

# Корпорации как зеркало экономического кризиса

**С.А. ДЗЮБА**, доктор экономических наук, Иркутский государственный технический университет, Институт математики, экономики и информатики Иркутского государственного университета. E-mail: dfirk@mail.ru

Крупные корпорации консолидируют значимую часть мировой экономики, поэтому, анализируя их отчёты, можно делать заключения не только о состоянии конкретной компании, но и об отдельных отраслях и даже экономике в целом. Сравнение данных большого числа крупных корпораций позволяет говорить, что фундаментальные причины, приведшие к перегреву экономики и кризису 2008 г., не устранены, отсутствуют также признаки целенаправленных попыток их преодоления.

*Ключевые слова:* финансовый рычаг, корпоративная финансовая отчетность

## Кризис закончился?

Экономический кризис 2008 г. грозил стать самым глубоким экономическим потрясением со времён Великой депрессии. В развернувшейся научной дискуссии сформировался ряд ключевых идей относительно его причин и ожидаемых последствий.

Уже на поверхности проблемы исследователям видны дефекты в функционировании фондового рынка. В XX веке его механизмы эволюционировали в сторону технического усложнения и увеличения допустимой степени риска операций<sup>1</sup>. В результате сформировался устойчивый институт создания завышенных ожиданий (рефлексивная теория Сороса)<sup>2</sup>, на питательной среде контрактов с неполной ответственностью<sup>3</sup>, что стимулировало размывание предпринимательской этики и воспитало деловую элиту, склонную к «неоправданному риску и обходу законов»<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Суэтин А. О причинах современного финансового кризиса // Вопросы экономики. – 2009. – №1. – С. 40–51; Фельдман А. Современный экономический кризис и производные финансовые инструменты // Вопросы экономики. – 2009. – №5. – С. 59–68.

<sup>2</sup> Юсим В. Первопричина мировых кризисов // Вопросы экономики. – 2009. – №1. – С. 28–39.

<sup>3</sup> Тамбовцев В. Финансовый кризис и экономическая теория // Вопросы экономики. – 2009. – №1. – С. 133–138.

<sup>4</sup> Ольсевич Ю. Психологические аспекты современного экономического кризиса // Вопросы экономики. – 2009. – №3. – С. 39–53.

Огромный объём и высокая активность финансового рынка облегчают поступление ликвидных ресурсов в реальную экономику и стимулируют настолько быстрый рост, что процессы саморегулирования не в состоянии своевременно и адекватно его гармонизировать<sup>5</sup>. При этом финансовая активность сопровождается разрастанием фиктивного капитала, именуемого капитализацией компаний<sup>6</sup>. Ориентированность компаний на рост капитализации «вступает в противоречие с реальным основанием социально-экономического прогресса – повышением производительности труда»<sup>7</sup>. Кроме того, фиктивный капитал «осуществляет массовый захват будущих доходов людей и компаний» через тотальное потребительское и ипотечное кредитование и секьюритизацию активов как вид продажи будущих доходов<sup>8</sup>.

Однако консолидированные действия финансовых властей 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, несмотря на то, что перечисленные выше проблемы даже и не начинали решаться. Настораживает также то, что сигналы о начале кризиса и его «окончании» поступили в первую очередь с фондового рынка, непрозрачность и деформированность которого и послужили причиной экономических трудностей. Известная способность фондового рынка подавать ложные положительные сигналы вызывает подозрения, что мы просто наблюдаем надувание очередного пузыря, «переваривающего» средства, влитые в мировую экономику после 2008 г. с целью тушения пожара. Начальное надувание пузыря легко перепутать с трендом реального подъёма, а поставить правильный диагноз на основании информации с самого фондового рынка удаётся, только когда пузырь сдувается или лопаётся.

Поэтому, если мы хотим ответить на вопрос, закончился ли кризис, следует обратиться к иным источникам

---

<sup>5</sup> Бузгалин А., Колганов А. Мировой экономический кризис и сценарии посткризисного развития: марксистский анализ // Вопросы экономики. – 2009. – №1. – С. 119–132.

<sup>6</sup> Воронов Ю.П. Теоретический анализ причин кризиса (интервью с Карлом Марксом) // ЭКО. – 2009. – №3. – С. 65–88.

<sup>7</sup> Мау В. Драма 2008 года: от экономического чуда к экономическому кризису // Вопросы экономики. – 2009. – №2. – С. 4–23.

<sup>8</sup> Попов Г. Об экономическом кризисе 2008 г. // Вопросы экономики. – 2008. – №12. – С. 112–119.

экономической информации, например, данным корпоративного сектора. Проверим, **имеются ли в финансовой отчётности корпораций признаки устойчивых диспропорций и экономического нездоровья, связанного с функционированием финансовой сферы.**

## Финансовый рычаг переворачивает экономику

Механизм образования диспропорции нагляднее всего можно рассмотреть на примере финансового рычага. Он позволяет увеличить норму дохода на собственный капитал акционеров ROE<sup>9</sup> не за счёт снижения издержек или роста производительности труда, а путём изменения структуры источников финансирования, привлекая заёмные средства по ставке ниже стоимости собственных средств. Эффект финансового рычага<sup>10</sup> будет тем сильнее, чем больше разница между стоимостью собственных и заёмных средств (дифференциал рычага) и выше доля заёмных средств (плечо рычага).

Использование рычага является хрестоматийным принципом финансового менеджмента: при положительном дифференциале рычага рентабельность капитала можно форсированно увеличивать за счёт роста доли заёмных средств. Для нормально развивающейся экономики это можно распространить на подавляющее большинство фирм, т.е. фактически трактовать принцип использования обязательств как макроэкономическое явление. Из этой вполне разумной и безобидной предпосылки **с неизбежностью вытекает периодическое воспроизводство экономических кризисов.**

Предположим, что некоторая фирма для финансирования проекта привлекла значимый объём заёмных средств. Если проект реализован успешно, то это обеспечивает положительный дифференциал и, соответственно, прирост ROE. Но тогда фирме невыгодно погашение кредита, поскольку это

---

<sup>9</sup> Return on Equity – рентабельность капитала. Более подробная информация о финансовых коэффициентах и способах их расчёта – URL: [http://www.cfin.ru/encycl/return\\_on\\_equity.shtml](http://www.cfin.ru/encycl/return_on_equity.shtml).

<sup>10</sup> Системное изложение эффекта финансового рычага и связанных с ним вопросов см.: Дзюба С.А. Финансовый анализ: системный подход. Портал «Корпоративный менеджмент».

URL: <http://www.cfin.ru/finanalysis/systematic.shtml>.

приведёт к уменьшению плеча и снижению рентабельности капитала. С другой стороны, после выхода проекта на стадию генерирования денежного потока фирме бессмысленно владеть заёмными средствами, поскольку у неё будет избыток ликвидности. В такой ситуации фирме придётся приступить к реализации следующего инвестиционного проекта, что оправдывает привлечение новых обязательств, и т.д. В результате кредит принуждает фирму производить больше продукции, чем если бы она финансировалась только за счет собственных средств. Если подавляющее большинство фирм пользуется кредитом, то избыточное производство будет носить массовый характер.

Теоретически такой ситуации не должно было бы возникнуть, поскольку массовый спрос на кредитный ресурс привёл бы к росту цены заёмных средств и исчерпанию эффекта финансового рычага. В действительности же виртуозная конструкция современной финансовой системы позволяла (и пока ещё позволяет) искусственно поддерживать низкую ставку процента и одновременно избегать инфляции, вместо которой происходит надувание фондовых пузырей и через них – «размазывание» инфляции и других экстерналий на всех участников глобальной финансовой системы. Её циничную арбитражную природу становится всё труднее маскировать, что размывает моральные и этические принципы участников.

Другим фактором, снижающим стимулы фирмы к использованию финансового рычага, стало бы исчерпание множества эффективных проектов, особенно в условиях избыточного производства. Однако если очередной проект вдруг оказывается неэффективным, то выйти из него непросто, так как придётся либо расставаться с ним с большим дисконтом, либо тянуть ляжку в условиях подорванной этим проектом рентабельности.

Если такое явление становится массовым, то из частной проблемы отдельной фирмы это превращается в системную проблему государства. Поскольку неприятной особенностью финансового рычага является то, что при благоприятной конъюнктуре он даёт быстрый положительный эффект в краткосрочной перспективе и неизбежные осложнения – лишь в неопределённо отдалённом будущем. Это провоцирует государство как регулятор искать пути смягчения кредитной

политики и, тем самым, **откладывать проблемы на потом, а не создавать непопулярные механизмы оздоровления экономики и повышения эффективности сейчас**. Это ещё сильнее способствует аллегорическому восприятию кредита как разновидности наркотической зависимости.

В силу сказанного ни одно правительство не будет заинтересовано в сворачивании стимулирующих кредитных программ, поскольку это приведёт к торможению экономики. Точно так же в этом не будут заинтересованы корпорации. Однако поскольку производство и потребление за счёт кредита есть деятельность в счёт будущего времени<sup>11</sup>, то такую конструкцию невозможно поддерживать до бесконечности из-за экспоненциальной природы сложного процента как меры сопоставления текущих и будущих эффектов, и в какой-то момент последует неминуемый обвал, как и у любой финансовой пирамиды.

Тем более что она испытывает встречное дополнительное давление со стороны сбыта. Действительно, для поддержания эффекта финансового рычага требуются не только доступ к дешёвому кредиту, но и возможность сбыта продукции для поддержания рентабельности, обеспечивающей положительный дифференциал для уже действующих производственных проектов. Отсюда ясно следуют жизненная потребность в экспансии развитых (эксплуатирующих финансовый рычаг) рынков и востребованность процесса глобализации. В противном случае падение сбыта как следствие перепроизводства неизбежно приводит к снижению рентабельности капитала предприятий, из-за чего ранее успешные фирмы оказываются в ситуации отрицательного дифференциала. В такой позиции плечо рычага, которое только что тянуло рентабельность компании вверх, мгновенно начинает топить её. Кроме того, если предприятие становится убыточным, то его капитал начинает таять, а обязательства – наоборот, расти, поскольку иссякают источники их обслуживания. В результате образуется положительная обратная связь, из-за которой негативное давление имеет способность усиливаться само по себе. Поэтому

---

<sup>11</sup> Блестящий и исчерпывающий анализ природы процента сделан ещё Людвигом фон Мизесом: «Он [процент] является отношением взаимного определения ценности настоящих благ к будущим благам». См.: *Мизес Л.* Человеческая деятельность. – М.: Социум, 2005. – 717 с.

**если системный кризис не позволяет фирме восстановить рентабельность в среднесрочной перспективе, то отягощение обязательствами представляет для неё смертельную угрозу.**

## Подготовка инструмента

Казалось бы, если опасность применения финансового рычага осознаётся в полной мере менеджментом и собственниками корпораций, то это сильнодействующее лекарство с эффектом привыкания будет использоваться ими с большой осторожностью, как то и предписывается практически всеми учебниками по финансовому менеджменту. Если дело обстоит действительно так, то появится повод поставить под сомнение гипотезу о перепроизводстве обязательств как о причине и локомотиве кризиса.

Проблема долгов корпораций нашла своё отражение в научной и деловой дискуссии, связанной с кризисом. Российские компании в последние годы всячески старались вскочить на подножку набиравшего ход мирового кредитного экспресса<sup>12</sup>, но кризис вызвал его экстренное торможение. Инстинктивной реакцией бизнеса стало сворачивание кредитных программ<sup>13</sup>. Однако испуг был относительно недолгим. В течение года после шока корпорациям удалось восстановить ключевые показатели рентабельности и платёжеспособности<sup>14</sup>. И вот уже О.В. Дерипаска в интервью главному редактору журнала «Эксперт» выразил уверенность, что доступ к кредиту является главным условием развития корпораций и экономики в целом<sup>15</sup>. Может возникнуть ощущение, будто корпорации оправались от кризиса и испытывают кредитный голод, что представляет собой симптом, противоположный признакам перепроизводства долгов.

---

<sup>12</sup> Внешний долг корпоративного сектора вырос с 100 млрд долл. в 2005 г. до 500 млрд долл. к середине 2008 г. *Алексашенко С.* Кризис-2008: пора ставить диагноз // Вопросы экономики. – 2008. – №11. – С. 25–37.

<sup>13</sup> *Гурков И.Б.* Кризис стратегии и стратегия кризиса – поведение российских компаний накануне и в ходе экономической рецессии // ЭКО. – 2009. – №5. – С. 3–34.

<sup>14</sup> *Ульянов И.* Прибыли и долги компаний // Вопросы экономики. – 2009. – №4. – С. 153–157.

<sup>15</sup> Замысел капитала // Эксперт. – 2012. – № 40. URL: <http://expert.ru/expert/2012/40/zamyisel-kapitala/?n=7743>

Для проверки таких ощущений имеется надёжный источник достоверной информации в виде корпоративной финансовой отчётности. Годовая отчётность (annual reports) публикуется на сайтах публичных компаний в разделе информации для инвесторов. Следует опираться именно на годовую, а не квартальную отчётность. В середине года прибыль ещё не сформирована, что затрудняет анализ рентабельности. К тому же признание отложенных убытков всегда производится при подведении итогов года<sup>16</sup>. Из этой отчётности потребуются баланс (balance sheets) и отчёт о прибылях (income statement), содержащие все необходимые данные для расчёта требуемых аналитических показателей.

П1. Рентабельность капитала ROE.

П2. Рентабельность инвестированного капитала ROIC<sup>17</sup>. Расчет этого показателя требует исчисления суммы процентных обязательств, в состав которых, помимо банковских и облигационных заимствований, должны быть включены такие статьи долгосрочных обязательств: пенсионное обеспечение (pension provision), страховое обеспечение (insurance provision), отложенные налоги (deferred taxes) и др. Их обслуживание напрямую не отражается в финансовых затратах предприятия, однако в состав долгосрочных обязательств как обязательства инвестиционного характера они должны входить. Кроме них, следует дополнительно добавить сумму краткосрочных заимствований (short-term loans/borrowings), а также части долгосрочных обязательств, предназначенных для погашения в текущем периоде (current portion of long-term debt).

П3. Плечо рычага, где состав обязательств исчисляется так же же, как в П2.

П4. Коэффициент общей (текущей) ликвидности: текущие активы / текущие пассивы.

Перечисленные аналитические параметры очень хорошо характеризуют средне- и долгосрочное состояние корпорации как экономического агента глобальной финансовой системы. Рентабельность капитала демонстрирует доходность компании для акционеров. Рентабельность инвестированного капитала выражает «истинную» рентабельность, т.е. доходность для экономики в целом, поскольку из неё элиминировано влияние финансового рычага. Плечо рычага выступает как негативная (чем больше – тем хуже) характеристика зависимости от внешних источников

---

<sup>16</sup> Ульянов И. Прибыли и долги компаний // Вопросы экономики. – 2009. – №4. – С. 153–157.

<sup>17</sup> Return on Invested Capital. Справочная информация о расчёте показателя URL: [http://www.cfin.ru/encycl/return\\_on\\_invest\\_capital.shtml](http://www.cfin.ru/encycl/return_on_invest_capital.shtml)

финансирования и неустойчивости в долгосрочной перспективе. Текущая ликвидность характеризует устойчивость в среднесрочной перспективе.

Считается, что качество корпоративной отчётности крупных компаний безупречно. Это не совсем так. Например, BMW Group в отчёте за 2004 г. показывает величину капитала в 17517 млн евро при общем итоге баланса – 67415 млн евро, но в отчёте за 2005 г., раскрывая данные предыдущего года, публикует размер капитала 16534 млн евро, а итог баланса – в 67634 млн евро<sup>18</sup>. Конечно, в отчёте 2005 г. указано, что данные предыдущего года скорректированы (adjusted figures), но хороша корректировочка, если почти миллиард евро из капитала трансформировался в обязательства! В отчёте о прибылях также «плывут» почти все цифры, кроме объёма продаж и итога по финансовым операциям. Не менее впечатляет ревизия итогов 2008 г., произведённая компанией АТ&Т в отчёте 2010 г. Если первоначально декларировалась чистая прибыль в размере 12867 млн долл., то после исправления заявлен убыток – 2656 млн долл., причём ревизии подверглись не какие-то экстраординарные издержки, связанные с реорганизацией, а прямая себестоимость услуг и затраты управления. Такая картина в корпоративной отчётности, хоть и не столь масштабная, является, скорее, типичной, чем исключительной.

Требуемая для расчётов величина финансовых затрат у многих компаний оказалась трудноизвлекаемым ингредиентом. Так, у BMW Group финансовые издержки в отчёте показаны свёрнуто, как сальдо полученных и выплаченных процентов (financial income/expenses, net), а детальную информацию можно разыскать только в многостраничных примечаниях, как будто величина процентной нагрузки является третьестепенной характеристикой. По наблюдениям, в биржевую отчётность попадает свёрнутая искажённая характеристика<sup>19</sup>. По этим причинам не следует брать отчётность компаний с финансовых порталов, поскольку там её представление слишком агрегировано, что очень затрудняет оценку качества.

---

<sup>18</sup> Ознакомиться с данными можно на портале компании: URL: <http://www.bmwgroup.com/> (Указав английскую версию сайта, получаете доступ к меню, в котором следует в разделе «Investor Relations» выбрать «Financial Reports», а затем «Archive»).

<sup>19</sup> URL: <http://finance.yahoo.com/q/is?s=BMW.DE+Income+Statement&annual>



Для составления целостной картины следует проанализировать информацию о довольно большом количестве корпораций, поэтому фокус-группа компаний условно разбита на несколько отраслей. Основным ориентиром отбора стало вхождение корпорации в рейтинг Forbes<sup>20</sup> с добавлением отдельных компаний для расширения представительства стран.

1. Нефтегазовые компании (Oil and Gas Operations): ExxonMobil, Shell, PetroChina, BP, Chevron, Total, ConocoPhillips, «Газпром», «Роснефть», «ЛУКОЙЛ». В этой группе представлены крупнейшие мировые компании.

2. Металлургия (Diversified Metal and Mining, Aluminum, Iron and Steel): BHP Billiton, Rio Tinto, Anglo American, «Норникель», Alcoa, Posco, JFE Holdings, ThyssenKrupp, НЛМК, «Северсталь», «Мечел», ММК, «Евраз». В этой группе богато представлены российские компании.

3. Машиностроение (Auto and Truck Manufactures): Volkswagen, Toyota, Daimler, Honda, BMW, Nissan, Renault, Peugeot, Catrepillar, Volvo, Fiat. Отрасль включает крупнейшие машиностроительные (легковые автомобили, грузовой автотранспорт, дорожная и строительная техника) компании и имеет очень представительный разрез по странам. В эту же группу включены две крупнейшие диверсифицированные машиностроительные компании (Conglomerates) – General Electric и Siemens.

4. Телекоммуникации (Telecommunications services): Vodafone, ChinaMobile, AT&T, Verizon, France Telecom, Deutsche Telecom, МТС, «МегаФон», «Вымпелком» («Билайн»). Бурно развивающаяся отрасль новых коммуникационных технологий, в которой представлены и российские компании.

5. Электроника и компьютеры (Computer Hardware, Computer Services, Consumer Electronics, Semiconductors): Apple, HP, Dell, IBM, Intel, Google, Microsoft, Cisco, Sony, Samsung. Отрасль высоких технологий, в которой представлены как «ветераны», так и «новички».

Итого в фокус-группу вошли 55 компаний из пяти отраслей. Для исследования компаний взят временной разрез, позволяющий проанализировать их состояние до, во время и после кризиса. В качестве докризисной точки

---

<sup>20</sup> Forbes. The World's Biggest Public Companies. URL: <http://www.forbes.com/global2000/>. В скобках будут указаны названия отраслей (industry) принятые в этом рейтинге. На этом же сайте можно получить справку о любой из компаний.

взят 2006-й год как очень благополучный, в котором ещё не должны были проявляться признаки кризисных явлений. В качестве кризисных показателей взяты наихудшие результаты 2008–2009 гг. Это связано с тем, что для каких-то компаний кризис проявился уже в 2008 г., а для других наихудшим был 2009-й. Годом для анализа послекризисного состояния компаний взят 2011-й, когда после острой фазы прошло два года и созрело представление об устойчивом восстановлении экономики, а фондовые индексы поднялись до уровня 2006 г.

### Корпорации и кризис

Очевидным признаком выхода корпораций из кризисной фазы является *восстановление докризисной рентабельности*. Для проверки этого признака возьмём рентабельность инвестированного капитала (показатель П2). Рентабельность собственного капитала (П1) для этого не годится, поскольку она деформирована действием финансового рычага. Результаты расчётов показывают, что некоторые признаки частичного восстановления имеются: у подавляющего числа компаний в кризис рентабельность упала, а после кризиса – увеличилась, но не достигла докризисного уровня. Только у 15 компаний из 55 рентабельность превысила докризисный уровень.

Более точно изменение структуры рентабельности можно увидеть, если разбить значения на несколько диапазонов: «депрессивный» (рентабельность до 2%); «выживающий» (2–10%); «развивающийся» (10–20%) и «процветающий» (рентабельность свыше 20%)<sup>21</sup>. До кризиса основная часть корпораций входила в «развивающийся» диапазон, в кризис – переместилась в «выживающий», а после кризиса там и осталась. При этом если количество компаний в «депрессивном» диапазоне после кризиса снизилось до докризисного уровня, то в «развивающемся» и «процветающем» диапазонах полного возврата к докризисным значениям не произошло. Это говорит о том, что **положительные процессы**

---

<sup>21</sup> Среди теоретиков и практиков нет и, видимо, никогда не будет полного единодушия относительно того, где проходит граница между допустимыми и недопустимыми значениями аналитических коэффициентов. Поэтому здесь и далее они установлены автором из соображений здравого смысла.

**после кризиса налицо, но о полном восстановлении говорить не приходится.**

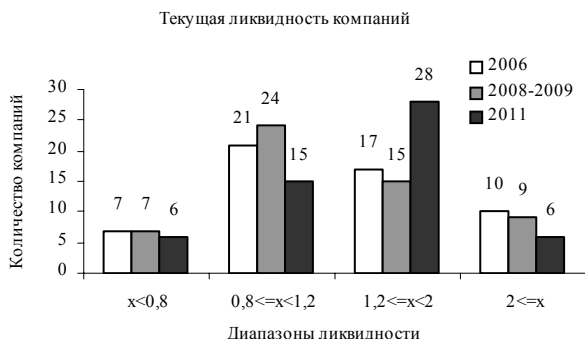
В качестве другой положительной тенденции можно было бы назвать уменьшение кредитного плеча компаний (показатель ПЗ), сигнализирующее о подавлении долгосрочной финансовой неустойчивости как реакции на кризисные явления. Некоторые признаки этого действительно проявляются. Так, из 29 компаний с опасным в период кризиса плечом ( $>1$ ) у 17 в период после кризиса оно снизилось не менее чем на 10%. Однако значительное, не менее чем на 20%, снижение произошло только у пяти компаний. Это говорит о том, что компании не спешат расставаться с обязательствами или не в состоянии это сделать.

Для получения более явной картины разобьём показатели плеча на несколько диапазонов. Границы их разумно установить следующим образом: «безопасное» плечо (до 0,5), «нормальное» (от 0,5 до 1), «рискованное» (от 1 до 2) и «опасное» (свыше 2). В докризисный период большая часть компаний находится в диапазоне «безопасного» плеча (более 20), но свыше 10 компаний попадают в каждый диапазон нормального и рискованного плеча и более 5 – в опасный диапазон. Эту ситуацию уже нельзя признать удовлетворительной: в финансово здоровой экономике вообще не должно быть крупных системообразующих компаний в «опасной» зоне, и лишь минимальное количество может временно пребывать в «рискованной» группе. Однако в кризис даже эта далеко не блестящая картина значительно ухудшилась: менее 15 компаний попали в безопасный диапазон, более 15 – в рискованный, свыше 10 – в опасный. Мода сместилась в «рискованную» зону и потеряла выраженный характер. Это демонстрирует то, что кредит играет роль инструмента выживания.

Самое же плохое то, что после кризиса ситуация никак не меняется и, следовательно, не демонстрирует никаких признаков оздоровления, а даже наоборот, **заметны симптомы ухудшения** (*сокращение количества компаний в «безопасной» зоне до менее 10), причём не текущей, а перспективной, поскольку плечо характеризует отложенные долгосрочные риски.*

Возникает вопрос: неужели компании вообще никак не заботятся о финансовой безопасности? Заботятся, но в пределах

другого горизонта. Это хорошо демонстрирует гистограмма диапазонов общей ликвидности (показателя П4) (рисунок). Здесь аналогично выделены «опасный» (значение до 0,8), «умеренный» (0,8–1,2), «стабильный» (1,2–2) и «избыточный»<sup>22</sup> (свыше 2) диапазоны. До и во время кризиса выраженная мода в «умеренном» диапазоне, а после кризиса она смещается в «стабильный». Здесь мы наблюдаем ярко выраженную среднесрочную реакцию: до кризиса компании не чувствовали опасности, в кризис у них не было другого выбора, а после кризиса они дружно предпочли возвести среднесрочную подушку безопасности, зачастую в ущерб долгосрочной.



Распределение компаний из фокус-группы по диапазонам по величине общей ликвидности в 2006–2011 гг.

**Источник:** расчёты автора по открытой финансовой отчётности компаний

Мы видим, что компании в послекризисный период решают краткосрочные и среднесрочные задачи и не решают – долгосрочные. Возможно, они просто не в состоянии их решить, поскольку для этого нужна устойчивая прибыль, а низкая рентабельность сигнализирует о её дефиците.

**Исследование показало ещё одну закономерность: недостаток прибыли и низкую рентабельность имеют компании, как правило, нагруженные большим объёмом**

<sup>22</sup> Названия диапазонов здесь носят более условный характер, поскольку нахождение в «опасной» или «избыточной» зоне может просто выражать специфику бизнеса компании, а не реальный дефицит или избыточность финансирования оборотных средств.

**обязательств, что принципиально затрудняет им возможность их сокращения.** Эта закономерность хорошо видна, налицо наличие положительной зависимости между финансовой устойчивостью и рентабельностью до, во время и после кризиса. **Одновременно с этим исследование демонстрирует, что полного восстановления рентабельности не произошло.**

Итак, чем больше заёмных средств имеют компании, тем менее эффективно они их используют. Высокорентабельные компании спокойно обходятся малыми и умеренными объёмами заимствований. Выходит, что **политика смягчения и финансового стимулирования как средство выхода из кризиса фактически поддерживает малоэффективный бизнес и вместо решения проблем просто отодвигает их на потом.**

Общий вывод, который следует из анализа корпоративных данных, состоит в том, что в период после шока 2008–2009 гг. происходит среднесрочное частичное экономическое восстановление на фоне отсутствия признаков решения долгосрочных проблем.

## Ещё раз об источниках данных

Помимо общих выводов имеется ряд частных замечаний, вытекающих из некоторых деталей анализа корпоративной отчётности<sup>23</sup>. Разумные соображения, например, о представительстве компаний в фокус-группе требуют, чтобы наряду с Alcoa в ней присутствовал «Русал». Однако в рассматриваемый период траектория последнего невероятно извилиста и не подкрепляется достоверной отчётностью<sup>24</sup>: имея блестящие показатели до кризиса, непосредственно перед ним «Русал» расширился, очень сильно пострадал в кризис и к 2011 г. превратился в середнячка по

---

<sup>23</sup> Я обязан поблагодарить студентов Института математики, экономики и информатики Иркутского государственного университета и студентов Иркутского государственного технического университета, участвовавших в сборе и обработке корпоративной отчётности.

<sup>24</sup> На сайте компании имеются отчёты только последних лет, а для более ранней информации характерны явные изъяны (баланс и прибыль не сходятся):

прибыль: URL: <http://finance.yahoo.com/q/is?s=RUSAL.PA+Income+Statement&annual>

баланс: URL: <http://finance.yahoo.com/q/bs?s=RUSAL.PA+Balance+Sheet&annual>

рентабельности с довольно дорогими источниками финансирования (что, видимо, и заставляет О.В. Дерипаску пропагандировать доступ к дешёвым кредитам). По очень схожим причинам в фокус-группу не попали General Motors и Ford, пережившие потерю капитала и внешнее вмешательство для финансового восстановления бизнеса.

Нетипичность показателей компаний не только мешает представительности фокус-группы, но и заставляет обращать внимание на причины их экстраординарности. Например IBM, имеющая уникальное сочетание высокой рентабельности и большого плеча. В 2006–2011 гг. компания получала стабильно растущую прибыль, которая не снижалась даже в период кризиса. При этом в 2008 г. у неё с баланса исчезают 15 млрд долл. капитала (equity). Помимо этого имеется огромный гудвил (goodwill) – это непризнанные и отложенные убытки. С 12 млрд долл. в 2006 г. он вырос до 26 млрд долл. в 2011 г. и превысил величину капитала. То есть имеются признаки, что умелое управление (хотя напрашивается слово «манипулирование») прибылью и капиталом позволяет компании декларировать внешне столь впечатляющие финансовые результаты.

Не совсем типичная финансовая структура Siemens также позволяет компании формально выглядеть более благополучной за счёт массивированного использования текущих источников финансирования вместо долгосрочных. В какой-то степени это можно оправдать тем, что основным рабочим активом компании являются материальные запасы (Inventory) и дебиторская задолженность (Receivables), которые в сумме примерно в три раза превышают основные средства. Если краткосрочные источники финансирования зачесть как долгосрочные, то компания из «развивающихся» перейдёт в категорию «выживающих», как и все остальные машиностроительные предприятия. Плюс к этому Siemens нагружен несоразмерным гудвиллом.

Похожий эффект массивированного использования оборотных средств наблюдается у Boeing. Однако здесь он выражен гораздо сильнее и отягощён тем, что компания почти полностью лишена собственного капитала. Именно поэтому её пришлось исключить из фокус-группы, так же как и EADS<sup>25</sup>. Деятельность этих компаний выглядит так, будто она не

---

<sup>25</sup> EADS – концерн, в состав которого входит Airbus.

направлена на извлечение прибыли. Скорее, это некоммерческая<sup>26</sup> деятельность по развитию передовых аэрокосмических технологий. Видимо, такое положение дел является финансовой спецификой данного бизнеса, и **когда мы говорим о развитии российского авиапрома, это стоит обязательно учитывать.**

С трудом в «кондиции» уложилась General Electric. Яркой особенностью этой компании является то, что её огромный баланс почти на 4/5 состоит из финансовых активов. По сути, это не промышленная, а финансовая компания с крупными промышленными активами. Такая структура не делает её более привлекательной, так же как и практически все остальные машиностроительные компании. Индустриальный сектор выглядит хуже, чем металлургический, и много хуже, чем нефтегазовый. Нельзя утверждать, что это должно перевернуть представление о локомотиве экономики, однако **заставляет задуматься об обоснованности устойчивого российского комплекса сырьевого придатка и навязываемого тезиса о «ресурсном проклятии».**

Тем более что российские компании в большинстве своём имеют не самые плохие показатели. Например, «Газпром» на данный момент претендует называться крупнейшей нефтегазовой компанией. На конец 2011 г. в сравнении с Exxon Mobil он имеет<sup>27</sup> собственный капитал (equity) 259 млрд долл. против 160, активы – 363 против 331, чистая прибыль – 43 против 42 млрд долл., уступая лишь

---

<sup>26</sup> Средняя рентабельность продаж (чистая прибыль к объёму продаж) составила: Boeing – 3,7%, EADS – 1,5%, Lockheed Martin – 3,8%, General Dynamics – 6,0%. Прибыльность компаний настолько низкая, что они не могут быть финансово привлекательны, и только в последнее десятилетие рентабельность американских компаний выросла до 6,0–7,5%. За 1954–2011 гг. суммарная прибыль Boeing (самая крупная из перечисленных компаний) в номинальных ценах составила 46 млрд долл., что сравнимо с годовой прибылью «Газпрома» за 2011 г. Конечно, более точное сравнение требует пересчёта в текущие цены 2011 г., однако порядок цифр это не изменит. Для EADS рассчитано по данным корпоративной отчётности за 2004–2011 гг., для остальных компаний – по данным рейтингов Fortune за 1955–2012 гг.

URL: <http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2012/snapshots/59.html>

<sup>27</sup> Цифры приведены в млрд долл., для «Газпрома» пересчитаны по курсу 1 USD=30 RUB, сложившемуся на конец 2011 г., поскольку отчётность «Газпрома» публикуется в рублях.

в объёме продаж: 155 млрд долл. против 482 млрд долл., сильно выигрывая в рентабельности и проигрывая в фондоотдаче.

Возникает вопрос: почему же у «Газпрома» при таких показателях столь низкая капитализация? То, что фондовый рынок оторвался от действительности, замечено экономистами<sup>28</sup>. Хотя специалисты, не владеющие экономическими данными, формируют на этот счёт сильно преувеличенное представление<sup>29</sup>.

В любом случае есть основания считать, что **фондовый рынок вместо ценности компаний генерирует виртуальные величины и представляет собой всемирную фабрику производства фиктивного капитала и инноваций. Низкая оценка российских компаний фондовым рынком провоцирует возникновение некоторого комплекса неполноценности, хотя в действительности для этого нет никаких оснований. Сложившийся низкий уровень заимствований<sup>30</sup> в современных условиях способен сыграть роль значимого конкурентного преимущества.**

## Выводы

Кредит является инструментом развития. Он позволяет компаниям быстрее осуществлять экспансию, когда имеется благоприятная конъюнктура. При отсутствии или даже ограниченности перспектив развития обязательства только отягощают их и без того нелёгкое положение.

---

<sup>28</sup> Лавровский Б. К вопросу о природе современного кризиса // Вопросы экономики. – 2009. – №4. – С. 145–152.

<sup>29</sup> Юсим В. Первопричина мировых кризисов // Вопросы экономики. – 2009. – №1. – С. 28–39. Автор утверждает: «сегодня стоимость акций широко известной компании “Майкрософт” превышает её реальную стоимость в сотни раз, а раньше – и в тысячу» (С. 29). В действительности на конец 2008 г. стоимость компании (market value), по данным Financial Times Global 500 (URL: <http://www.ft.com/intl/companies/ft500>), составила 264 млрд долл., а собственный капитал (equity) – 36 млрд долл. Пиковое значение было достигнуто в 2002 г.: 326 и 52 млрд долл. соответственно. Разрыв менее чем в 10 раз. Это немало, но не настолько, чтобы так эпатировать публику. Приведённое высказывание не является случайным, поскольку указанная статья содержит и другие утверждения, подобного качества.

<sup>30</sup> Рогов С. США и эволюция мировой финансовой системы // Экономист. – 2009. – №3. – С. 12–26. Табл. 10 – структура финансовых активов. У России очень низка доля частного и государственного долга в структуре финансовых активов.



Представленные результаты анализа отчётности ведущих корпораций показывают, что они массированно использовали обязательства до кризиса и не снизили объёмы использования после острой его фазы. Одновременно с этим корпорации не смогли полностью восстановить уровень рентабельности. С одной стороны, это требует в перспективе снижения кредитного плеча, которое корпорации успели нарастить. С другой стороны, снижение рентабельности сужает эти возможности в долгосрочном плане. Налицо ситуация, которая может диагностировать, что кризис не закончился, а только прошёл через острую фазу, и возможно, не последнюю.

Важным дополнительным негативным фактором выступает то, что как до кризиса, так и сейчас кредит используется корпорациями в качестве инструмента не развития, а выживания, поскольку высокую долю обязательств, как правило, имеют компании с низкой рентабельностью, и это ещё больше отягощает ситуацию.

Спад не так сильно сказался на деятельности компаний, условно представляющих сферу высоких технологий, которые в подавляющем большинстве не испытали снижения рентабельности в период кризиса либо это снижение было незначительным. Хотелось бы надеяться, что высокотехнологичный локомотив создаст новые точки роста и вытянет экономику на новые горизонты развития. Однако против этого оптимизма говорит то, что совокупный объём продаж этих компаний в разы меньше «традиционного» индустриального сектора, т.е. мощности локомотива явно не хватает для решения этой задачи.