компании по текущим обязательствам, отражает способность компании обслуживать текущие обязательства за счет потока от операционной деятельности без внешних источников краткосрочной ликвидности. Чем ниже значение показателя, тем хуже результативность компании.

Коэффициент **текущие активы / текущие обязательства (Current assets / Current liabilities)** отражает степень соответствия объемов источников краткосрочной ликвидности объемам источников краткосрочных обязательств. Если значение показателя меньше единицы, то компания вынуждена будет прибегнуть к заемному финансированию для погашения всех текущих операций.

Показатель **(текущие активы-запасы) / текущие обязательства (Quick assets / Current liabilities)** известен как коэффициент быстрой ликвидности. Запасы сырья, незавершенного производства, готовой продукции обладают ограниченной степенью ликвидности и не столь быстро могут быть трансформированы в денежные средства. Этот показатель отражает быструю ликвидность компании, которую она может обеспечить в отношении быстрореализуемых текущих активов, т.е. текущих активов за вычетом товарных запасов.

Коэффициенты покрытия и обслуживания долга. Прежде всего нами будет использован **коэффициент покрытия процентных платежей (EBIT / Interest expense)**, который отражает способность компании обслуживать свои долговые обязательства (осуществлять процентные платежи) в отношении к ее операционной прибыли до вычета налогов и процентов.

Во время кризиса при снижении операционных показателей обычно вырастает нагрузка процентных платежей на единицу операционного денежного потока, поэтому мы считаем, что данный показатель наиболее точно отражает влияние кризиса на операционные потоки и на возможность платить проценты по долгам.

Следующим показателем, связанным со способностью компании погасить долг, является **коэффициент чистый долг / (EBITDA), Net debt / EBITDA**. Коэффициент отражает запас прочности компании при возможной необходимости погашения всех долговых обязательств в текущем периоде (без их реструктуризации с помощью привлечения новых займов) полностью погасить внешний долг с использованием денежных потоков, которые генерирует операционная деятельность.

Чем больше значение данного показателя, тем более нестабильной и потенциально зависимой от внешнего финансирования является компания.

Третий показатель данной группы – **чистый долг / (EBITDA – капитальные затраты) (Net debt / (EBITDA – Capex))** – отражает запас прочности компании при возможной необходимости погашения всех долговых обязательств в текущем периоде только из операционной прибыли компании без налогов, процентов и амортизации за вычетом всех капитальных инвестиций.

Значение этого коэффициента равняется временному интервалу (в годовом выражении, если берутся показатели годовой отчетности), в течение которого компания может погасить свои долговые обязательства, исходя из остаточных финансовых ресурсов после осуществления всех капитальных инвестиций в периоде. Как и в предыдущем случае, чем большим является значение данного показателя, тем более нестабильной является компания.

Группа показателей структуры капитала. Во-первых, в данной группе мы будем использовать коэффициент, отражающий долю долгосрочной долговой нагрузки в общем объеме пассивов, – **Долгосрочные обязательства / Обязательства (Long-Term Debt / Capital)**. Показатель отражает структуру капитала по признаку долгосрочности или краткосрочности долговой нагрузки. Чем выше данный показатель, тем больше компания обременена долгосрочной долговой нагрузкой, связанной, например, с капитальным строительством.

Значение рентабельности собственного капитала, **ROE** показывает отдачу на вложенный собственниками капитал и рассчитывается как чистая прибыль, деленная на усредненный собственный капитал.

В данном исследовании показатель довольно важен, поскольку отражает сразу как общую маржинальность компании по отношению к вложенным собственным средствам, так и в сопоставлении с другими компаниями позволяет оценить степень эффективности отдачи от текущего использования финансового рычага. Применительно к данному исследованию, является практически единственным показателем, который однозначно отражает степень влияния долговой нагрузки на операционную маржинальность.

Коэффициент **Совокупный долг / Активы (Total Debt / Capital)** показывает долю долговой нагрузки в общей структуре пассивов компании, является одним из стандартных коэффициентов, наиболее часто рассматриваемых в эмпирических исследованиях, отражающих текущую структуру капитала компании. С помощью данного показателя можно видеть, какая часть активов обеспечена долговыми обязательствами, а какая – собственным капиталом. Показатель позволяет отслеживать долевою структуру пассивов в разрезе их происхождения для компании и, как следствие, – способствует принятию управленческих решений о поддержании константного уровня этих соотношений для компании в силу стремления ее к соблюдению внутренних нормативов или внешних ковенантов.

Показатель совокупного долга включает как краткосрочный, так и долгосрочный долг, в том числе и беспроцентную задолженность, если она выступает

как внешнее финансовое обязательство по требованиям международных стандартов финансовой отчетности (МСФО).

Коэффициент финансового рычага (*Total Debt / Equity*) отражает соотношение заемных и собственных средств, показывает относительную величину превышения заемных средств над собственными капиталом и вместе с коэффициентом **Совокупный долг / Активы** служит индикатором уровня левереджированности компании и ее устойчивости. С одной стороны, компания заинтересована в привлечении заемного финансирования для достижения большего эффекта финансового рычага, но с другой стороны, она идет на одновременное увеличение финансовых рисков банкротства и финансовых затрат, связанных с обслуживанием долга.

Для данного показателя существуют определенные нормативные значения, но в рамках нашего исследования для многоотраслевой выборки единые стандартные значения в оценке данного показателя не применимы. Все показатели принимаются по своей балансовой оценке.

Уровень финансового рычага (*EBIT / (EBIT – Interest expense)*) характеризует возможное изменение чистой прибыли при изменении долговой нагрузки, а следовательно, процентных платежей. Широко распространен и активно применяется в исследованиях, посвященных структуре капитала. Использование этого показателя в нашем исследовании позволит компенсировать недостаток показателей, оценивающих эффект от изменений в структуре капитала компании на ее финансовые результаты.

Показатели управления выплатами и привлечением долговых обязательств. Данная группа показателей носит вспомогательный характер, так как они используются при обосновании и расчете далее рассматриваемых авторских показателей.

Совокупный привлеченный долг (*Total Debt Issued*) – показатель, отражающий общий объем привлеченного внешнего финансирования, как за счет кредитов, так за счет выпуска компанией долговых ценных бумаг, обозначает приток денежных средств от новых займов, осуществленных за рассматриваемый период. С точки зрения анализа компании в период кризиса этот показатель является первичным индикатором усилий менеджмента компании, направленных на изменение конечной потребности в привлечении новых внешних займов.

Совокупный выплаченный долг (*Total Debt Repaid*) – показатель, отражающий совокупный объем погашений по долговым обязательствам за рассматриваемый период. Обозначает отток денежных средств путем выплат по долговым обязательствам в рассматриваемый период. С точки зрения анализа компании в период кризиса этот показатель является первичным индикатором усилий менеджмента компании, направленных на изменение степени долговой нагрузки.

Теперь переходим к авторским показателям, специально разработанным для исследования.

Доля платежей в ближайшие пять лет в общей сумме платежей – *LT Debt (Incl. Cap. Leases) Due, Next 5 Yrs %* – этот показатель рассчитывается как от-

ношение всех предстоящих по графику выплат по долговым обязательствам в течение следующих пяти лет ко всей сумме предстоящих компании выплат долга. Идея показателя заключается в измерении способности компании к долгосрочному распределению долговой нагрузки. При основной нагрузке платежей на ближайшие пять лет компания обладает потенциально более низким запасом финансовой устойчивости в среднесрочной перспективе, нежели в ситуации, когда основной объем выплат отложен более чем на пять лет.

Чем больше компания способна сдвигать сроки платежей по обязательствам, диверсифицируя их, тем большей долей будущих денежных потоков она сможет свободно распоряжаться, выигрывая время для инициирования стратегических изменений, осуществив которые, она сможет подойти ко времени основных выплат уже с более стабильными объемами операционных денежных потоков.

В результате погашение долговых обязательств не сможет создать для компании значительный финансовый разрыв, который она имела бы при ином распределении платежей. Чем ниже данный показатель, тем более эффективными следует считать действия менеджмента компании по диверсификации графика долговых платежей.

Пост-инвестиционный денежный поток / – Совокупный выплаченный долг (*(CFO – CFI) / Total Debt Repaid*) – показатель отражает соотношение между остаточным постинвестиционным денежным потоком и суммарным оттоком денежных средств на выплаты по долговым обязательствам. Данное соотношение отражает способность компании обеспечить все выплаты по долговым обязательствам исключительно из собственных денежных потоков от операционной деятельности в течение рассматриваемого периода.

Если значение меньше единицы, очевидно, что остаточного денежного потока от операционной деятельности за вычетом инвестиций недостаточно для осуществления фактически произведенных выплат по долговым обязательствам. Значение данного показателя укажет, осуществила ли компания за рассматриваемый период привлечение дополнительного финансирования для покрытия старых обязательств, или способна она была осуществлять выплаты по обязательствам в текущем периоде, исходя из постинвестиционного денежного потока от основной деятельности. Косвенным образом данный показатель охарактеризует степень зависимости от внешних финансовых потоков, которую испытывала компания при соблюдении графика платежей по обязательствам в рамках наблюдаемого периода.

Постинвестиционный денежный поток / Совокупный привлеченный долг (*(CFO – CFI) / Total Debt Issued*) – следующий авторский показатель, отражающий потребность компании по обеспечению текущей ликвидности для выплат по новым займам. Если показатель больше единицы, то доля постинвестиционного денежного потока компании (генерируемого операционной деятельностью) больше доли денежного потока, получаемого за счет привлечения внешнего финансирования.

Таблица 2

МЕТОДИКА ОЦЕНКИ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ КОМПАНИЙ

Группа	№	Показатель	Интервал в кварталах	Оценка							обоснование	
				при min значении квартала	при max значении квартала	величина интервала	min выборки	начало 2 квартала	медиана	начало 4-го квартала		max выборки
Краткосрочная ликвидность	1	<i>Cash from Ops. to Curr. Liab.</i>	4-й	0,75	1,00	0,25	0,00	0,25	0,50	0,75	1,00	Чем выше значение показателя, тем выше оценка компании
			3-й	0,50	0,75	0,25						
			2-й	0,25	0,50	0,25						
			1-й	0,00	0,25	0,25						
	2	<i>Current Ratio</i>	4-й	0,75	1,00	0,25	0,00	0,25	0,50	0,75	1,00	
			3-й	0,50	0,75	0,25						
			2-й	0,25	0,50	0,25						
			1-й	0,00	0,25	0,25						
	3	<i>Quick Ratio</i>	4-й	0,75	1,00	0,25	0,00	0,25	0,50	0,75	1,00	
			3-й	0,50	0,75	0,25						
			2-й	0,25	0,50	0,25						
			1-й	0,00	0,25	0,25						
Финансовая устойчивость	4	<i>EBIT / Interest Exp.</i>	4-й	0,75	1,00	0,25	0,00	0,25	0,50	0,75	1,00	
			3-й	0,50	0,75	0,25						
			2-й	0,25	0,50	0,25						
			1-й	0,00	0,25	0,25						
	5	<i>Net Debt / EBITDA</i>	4-й	0,25	0,00	0,25	1,00	0,75	0,50	0,25	0,00	
			3-й	0,50	0,25	0,25						
			2-й	0,75	0,50	0,25						
			1-й	1,00	0,75	0,25						
	6	<i>Net Debt / (EBITDA-CAPEX)</i>	4-й	0,25	0,00	0,25	1,00	0,75	0,50	0,25	0,00	
			3-й	0,50	0,25	0,25						
			2-й	0,75	0,50	0,25						
			1-й	1,00	0,75	0,25						
Финансовый рычаг и структура капитала	7	<i>LT Debt / Equity</i>	4-й	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	1,00	0,00	0,00	
			3-й	1,00	0,00	1,00						
			2-й	0,25	1,00	0,75						
			1-й	0,00	0,25	0,25						
	8	<i>Total Debt / Capital</i>	4-й	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	1,00	0,00	0,00	
			3-й	1,00	0,00	1,00						
			2-й	0,25	1,00	0,75						
			1-й	0,00	0,25	0,25						
	9	<i>Total Debt / Equity</i>	4-й	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	1,00	0,00	0,00	
			3-й	1,00	0,00	1,00						
			2-й	0,25	1,00	0,75						
			1-й	0,00	0,25	0,25						
10	<i>Return on Equity, %</i>	4-й	0,75	1,00	0,25	0,00	0,25	0,50	0,75	1,00		
		3-й	0,50	0,75	0,25							
		2-й	0,25	0,50	0,25							
		1-й	0,00	0,25	0,25							
11	<i>Degree of financial leverage</i>	4-й	0,75	1,00	0,25	0,00	0,25	0,50	0,75	1,00		
		3-й	0,50	0,75	0,25							
		2-й	0,25	0,50	0,25							
		1-й	0,00	0,25	0,25							
Управление выплатами и привлечением долга	12	<i>LT Debt (Incl. Cap. Leases) Due, Next 5 Yrs %</i>	4-й	0,25	0,00	0,25	1,00	0,75	0,50	0,25	0,00	
			3-й	0,50	0,25	0,25						
			2-й	0,75	0,50	0,25						
			1-й	1,00	0,75	0,25						
	13	<i>(CFO – CFI) / (total debt issued)</i>	4-й	0,75	1,00	0,25	0,00	0,25	0,50	0,75	1,00	
			3-й	0,50	0,75	0,25						
			2-й	0,25	0,50	0,25						
			1-й	0,00	0,25	0,25						
	14	<i>(CFO – CFI) / (total debt repaid)</i>	4-й	0,75	1,00	0,25	0,00	0,25	0,50	0,75	1,00	
			3-й	0,50	0,75	0,25						
			2-й	0,25	0,50	0,25						
			1-й	0,00	0,25	0,25						

В обратном случае следует вывод, что компания в своей текущей деятельности имеет более сильную зависимость от внешнего финансового потока, нежели от генерируемого собственной операционной деятельностью. В таком случае это можно расценить как усиление финансовых рисков для компании из-за ее чрезмерной зависимости от внешнего финансирования.

Принципы оценивания финансовых показателей, используемых в исследовании. Для предложенных показателей будет использоваться представленная в табл. 2 методика получения оценок. В данной таблице представлены оценки, выставляемые значениям показателей при достижении ими граничных значений квартилей.

Общий принцип выставления оценки каждой компании состоит в следующем. Пограничным значениям каждого квартиля присвоены определенные баллы от нуля до единицы в зависимости от их позиций в общем интервале выборки. Все значения оцениваемого показателя, попавшие в любой квартиль, оцениваются, исходя из их удаленности от пограничных значений. Отнесение показателя к тому или иному квартилю проводится на основе стандартных статистических формул:

$$Q_1 = x_{Q_1} + h \frac{\frac{1}{4} \sum f - F_{Q_1-1}}{f_{Q_1}}; \quad (2)$$

$$Q_2 = Me; \quad (3)$$

$$Q_3 = x_{Q_3} + h \frac{\frac{3}{4} \sum f - F_{Q_3-1}}{f_{Q_3}}. \quad (4)$$

где Q_1 – нижний (первый) квартиль;

Q_2 – медиана;

Q_3 – верхний (третий) квартиль;

x_{Q_1}, x_{Q_3} – нижняя граница интервала, содержащего соответственно нижний и верхний квартиль;

F_{Q_1-1}, F_{Q_3-1} – накопленная частота интервала, предшествующего интервалу, содержащему нижний или верхний квартиль;

f_{Q_1}, f_{Q_3} – частоты квартильных интервалов (нижнего и верхнего).

В результате формирования оценки происходит не ступенчатый метод, а непрерывным, учитывающим расстояние значения показателя до ближайшей границы верхнего кластера. На практике данная методика означает непрерывный ряд оценок с отсутствием разрывов при изменении значений оцениваемого показателя в своем интервале, задаваемом максимальным и минимальным значениями данного показателя всех компаний отрасли в данном периоде.

В конечном итоге оценка производится не путем соотношения с экзогенными нормативными значениями показателей, но через динамику показателей самих сопоставляемых компаний. Фактически мы отказываемся от нормативных значений коэффициентов в пользу динамичных медиан по рыночной динамике компаний.

Представленная ниже шкала квартильных оценок нуждается в пояснениях. Оценки финансовых показателей компаний, принятых для исследования, можно условно разбить на три группы.

1. Чем выше значение показателя, тем выше оценка: показатели 1-3, 10-11, 13-14.
2. Чем ниже значение показателя, тем выше оценка: показатели 5-6, 12.
3. Чем ближе значение показателя к медиане, тем выше оценка: показатели 7-9.

В первую группу отнесены те показатели, увеличение значений которых приводит к положительным последствиям для компании. Вторая группа, напротив, включает те показатели, уменьшение значений которых приводит к негативным последствиям. В третью группу включены те финансовые показатели, оптимальные значения которых достигаются при совпадении с усредненными (медианными) значениями отрасли.

При присвоении квартильных оценок показателям этой группы мы отталкивались в первую очередь от исследований, посвященных динамике целевой структуры капитала. Было бы некорректно присваивать максимальные оценки тем компаниям, которые вовсе не имеют долга, и минимальные – тем, которые имеют максимальные отношения долга к пассивам и к собственному капиталу. Поэтому мы применили к оценке показателей 7-9 принцип их соответствия среднеотраслевому уровню. Однако поскольку медиана в данном случае – лишь геометрическое разделение интервала на 50% с каждой стороны, то она не отражает средневзвешенного отраслевого уровня значений показателей 7-9, который ранее был обоснован в качестве значимого показателя. Поэтому в качестве середин интервалов была выбрана средняя арифметическая.

Окончание в №2 за 2016 г.

Литература

1. 200 крупнейших частных компаний России – 2013 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.forbes.ru/rating/200-krupneishikh-chastnykh-kompanii-rossii-2013/2013>
2. Анализ финансовой отчетности [Текст] / О.В. Ефимова, М.В. Мельник, В.В. Бердников, Е.И. Бородина. – М. : Омега-Л, 2013. – 388 с.
3. Бизнес в России: техника вождения в экстремальных условиях [Электронный ресурс] // Финансовый директор. – 2015. – №1. – С. 26-31. URL: <http://e.fd.ru/viewpdf/20/2015/20806/index.html?#/26/>.
4. Гагарин П. Восемь источников финансирования бизнеса, актуальные в 2015 году [Электронный ресурс] / П. Гагарин // Финансовый директор. – 2015. – №5. – С. 24-30. URL: <http://e.fd.ru/viewpdf/20/2015/21024/index.html?#/24/>.
5. Глазкова А. Решения, которые позволят снизить стоимость кредитного портфеля [Электронный ресурс] / А. Глазкова // Финансовый директор. – 2015. – №2. – С. 79-83. URL: <http://e.fd.ru/viewpdf/20/2015/21021/index.html?#/78-79/>.
6. Зобнева Е. Алгоритм принятия решений: меры экстренного реагирования [Электронный ресурс] / Е. Зобнева // Финансовый директор. – 2015. – №6. – С. 66-69. URL: <http://e.fd.ru/article.aspx?aid=391554>.
7. Кокорева М.С. Выбор структуры капитала компаниями стран БРИК и Восточной Европы: эмпирический анализ. [Электронный ресурс] / М.С. Кокорева // Корпоративные финансы. – 2012. – №2. – С. 48-70. URL: http://ecsocman.hse.ru/hseidata/2012/09/04/1243186360-cfj22_58_70_Kokoreva_.pdf.

8. Кузнецова Н. План разработки программы антикризисных мероприятий: опыт практика [Электронный ресурс] / Н. Кузнецова // Финансовый директор. – 2014. – №12. – С. 38-47. URL: <http://e.fd.ru/viewpdf/20/2014/12249/index.html?#/38/>.
9. Макарова С. Особенности формирования структуры капитала компаний в различных отраслях российской экономики [Текст] / С. Макарова, Е. Великороссова // Аудит и финансовый анализ. – 2014. – №2. – С. 425-438.
10. Макарова С. Эмпирическое исследование о влиянии отраслевой принадлежности на структуру капитала российских компаний [Текст] / С. Макарова, Е. Великороссова // Аудит и финансовый анализ. – 2014. – №3. – С. 333-340.
11. Мандель И.Д. Кластерный анализ [Текст] / И.Д. Мандель. – М. : Финансы и статистика, 1988. – 176 с.
12. Национальные счета. Валовой внутренний продукт [Электронный ресурс] / Федеральная служба государственной статистики. URL: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/#.
13. Панагушина В.П. и др. Метод оценки эффективности деятельности промышленных предприятий как инструмент антикризисного управления (региональный аспект) [Текст] / В.П. Панагушина, Е.В. Лютер, Ю.В. Гусарова // Эффективное антикризисное управление. – 2013. – №3. – С. 96-101.
14. Плеханова В. Кризис-2008 в проекции на нынешнюю ситуацию: опыт практиков [Электронный ресурс] / В. Плеханова, И. Николаев // Финансовый директор. – 2015. – №1. – С. 50-57. URL: <http://e.fd.ru/viewpdf/20/2015/20806/index.html?#/50/>.
15. Социально-экономическое положение России [Электронный ресурс] / Федер. служба госуд. статистики. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b15_01/Main.htm.
16. Ставка рефинансирования Центрального банка Российской Федерации [Электронный ресурс]. URL: http://www.cbr.ru/pw.aspx?file=/statistics/credit_statistics/refinancing_rates.htm.
17. Стрелкова З. Как снизить кредитную нагрузку компании [Электронный ресурс] / З. Стрелкова // Финансовый директор. – 2015. – №5. – С. 72-73. URL: <http://e.fd.ru/viewpdf/20/2015/21024/index.html?#/72/>.
18. Хансен Э.Х. Экономические циклы и национальный доход [Текст] / Элвин Харви Хансен ; ред. Ю.Я. Ольсевич. – М. : Изд-во иностр. лит., 1959. – 760 с.
19. Что будет с долларом, евро, ВВП и нефтью [Электронный ресурс] // Финансовый директор. – 2015. – №1. – С. 32-37. URL: <http://e.fd.ru/viewpdf/20/2015/20806/index.html?#/32/>.
20. Joeveer K. Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: evidence from transition economies [Text] / Karin Joeveer // J. of comparative economics. – 2012. – Pp. 294-308.
21. Murray Z.F. Capital structure decisions: which factors are reliably important? [Text] / Frank Z. Murray, Vidhan K. Goyal // Financial management. — 2009. – Vol. 38. – Pp. 1-37.

Ключевые слова

Структура капитала; долг; собственный капитал; леворидж; экономический кризис; финансовый анализ; финансирование в период кризиса; банковский кредит; антикризисное управление.

Макарова Светлана Геннадьевна

Власов Николай Александрович

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы обусловлена усложнением управления структурой капитала российских компаний в период сокращения их инвестиционных возможностей и снижения потенциала роста – погашения внешних заимствований и получения дополнительного капитала. По мнению авторов статьи, докризисное финансовое состояние компаний, а также управленческие решения их руководства в период кризиса могут оказывать значительное влияние на то, насколько успешно компания осуществляет свою деятельность в условиях финансово-экономического кризиса. Поэтому выявление характеристик компаний, которые способствуют поддержанию их финансовой устойчивости в период макроэкономических кризисов, имеет большую научную и практическую актуальность.

Научная новизна и практическая значимость. Авторами на основе выборки из 58 публичных российских компаний были выявлены как наиболее, так и наименее успешные предприятия в период кризисной фазы развития экономики, а также определены причины их стабильного или неустойчивого положения. Кроме того, в ходе применения трендового анализа финансовых показателей компаний были выявлены ключевые различия во влиянии на финансово-экономические результаты их деятельности в период экономического кризиса принимаемых управленческих решений.

Практическая значимость. На основе выводов по результатам проведенного исследования авторы предложили методические рекомендации по управлению структурой капитала в период макроэкономической нестабильности, которые могут быть использованы в условиях текущего кризиса. Данные рекомендации могут быть использованы в практической деятельности российских компаний с целью обеспечения стабильности их денежных потоков и поддержания финансовой устойчивости.

Заключение. Работа выполнена по актуальной теме, отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к публикации в научном журнале.

Хорин А.Н., д.э.н., профессор кафедры учета, анализа и аудита Экономического факультета Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова.