

## ДИНАМИКА ФИНАНСОВОГО РЫЧАГА КАК ИНДИКАТОР ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ АМЕРИКАНСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ В УСЛОВИЯХ РЕЦЕССИИ

В условиях глобализации и европейской интеграции украинский экономический анализ получает широкие возможности по обогащению международным опытом для решения стратегических и тактических задач в практике хозяйствования.

Вопрос оптимальной структуры пассивов предприятия является одной из центральных тем корпоративных финансов. Одним из основополагающих факторов, влияющих на выбор оптимальной структуры капитала и ограничивающих долю заёмных средств, является негативное влияние обязательств на финансовую устойчивость предприятия. Это объясняется ростом постоянных издержек в связи с обслуживанием долга, возникающего при применении заёмных средств для финансирования деятельности. Рост постоянных издержек, в свою очередь, отдаляет точку безубыточности и увеличивает объём продукции, которая должна быть реализована компанией для выхода на нулевую прибыль и положительный денежный поток.

Ряд внешних условий деятельности компании на практике способен нивелировать негативный эффект высокой доли заёмного капитала в пассиве. По этой причине мы считаем целесообразной проверку наличия реальной связи между удельным весом обязательств в структуре капитала и финансовой устойчивостью предприятия, а также проверку влияния структуры капитала на способность предприятия быстро справиться с явлениями, вызванными мировым финансовым кризисом.

Значение финансового рычага в анализе исследовано в работах таких зарубежных экономистов: А. Крауса и Х. Литценбергера (1973), Н. Манделкера и С. Гон Ри (1984), Д. Даливала и К. Дж. Ли (1991), Дж. Чой (2009), В.Ч. Гу и Ф.Ю. Ванг (2011), а также раскрывались в книгах А. Дамодарана, Ф. Фабоцци, Дж. О'Шагхнесси, Л. Фразера и А. Ормистон.

В связи с отсутствием публично доступных сведений об актуальной финансовой отчетности украинских предприятий, в своей работе мы ориентируемся на базы данных показателей годовой отчетности американских компаний за период с января 2008 по январь 2010. По нашему мнению, данные на начало 2008 года позволяют судить о том, в каком состоянии компании входили в рецессию, официально начавшуюся в США в конце 2007-ого. Показатели 2010 года используются для определения относительного ущерба, который предприятия понесли из-за кризиса. Ущерб рассчитывается как темп прироста курса акций компании по состоянию на январь 2010 в сравнении с январём 2008:

$$\text{Ущерб} = \left( \frac{\text{Курс акций}_{\text{январь 2010}}}{\text{Курс акций}_{\text{январь 2008}}} - 1 \right) * 100\%$$

Относительная динамика курса акций мы применяем в качестве показателя устойчивости на основании распространённого определения стоимости компании как оценки участниками рынка успешности ее инвестиционной, финансовой и дивидендой политики. Одним из важных, а в условиях рецессии, возможно, и наиболее существенным из критериев успешности является финансовая устойчивость, определяемая в свою очередь как

сбалансированность и постоянство финансовых потоков, а также наличие средств для бесперебойной деятельности предприятия.

Для выражения финансового рычага мы рассчитываем коэффициент финансовой зависимости по данным финансовой отчетности, представленным в базе данных на январь 2008-ого года:

$$K_{\text{финзавис.}} = \frac{\text{Общая сумма обязательств предприятия}}{\text{Баланс пассива}}$$

Выборка компаний делится на 4 подгруппы по критерию значения этого коэффициента:

- < 0.2
- 0.2-0.5
- 0.5-0.8
- > 0.8

Для каждой подгруппы мы рассчитываем среднее изменение курса акций и сравниваем со средним значением по всем подгруппам для установления статистической значимости. Результаты распределения компаний по подгруппам представлены на рисунке 1.

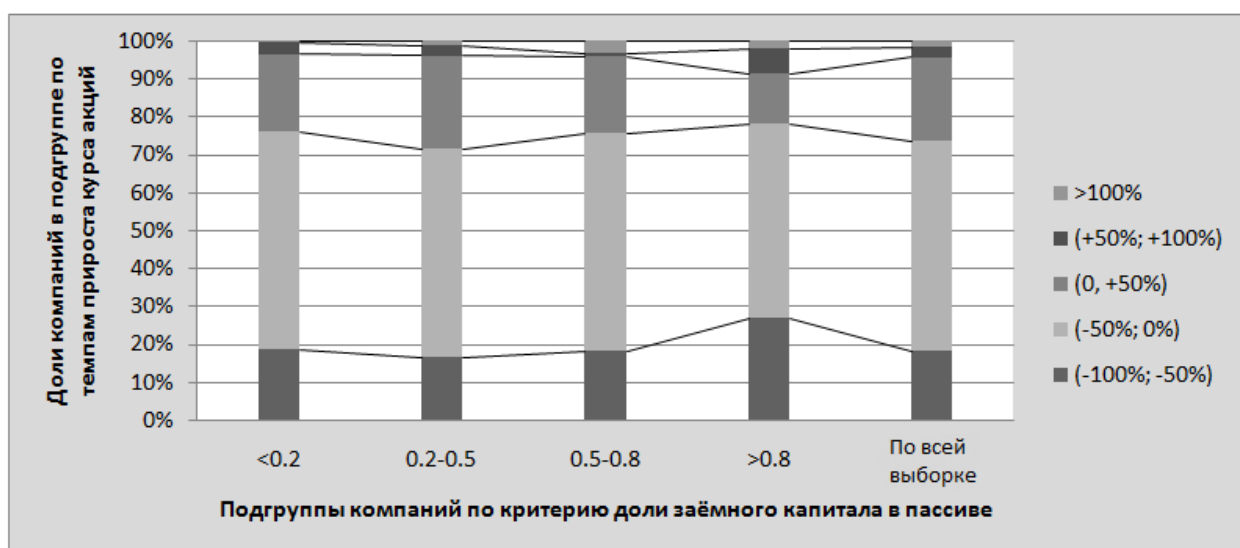


Рис. 1. Распределение компаний в подгруппах по темпу изменения курса акций

Для проверки гипотезы мы формулируем нулевую гипотезу: существенное отклонение среднего темпа прироста курса акций в любой из групп от среднего темпа по всем группам отсутствует. При тесте гипотезы мы применяем критерий Стьюдента (t-значение), его результаты приведены в таблице 1.

Таблица 1.

Проверка гипотезы о существенности изменений курсов акций					
Подгруппа	Средний темп прироста курса	Количество компаний	Стандартное отклонение изменения курса акций по выборке	Доверительный интервал при значимости 10%	
				Нижняя граница	Верхняя граница
<0.2	-0.1996	831	0.3695908	-0.193	-0.1508
0.2-0.5	-0.1321	738	0.5484822	-0.2052	-0.1387
0.5-0.8	-0.1975	119	0.4445025	-0.2395	-0.1044
>0.8	-0.2436	46	0.4592075	-0.2856	-0.0582
По всей выборке	<b>-0.172</b>	<b>1734</b>	<b>0.4620707</b>	-	-

Анализ полученных результатов указывает на возможность отклонения нулевой гипотезы лишь в случае первых двух подгрупп, однако, в виду близости среднего темпа прироста курсов акций в первой подгруппе к доверительному интервалу и высокой вероятности наличия значительного числа ошибочных сведений в базе данных для этой подгруппы, мы считаем возможным отклонение нулевой гипотезы только для второй подгруппы.

Альтернативным, но, по нашему мнению, менее вероятным объяснением сравнительно высокому темпу снижения курсов акций по компаниям с наименьшим коэффициентом финансовой зависимости является предположение, что низкий объём заемного капитала является индикатором вероятной будущей финансовой нестабильности. Часть представленных в подгруппе компаний, возможно, не имеют значительных обязательств не по причине стремления к стабильности источников финансирования, а из-за неспособности привлечь кредитные ресурсы под достаточно низкий процент. Причиной отсутствия такой способности может выступать порождённая теми или иными факторами высокая неопределённость относительно прибыли и денежных потоков компании, а отсюда низкая кредитоспособность. Очевидно, некредитоспособные компании более чувствительны к экономическому циклу, а их финансовая устойчивость будет снижаться в условиях рецессии стремительнее, чем в случаях остальных компаний.

К сожалению, сравнительно малое количество компаний и высокое стандартное отклонение в третьей и четвёртой подгруппах не позволяют сделать окончательный вывод в пользу данного тезиса.

Подытоживая сказанное выше, мы можем заключить, что, кроме случая с компаниями с умеренной долей заёмного капитала в пассиве (20%-50%), свидетельства обратной зависимости финансовой устойчивости компаний от доли заёмного капитала в кризисный период 2008-2010 в условиях американской экономики не являются достаточными для формулирования однозначного вывода. Вывод по данным компаний, применяющим умеренных финансовый рычаг (20%-50% заёмного капитала в пассиве), говорит в пользу рассматриваемого тезиса – котировки компаний в данной подгруппе снижались в рассматриваемом периоде существенно медленнее (при значимости 10%) среднего снижения по всем анализируемым компаниям. Однако невозможность подтвердить тезис данными по остальным группам не позволяет нам прийти к однозначному выводу на его счёт. Статистическая незначительность снижения финансовой устойчивости по компаниям с умеренно и крайне высоким плечом финансового рычага позволяет прийти к следующим выводам:

- несмотря на кризисные явления на кредитном рынке, для большинства крупных компаний обслуживание и рефинансирование долга всё же не составляло сложности, угрожающей финансовой устойчивости;
- фиксированные расходы на управление долгом существенно не увеличивали убытков и не становились направлениями губительных оттоков денежных средств, как того можно было бы интуитивно ожидать.

Интересным представляется сравнение полученных результатов с исследованием влияния финансового рычага на стабильность и способность к скорейшему выходу из кризиса на украинских предприятиях, чем мы планируем заняться на следующем этапе.

#### **Использованные источники**

1. Damodaran A. Applied corporate finance, 3<sup>d</sup> ed. – “Wiley”, 2010. – 752p.