

5.8. 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

Окончание. Начало в №1 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.

Таблица 2

МЕТОДИКА ОЦЕНКИ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ КОМПАНИЙ

Группа	№	Показатель	Интервал в кварталах	Оценка								обоснование
				при min значениях квартиля	при max значениях квартиля	величина интервала	min выборки	начало 2 квартиля	медиана	начало 4-го квартиля	max выборки	
Краткосрочная ликвидность	1	Cash from Ops. to Curr. Liab.	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	Current Ratio	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	Quick Ratio	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	EBIT / Interest Exp.	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	Net Debt/ EBITDA	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	Net Debt/ (EBITDA-CAPEX)	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	LT Debt/ Equity	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	Total Debt/ Capital	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	Total Debt/ Equity	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	Return on Equity, %	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							

Группа	№	Показатель	Интервал в квартилях	Оценка								обоснование
				при min значении квартиля	при max значении квартиля	величина интервала	min выборки	начало 2 квартиля	медиана	начало 4-го квартиля	max выборки	
Управление выплатами и привлечением долга	11	Degree of financial leverage	1-й	0,00	0,25	0,25	0,00	0,25	0,50	0,75	1,00	Компания, демонстрирующая максимальное значение, получает максимальную оценку
			4-й	0,75	1,00	0,25						
			3-й	0,50	0,75	0,25						
			2-й	0,25	0,50	0,25						
			1-й	0,00	0,25	0,25						
	12	LT Debt (Incl. Cap. Leases) Due, Next 5 Yrs %	4-й	0,25	0,00	0,25	1,00	0,75	0,50	0,25	0,00	Чем ниже значение показателя, тем выше оценка
			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	(CFO – CFI) / (total debt issued)	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. Компания, демонстрирующая максимальное значение, получает максимальную оценку
			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	(CFO – CFI) / (total debt repaid)	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. Эмпирическое исследование о влиянии экономических кризисов на структуру капитала российских компаний реального сектора экономики

Формирование выборки компаний. Для проведения исследования были отобраны компании из рейтинга Forbes 200 крупнейших частных компаний Российской Федерации – 2013 [1]. Весь рейтинг 200 крупнейших частных российских компаний был структурирован по признаку публичности компании и ее отраслевой принадлежности. Было определено, что 55 компаний из 200 являются публичными, и, следовательно, принимая во внимание предположку о том, что финансовая информация о данных компаниях находится в открытом доступе, данный перечень из 55 компаний был отобран для более детального дальнейшего рассмотрения. Из 55 компаний три были отклонены, поскольку являлись единственными публичными компаниями в своих отраслях, представленными в рейтинге Forbes, либо по причине затруднительности дополнения отраслей с этими компаниями до количества компаний, пригодного к включению данных компаний в анализ.

Следующим шагом в отборе компаний стало добавление в исходный перечень крупных государственных и частных компаний, не включенных в рейтинг Forbes. Данный рейтинг охватывает лишь компании с долей участия государства в акционерном пакете не более 50% и компании, не аффилированные с государственными структурами, осуществляющими право владения контрольными пакетами через частные компании-посредники. При этом мы старались избегать включения в перечень тех государственных компаний, которые обладают несоразмерно большим влиянием в разрезе отрасли, нежели другие частные компании, что вызвано

нерыночными преимуществами и их государственной принадлежностью. В результате были добавлены 22 компании (некоторые из них также состоят в рейтинге Forbes 200 крупнейших частных компаний России – 2013, но как непубличные) и у некоторых компаний была изменена отраслевая принадлежность.

С учетом дополнений мы получили выборку, состоящую из 74 компаний, функционирующих в 11 отраслях. Этот перечень был взят за основу для сбора финансовой информации по данным компаниям. Источниками получения информации служили базы данных Capital IQ и Thompson Reuters Eikon. На основании данных отчетов предполагался расчет финансовых коэффициентов и показателей для анализа, перечисленных выше. Поскольку базы данных, которые были использованы для поиска этой информации, уже включали эти показатели, то эти данные были получены автоматически из дополнительной формы «Ratios» базы Capital IQ в составе каждого профайла по компаниям. Несмотря на это, была осуществлена проверка значений финансовых коэффициентов, и были исправлены технические ошибки самой базы Capital IQ, которая, к примеру, не калькулировала значения показателей ниже нуля или в периоды с отрицательным собственным капиталом компании. Данные ошибки вносили существенный искажающий эффект, поскольку данные по определенным финансовым показателям компаний, отображаемые как нулевые, в действительности могли являться отрицательными, и, следовательно, оценка по данным показателям не соответствовала бы действительности.

Отметим, что не по всем 74 компаниям удалось найти информацию, несмотря на то, что все они фигурировали в рейтинге Forbes как публичные. Полный исчерпывающий объем финансовой информации был найден по 63 компаниям. Кроме того, в силу специфики метода исследования, предусматривающего анализ лишь в разрезе от-

раслевой принадлежности компаний, мы исключили компании тех отраслей, в которых было менее четырех компаний.

В результате всех корректировок итоговое количество компаний оказалось равным 58. Поскольку, согласно требованиям нашего анализа, отрасль не должна содержать менее четырех компаний, мы отказались включать в выборку компании двух отраслей: фармацевтической, содержащей две компании (третья компания реклассифицирована в отрасль торговли) и энергетической, содержащей три компании.

В силу большого объема полученной информации ручная обработка данных и трансформация их в необходимые формы не представлялась возможной. Технологическим решением явилось создание макросов для автоматической обработки данных. На основе системы оценок, представленной в табл. 2, каждый показатель в каждом временном периоде для любой компании в анализе получил свою оценку.

Выявление кризисных фаз в анализируемых отраслях. Для проведения анализа ключевым моментом являлось установление временных рамок кризисной фазы в каждой отрасли. Для этого был проведен экспресс-анализ динамики отраслевой структуры показателя валовой добавленной стоимости. Фактически для всех отраслей в качестве кризисного был принят 2009 г. В результате трендового анализа динамик валовых добавленных стоимостей по отраслям было выявлено, что для всех отраслей, кроме связи (код Общероссийского классификатора видов экономической деятельности (ОКВЭД) 64) и химического производства (код ОКВЭД 24 без 24.61), временными рамками кризисной фазы следует считать 2009 г., если принять в качестве индикатора рецессии в отрасли снижение или остановку роста валовой добавленной стоимости. В отношении отраслей связи и химического производства, несмотря на отсутствие явных признаков кризисной динамики отраслевой валовой добавленной стоимости в 2009 г., зафиксированы понижающиеся и в ряде случаев отрицательные темпы роста выручки большинства компаний, участвующих в анализе, что дает право расценивать как негативное влияние кризиса на операцион-

ную деятельность данных компаний и устанавливать 2009 г. как кризисный и для этих отраслей.

С другой стороны, статья валовой добавленной стоимости отрасли «Связь» включает в себя множество подвидов экономической деятельности, динамика изменений валовой добавленной стоимости по которым является как положительной, так и отрицательной. Например, в эту статью входит добавленная стоимость, создаваемая быстро растущей даже в период кризиса медиа-сферой в РФ.

Таблица 3

ВВП В ЦЕНАХ 2008 Г. [12]

Млрд. руб.

Год	Значение
2007	39 218,7
2008	41 276,8
2009	38 048,6
2010	39 762,2
2011	41 458,0
2012	42 878,0

Установление кризисной фазы для каждого показателя имеет ключевое значение, поскольку именно через призму прохождения кризисного периода оценивается вся деятельность компании. Весь временной ряд разделяется на три периода: докризисный (2006-2008 гг.), кризисный (2009 г.) и посткризисный периоды (2010-2012 гг.). Соответственно, единственное кризисное значение имеет наибольшую значимость, так как сравнивается с усредненными значениями нескольких периодов.

Динамика ВВП РФ также показывает, что в качестве кризисного может быть принят 2009 г. (табл. 3).

Результаты исследования влияния кризисной фазы экономического цикла на структуру капитала российских компаний. В результате анализа 58 компаний на основе оценивания их деятельности через призму 14 финансовых показателей были определены те компании, чьи результаты операционной деятельности и финансово-хозяйственных процессов позволили им выделиться из своей отраслевой среды.

Все выявленные компании представлены в консолидированной табл. 4.

Таблица 4

ЛУЧШИЕ И ХУДШИЕ КОМПАНИИ ОТРАСЛИ ПО ПЕРВОМУ И ВТОРОМУ НАПРАВЛЕНИЮ АНАЛИЗА

№	Отрасль	Долгосрочная стабильность		Краткосрочная эффективность	
		LTЛучшая	LTХудшая	STЛучшая	STХудшая
1	Нефтегаз	Сургутнефтегаз	Alliance Oil Company	Роснефть	Башнефть
2	Нефтехим	Уралкалий	Казаньоргсинтез	КуйбышевАзот	Фосагро
3	Черная Металлургия	Северсталь	Трубная металлургическая компания	Трубная металлургическая компания	Мечел
4	Цветная Металлургия	Норильский Никель	Русал	Полиметалл	Русал
5	Торговля	ГУМ	Дикси Групп	О'КЕЙ	Седьмой континент
6	Транспорт	Новороссийский морской торговый порт	Utair	Дальневосточное морское пароходство	Трансконтейнер
7	Строительство	Мостотрест	Группа Пик	Группа ЛСР	Открытые Инвестиции (ОПИИ)
8	Телекоммуникации	Мегафон	Ростелеком	МТС	Ростелеком

№	Отрасль	Долгосрочная стабильность		Краткосрочная эффективность	
		LTЛучшая	LTXудшая	STЛучшая	STXудшая
9	Машиностроение	Камаз	Автоваз	Группа Газ	Камаз
10	СХ И Пищевая промышленность	Синергия	Пава	Синергия	Пава

В графе долгосрочная стабильность табл. 4 представлены наилучшие и наихудшие компании, отобранные по первому направлению анализа, целью которого было выявление компаний, остающихся наиболее успешными на протяжении всех временных интервалов с точки зрения суммы их усредненных консолидированных оценок, т.е. с точки зрения их системы финансовых показателей, оцениваемой комплексно вне детализации по отдельным временным периодам.

В графе краткосрочная эффективность отражены компании, выявленные по второму направлению анализа (наиболее и наименее динамичные по изменению своей консолидированной оценки).

Здесь преследовалась цель вывить компании, наиболее сильно изменившие свои оценки внутри отраслей, в которых они функционируют, в сравнении с конкурентами в положительную и отрицательную стороны. Группа компаний, выявленных с помощью такого рода анализа, была названа группой краткосрочной эффективности.

Таким образом, в каждой отрасли были выявлены лучшие и худшие компании по двум направлениям анализа.

Далее для компаний, приведенных в табл. 4, был проведен дальнейший кластерный анализ. Процедуры кластерного анализа проводились с помощью аналитической надстройки к Microsoft Excel – **XLSTAT**. Кластерный анализ по методике **k-means** проводился на основании данных по следующим показателям:

- рентабельность собственного капитала (**ROE**, %);
- финансовый рычаг (**Total Debt / Equity**);
- Отношение совокупного долга к активам (**Total Debt / Capital**);
- коэффициент текущей ликвидности (**Current Ratio**);
- коэффициент быстрой ликвидности (**Quick Ratio**).

Первые три показателя являются ключевыми, так как отражают существующую структуру капитала компаний вкупе с отдачей на собственный капитал, как результата существования такого соотношения долга к собственным средствам.

Показатели текущей ликвидности (**Current Ratio**) и быстрой ликвидности (**Quick Ratio**) являются наиболее важными в определении краткосрочной платежеспособности, так необходимой компаниям в кризисный период.

Было выявлено, что показатели данной группы вкупе с показателями финансовой устойчивости оказывают наибольшее значение на итоговую консолидированную оценку, получаемую компанией.

Для удобства дальнейшего восприятия разделим объяснение процедур и результатов кластерного анализа компаний на две категории:

1. Кластеризация данных по компаниям долгосрочной стабильности:
 - наилучшие компании (**Long-Term лучшие**);
 - наихудшие компании (**Long-Term худшие**);

2. Кластеризация данных по компаниям краткосрочной эффективности:

- наилучшие компании (**Short-Term лучшие**);
- наихудшие компании (**Short-Term худшие**);

В ходе анализа компаний, показавших наилучшие и наихудшие результаты в отношении долгосрочной стабильности, была осуществлена кластеризация матрицы значений всех компаний в разрезе пяти вышеперечисленных финансовых показателей. Изначально задаваемое количество кластеров было принято равным трем.

Поскольку общее количество компаний равно десяти, то большее число кластеров окажется излишним, а меньшее не даст возможности исключить ошибки и выбросы в отдельный третий кластер.

Кластеризация данных по компаниям группы долгосрочной стабильности осуществлялась на основании значений показателей, которые демонстрировали компании данной группы в докризисный, кризисный и посткризисный периоды. В соответствии с этим порядком им присваивались цифры один, два, три.

Значения показателей каждого из кластеров отражают возможные комбинации финансового рычага, структуры капитала и важнейших показателей краткосрочной ликвидности (табл. 5).

Таблица 5

РЕЗУЛЬТАТЫ КЛАСТЕРИЗАЦИИ НАИЛУЧШИХ КОМПАНИЙ В ГРУППЕ «ДОЛГОСРОЧНАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ»

Наименование	Результат		
	Кластер		
	1	2	3
Рентабельность собственного капитала, ROE , %	12	18	23
Финансовый рычаг	0,001	0,653	0,457
Отношение совокупного долга к активам, %	0	37	25
Коэффициент текущей ликвидности	8,189	1,538	2,747
Коэффициент быстрой ликвидности	6,879	0,890	1,988

Первый кластер отражает развитие без долговых обязательств на балансе компании. В этом случае отдача на собственный капитал компании ниже, чем у компаний, использующих заемное финансирование, что дает преимущество в виде большого отрыва по краткосрочной ликвидности. В результате это позволяет компаниям данного кластера пережить кризис без существенного ослабления системы финансовых потоков и привлечения долга.

Второй кластер отражает развитие большинства компаний, попавших в данную выборку. Более высокое значение рентабельности собственного капитала (**ROE**) является следствием активного использования долга, но в итоге это приводит к большому сокращению значений показателей краткосрочной ликвидности.

Компании данного кластера обладают наименьшими уровнями краткосрочной ликвидности. Долговая нагрузка в данном кластере, напротив, наибольшая из всех трех типов компаний и, вместе с тем, отдача на собственный капитал данных компаний не достигает уровня компаний третьего кластера.

Третий кластер, на наш взгляд, отражает в себе наилучший путь долгосрочного развития из всех возможных, поскольку при использовании меньшего объема заемного финансирования компаний их показатель **ROE** максимален.

Следовательно, и финансовая устойчивость у данных компаний будет выше, нежели у компаний второго кластера. Краткосрочная ликвидность также выше, нежели у компаний второго кластера. Но в данном случае стоит учитывать, что компании подобного рода способны добиваться повышенных результатов **ROE** при меньших уровнях финансового рычага лишь в силу более высокой рентабельности своей основной деятельности в сравнении с отраслевыми конкурентами. Следовательно, проблема оптимизации структуры капитала в целом очень тесно связана со способностью поддерживать определенные уровни операционной рентабельности даже в кризисные периоды, что в целом компании всех этих трех кластеров и демонстрируют.

Перейдем к результатам кластеризации данных по наихудшим компаниям группы долгосрочной стабильности (табл. 6).

Таблица 6

РЕЗУЛЬТАТЫ КЛАСТЕРИЗАЦИИ НАИХУДШИХ КОМПАНИЙ В ГРУППЕ «ДОЛГОСРОЧНАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ»

Наименование	Результат		
	Кластер		
	1	2	3
Рентабельность собственного капитала, ROE , %	12	5	-63
Финансовый рычаг	0,746	2,212	5,458
Отношение совокупного долга к активам, %	39	66	84
Коэффициент текущей ликвидности	1,142	0,906	0,696
Коэффициент быстрой ликвидности	0,660	0,443	0,242

Первый кластер включает в себя, на наш взгляд, наиболее стабильные компании из наихудших, попавшие в данную категорию лишь в связи с аутсайдерскими позициями в своих отраслях. Данные компании демонстрируют высокие отдачи на собственный капитал и удовлетворительные уровни краткосрочной ликвидности, но одновременно с этим высокую долговую нагрузку. Все же данный путь развития не может быть охарактеризован как окончательно ошибочный, но, скорее, как путь догоняющего развития, поскольку в этой анализируемой группе находятся наихудшие компании из всех отраслей. Однако здесь еще не наблюдается четких признаков нестабильности.

Второй кластер обобщает компании, **ROE** которых балансирует в опасной близости к нулевым значениям. Вместе с тем, для данного кластера

характерны высокий уровень финансового рычага, уровня обязательств к валюте баланса и низкие значения коэффициентов краткосрочной ликвидности. Такое сочетание коэффициентов, в целом, характеризует подобные компании как нестабильные и имеющие слабую финансовую устойчивость. Но наиболее опасным фактором для них является сочетание слабых отдач на собственный капитал, низкого уровня ликвидности и высоких уровней финансового рычага. В этой конфигурации факторов компания является заложником имеющейся долговой нагрузки. Постоянно балансируя на низких уровнях финансовой устойчивости, они не имеют возможности из-за низких операционных финансовых результатов приспособиться к быстрому изменению ситуации без реструктурирования долга.

Третий кластер агрегирует в себе наиболее нестабильные компании из наихудших компаний группы долгосрочная стабильность. Фактически, результаты, демонстрируемые данными компаниями, означают их крайне нестабильное финансовое положение: высокий уровень долга, отрицательную рентабельность собственного капитала и, при этом, крайне низкую ликвидность. Резюмируя полученные выше результаты, отметим, что для наиболее оптимального долгосрочного развития и готовности к кризису компания должна исходить из потенциального уровня своей маржинальности по чистой прибыли, которую она может стабильно обеспечивать даже в кризисный период. Иначе для данной компании теряется смысл в привлечении больших объемов долга, поскольку в кризис под воздействием макроэкономической нестабильности снижение операционной рентабельности уменьшает финансовую устойчивость и краткосрочную ликвидность такой компании в большей степени, нежели в ситуации функционирования данной компании при более консервативной стратегии финансирования и развития. Падение операционной прибыли уменьшает также степень процентного покрытия, что тоже негативно отражается на краткосрочной ликвидности данной компании, увеличивая чувствительность чистых финансовых потоков от величины процентных платежей.

В рамках кластеризации данных по компаниям группы краткосрочной эффективности был применен принципиально иной подход к выявлению внутренних закономерностей. Для выделения ключевых факторов был важен анализ изменений показателей от докризисных к кризисным периодам и от кризисных к посткризисным периодам. Поэтому были проведены три процедуры кластеризации компаний в каждой из этих фаз.

В отличие от предыдущего анализа, здесь был выбран только один кластер для вычисления центральных значений коэффициентов в периоде. Поскольку было проведено три процедуры кластеризации для наилучших и наихудших компаний в группе «краткосрочная эффективность», то в результате были получены три конфигурации финансовых показателей, центральных для каждого периода.

Путем анализа сдвигов центроидных значений из периода в период были сделаны выводы относительно общей направленности оптимальных антикризисных мер, способных не только стабилизировать финансовое положение компании, но и обеспечить ее сравнительную успешность в росте на волне кризисной фазы в сопоставлении с конкурентами. Этот этап анализа позволяет идентифицировать изменения, происходящие с конфигурациями финансовых показателей целого массива компаний, проходящих через кризисную стадию экономической динамики. На основании обнаружения направленности этих изменений на примере наилучших компаний группы краткосрочной эффективности мы сможем сделать выводы относительно того, какие действия в отношении управления структурой капитала наиболее эффективны в кризисный и посткризисный периоды (табл. 7).

Таблица 7

РЕЗУЛЬТАТЫ КЛАСТЕРИЗАЦИИ НАИЛУЧШИХ КОМПАНИЙ В ГРУППЕ «КРАТКОСРОЧНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ»

Наименование	Результат Кластер		
	докризисная фаза	кризисная фаза	посткризисная фаза
Рентабельность собственного капитала, ROE , %	13	5	16
Финансовый рычаг	1,043	1,082	0,807
Отношение совокупного долга к активам, %	51	63	51
Коэффициент текущей ликвидности	0,992	1,064	1,708
Коэффициент быстрой ликвидности	0,500	0,515	0,919

Подытожим результаты кластерного анализа наилучших компаний группы «краткосрочная эффективность», представленных в табл. 7.

Динамика изменений «докризисная фаза – кризисная фаза». Уровень рентабельности собственного капитала (**ROE**) в этот период резко снижается под влиянием кризиса, доля совокупного долга в валюте баланса возрастает, при этом краткосрочная ликвидность тоже незначительно повышается, что может рассматриваться как следствие попыток компании обеспечить повышенную защиту от возможных сложностей, связанных с операционной деятельностью путем наращивания избыточной краткосрочной ликвидности.

Динамика изменений «кризисная фаза – посткризисная фаза». У компаний наблюдается восстановление уровня рентабельности собственного капитала (**ROE**) до докризисного уровня и даже его превышение в посткризисный период. Наряду с этим мы видим уменьшение финансового рычага и возвращение отношения совокупного долга к валюте баланса. Но наиболее значимые изменения данные компании демонстрируют в отношении краткосрочной ликвидности. Это является следствием возможных затруднений, которые компании испытывали в период кризиса в связи с нехваткой ликвидности по текущим обязательствам в усло-

виях уменьшающихся положительных притоков от операционной деятельности.

В целом изменения центроидов отчетливо демонстрируют влияние кризиса на показатели компаний. При этом отметим быстрое восстановление и даже увеличение показателя рентабельности собственного капитала (**ROE**) по отношению к докризисным уровням. Отсутствие общих изменений в структуре капитала по показателю отношения совокупного долга к активам (**Total Debt / Capital**) и его возвращение к докризисному уровню, говорит об устойчивости целевого значения этого показателя к влиянию кризисных факторов. Важно отметить, что динамика центроидов этих трех кластеров свидетельствует о том, что в период кризиса компании затруднительно изменить свой финансовый рычаг, долю совокупного долга в балансе при резко снижающейся отдаче на собственный капитал.

Таблица 8

РЕЗУЛЬТАТЫ КЛАСТЕРИЗАЦИИ НАИХУДШИХ КОМПАНИЙ В ГРУППЕ «КРАТКОСРОЧНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ»

Наименование	Результат Кластер		
	докризисная фаза	кризисная фаза	посткризисная фаза
Рентабельность собственного капитала, ROE , %	21	2	9
Финансовый рычаг	0,548	0,844	0,924
Отношение совокупного долга к активам, %	27	38	43
Коэффициент текущей ликвидности	9,199	1,282	1,196
Коэффициент быстрой ликвидности	2,390	0,844	0,641

Подытожим результаты кластерного анализа наихудших компаний группы «краткосрочная эффективность», которые отражены в табл. 8.

Динамика изменений «докризисная фаза – кризисная фаза». Уменьшение уровня **ROE** более значительно, чем для предыдущей выборки наилучших компаний в этой же группе. Аналогичная динамика наблюдается по показателям уровня финансового рычага и доли совокупного долга в валюте баланса. С другой стороны, наблюдается резкий спад краткосрочной ликвидности, в отличие от наилучших компаний.

Динамика изменений «кризисная фаза – посткризисная фаза». Наблюдается слабое восстановление уровня **ROE**, но его новое значение существенно ниже докризисного уровня. Причем такая динамика наблюдается на фоне возрастающего уровня финансового рычага, что свидетельствует о том, что повышение долговой нагрузки лишь усугубляет ситуацию с краткосрочной ликвидностью и финансовой устойчивостью, не принося таких же результатов, которые демонстрируют наилучшие компании. Продолжающееся падение уровня краткосрочной ликвидности и неспособность компаний восстановить докризисные уровни **ROE** свидетельствует о том, что в наихудших компаниях потерял баланс между существующей долговой нагрузкой и операционными возможностями, оправ-

дывающими существование такого объема долга. Иными словами, отсутствие возможности возврата к докризисным показателям вкупе с регрессирующими показателями краткосрочной ликвидности и финансовой устойчивости способствует попаданию компании в определенную ловушку, в тупиковый путь развития, изменить который сложно без радикальных внутренних преобразований.

Сравнительный анализ финансовых решений и мер компаний группы «краткосрочная эффективность». Следующим шагом в исследовании был трендовый финансовый анализ динамик финансовых показателей компаний, попавших в сегмент отбора «краткосрочная эффективность».

Анализ проводился путем наблюдения за динамикой изменения средних значений показателей в рамках каждой группы:

- компании, показавшие наилучшую краткосрочную эффективность (*Short-Term_лучшие*);
- компании, показавшие наихудшую краткосрочную эффективность (*Short-Term_худшие*);

Эта часть исследования помогла нам определить коренные различия между результативностью в управлении структурой капитала наиболее и наименее динамичных компаний. В конечном итоге именно здесь удалось выявить глубинные причины, отличающие деятельность наилучших компаний группы краткосрочной эффективности от наихудших компаний этой же группы (табл. 9).

В табл. 9 приведено сравнение степени воздействия кризиса на первичные усредненные операционные показатели компаний обеих категорий. В столбце «Индекс 08-09» приведены значения цепных индексов, отразивших изменение показателя в 2009 г. в сравнении с 2008 г. Столбец «Изменение 08-09» отражает степень уменьшения значения каждого показателя относительно предыдущего 2008 г.

Таблица 9

**СРАВНИТЕЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ
ОПЕРАЦИОННЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ НАИЛУЧШИХ И
НАИХУДШИХ КОМПАНИЙ ГРУППЫ
«КРАТКОСРОЧНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ»**

Категория компаний	Показатель	Индекс 08-09, %	Изменение 08-09, %
<i>Short-Term_лучшие</i>	<i>EBITDA</i>	73	-27
<i>Short-Term_лучшие</i>	Выручка (<i>Total Revenue</i>)	67	-33
<i>Short-Term_худшие</i>	<i>EBITDA</i>	60	-40
<i>Short-Term_худшие</i>	Выручка (<i>Total Revenue</i>)	88	-12

Отметим, что кризис более негативно воздействовал на выручку 10 наилучших компаний в сравнении с 10 наихудшими компаниями. Однако при этом показатель *EBITDA* драматичнее снижался для наихудших компаний.

По нашему мнению, способность компании более значимо смягчать воздействие кризиса и бо-

лее гибко и быстро изменять внутренние факторы операционной деятельности и структуры капитала компании (по сравнению с другими компаниями отрасли) – ключ к эффективному управлению структурой капитала в условиях негативной внешнеэкономической динамики. Более детальный сравнительный анализ деятельности обеих категорий компаний представлен в табл. 10 и 11.

Таблица 10

**СРАВНИТЕЛЬНАЯ ДИНАМИКА СРЕДНИХ
ЗНАЧЕНИЙ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ
НАИЛУЧШИХ КОМПАНИЙ В ГРУППЕ
«КРАТКОСРОЧНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ»**

Short-Term_лучшие	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
Денежный поток от операций / текущие обязательства, %	27	39	37	34	52	51	60
Текущая ликвидность, %	99	118	81	106	193	162	158
Быстрая ликвидность, %	47	61	42	52	107	88	81
Коэффициент покрытия процентных платежей	4,9	5,6	5,2	3,4	7,4	11,7	10,4
Чистый долг / / (<i>EBITDA</i> – <i>Капитальные затраты</i>)	1,5	4,4	-1,8	25,1	30,4	2,7	6,1
Чистый долг / / <i>EBITDA</i>	3,6	2,5	0,2	3,0	1,9	1,8	2,0
Маржинальность чистой прибыли по выручке, %	10	11	0	-1	13	9	8
Рентабельность собственного капитала, %	24	23	-7	5	17	18	14
Совокупный долг к активам, %	55	41	57	63	55	51	48
Финансовый рычаг, %	141	73	99	108	83	83	76
Долгосрочные обязательства к обязательствам, %	30	21	18	25	44	39	39
Валовая маржа, %	40	40	41	38	40	41	41
<i>EBITDA</i> , млн. долл.	1 218	2 114	2 509	1 833	2 459	2 734	2 578
Выручка, млн. долл.	4 875	7 097	9 566	6 410	8 281	11 034	12 148

Таблица 11

**СРАВНИТЕЛЬНАЯ ДИНАМИКА СРЕДНИХ
ЗНАЧЕНИЙ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ
НАИХУДШИХ КОМПАНИЙ В ГРУППЕ
«КРАТКОСРОЧНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ»**

Short-Term_худшие	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.
Денежный поток от операций / текущие обязательства, %	61	48	55	44	39	50	42
Текущая ликвидность, %	697	1937	125	128	120	124	115
Быстрая ликвидность, %	300	339	78	84	64	69	60
Коэффициент покрытия процентных платежей	10,0	15,6	9,8	8,6	5,1	4,6	4,5
Чистый долг / (EBITDA – капитальные затраты)	9,4	1,3	1,8	12,4	92,5	-1,0	0,3
Чистый долг / EBITDA	6,5	1,3	2,5	4,3	1,2	-3,1	3,2
Маржинальность чистой прибыли по выручке, %	75	24	3	-24	8	8	-2
Рентабельность собственного капитала, %	32	19	11	2	7	13	8
Совокупный долг к активам, %	25	26	29	38	42	43	43
Финансовый рычаг, %	53	45	67	84	95	88	95
Долгосрочные обязательства к обязательствам, %	15	19	5	21	26	26	26
Валовая маржа, %	42	41	36	22	28	32	28
EBITDA, млн. долл.	428	645	985	595	1 076	1 277	972
Выручка, млн. долл.	2 095	2 977	3 905	3 426	4 562	5 644	5 627

Некоторые показатели не были включены в таблицу, а показатели валовой маржинальности и маржинальности чистой прибыли по выручке вместе с усредненными значениями выручки и **EBITDA** были добавлены для проведения трендового анализа. Все показатели в таблице рассчитаны как средние значения финансовых показателей группы компаний за отдельный временной период. Показатели, в отношении которых были выявлены существенные различия для лучших и худших компаний, выделены в таблице отдельно.

В табл. 12 и 13 представлены относительные изменения финансовых показателей, рассчитанных путем цепных индексов.

Таблица 12

**СРАВНИТЕЛЬНАЯ ДИНАМИКА ИЗМЕНЕНИЙ
СРЕДНИХ ЗНАЧЕНИЙ ФИНАНСОВЫХ
ПОКАЗАТЕЛЕЙ НАИЛУЧШИХ КОМПАНИЙ В
ГРУППЕ «КРАТКОСРОЧНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ»**

Short-Term_лучшие	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	Изм. 2009-2012 гг.
Коэффициент текущей ликвидности	19	-32	32	81	-16	-2	48
Коэффициент быстрой ликвидности	31	-32	24	107	-18	-8	57
Коэффициент покрытия процентных платежей	14	-7	-34	115	59	-11	205
Рентабельность собственного капитала	-4	-130	-169	267	3	-22	195
Совокупный долг к активам	-27	41	10	-12	-8	-7	-25
Финансовый рычаг	-49	36	9	-24	1	-9	-30
Валовая маржа	-1	3	-7	5	3	0	7
EBITDA	74	19	-27	34	11	-6	41
Выручка	46	35	-33	29	33	10	90

Таблица 13

**СРАВНИТЕЛЬНАЯ ДИНАМИКА ИЗМЕНЕНИЙ
СРЕДНИХ ЗНАЧЕНИЙ ФИНАНСОВЫХ
ПОКАЗАТЕЛЕЙ НАИХУДШИХ КОМПАНИЙ В
ГРУППЕ «КРАТКОСРОЧНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ»**

Short-Term_худшие	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	Изм. 2009-2012 гг.
Коэффициент текущей ликвидности	178	-94	2	-7	4	-8	-10
Коэффициент быстрой ликвидности	13	-77	9	-24	8	-13	-29
Коэффициент покрытия процентных платежей	57	-37	-12	-41	-8	-2	-47
Рентабельность собственного капитала	-40	-43	-84	275	85	-34	362
Совокупный долг к активам	5	9	34	10	3	0	13
Финансовый рычаг	-16	50	26	12	-7	8	12
Валовая маржа	-2	-12	-39	27	15	-11	30
EBITDA	51	53	-40	81	19	-24	63
Выручка	42	31	-12	33	24	0	64

В ходе анализа данных, представленных в табл. 12-13, были отмечены следующие особенности различий наилучших и наихудших компаний.

Динамика показателя валовой маржинальности (**Gross Margin**, %). Средний уровень показателя в каждом году у наилучших компаний всегда превышает средний уровень в каждом году у наихудших компаний. В кризис изменение показателя у наилучших компаний составило -7% от докризисного уровня, а у наихудших компаний -39% от докризисного уровня (табл. 12-13).

Различие этих изменений отразилось и на более значительном снижении среднего уровня **EBITDA** у наихудших компаний. Данный факт означает, в сущности, меньшую готовность одних компаний к кризису, нежели других, поскольку даже в условиях большего относительного снижения выручки наилучшие компании в группе «краткосрочная эффективность» смогли смягчить этот негативный фактор в большей степени, нежели наихудшие компании, достигнув в итоге меньшего влияния на промежуточный финансовый результат негативной внешней экономической динамики.

Динамика показателей финансового рычага и отношения совокупного долга к активам (**Total Debt / Equity**, **Total Debt / Capital**). Наилучшие компании в период кризиса демонстрируют меньшие объемы долговой нагрузки и меньшие скорости ее прироста. В посткризисный период наблюдается устойчивая тенденция к сокращению долговой нагрузки у наилучших компаний и к ее росту у наихудших.

Это вызвано тем, что показатели рентабельности собственного капитала (**ROE**) и валовой прибыли у наилучших компаний в кризисный и в последующие периоды стабильно выше показателей наихудших компаний. Несмотря на то, что в докризисный период показатели структуры капитала отражали большую левереджированность наилучших компаний в сравнении с наихудшими, прохождение фазы кризиса и посткризисного развития сгладило это различие. Наилучшие компании смогли уменьшить долговую нагрузку и уровень финансового рычага, в то время как наихудшие компании, напротив, увеличили эти показатели.

Соответственным образом это отразилось и на коэффициентах процентного покрытия: налицо их увеличение для наилучших компаний за 2009-2012 гг. и уменьшение для наихудших компаний за 2009-2012 гг.

Динамика показателей текущей и быстрой ликвидности (**Current Ratio**, **Quick Ratio**). Наилучшие компании в кризис и последующую посткризисную фазу демонстрируют повышательный тренд динамики этих показателей краткосрочной ликвидности. Для наихудших компаний динамика краткосрочной ликвидности противоположна, данные компании демонстрируют устойчивый понижательный тренд в целом за период 2009-2012 гг.

В силу падения операционных результатов и возрастания несоответствия текущей структуры капитала ее операционным результатам происходит уменьшение обеспеченности текущих обязательств текущими активами.

Отметим следующие важные выводы из полученных результатов.

1. Внутренняя операционная эффективность неразрывно связана с текущей структурой капитала компаний, что подтверждается взаимозависимостью динамик валовой маржинальности и изменений долговой нагрузки. Таким образом, существующая долговая нагрузка всегда должна соответствовать в определенном отношении результирующим показателям операционной деятельности, таким как: **EBITDA**, валовая прибыль, чистая прибыль. При допущении компанией существенных девиаций от данных отношений в рамках своей отрасли, такая компания имеет высокую вероятность вступления на путь финансовой дестабилизации, выражающийся в увеличении долга при неоднозначной динамике ее операционных результатов. Примерами в этом могут служить наихудшие компании группы «краткосрочная эффективность».
2. В целом коренное различие между наилучшими и наихудшими компаниями группы «краткосрочная эффективность» сводится к тому, что наилучшие компании обладают большей сопротивляемостью и большей устойчивостью негативным воздействиям кризиса на их деятельность. Это достигается в основном за счет следующих факторов:
 - большая гибкость в изменении операционного рычага и показателей операционной рентабельности в период кризиса и после, нежели у других компаний;
 - более высокий уровень валовой маржинальности при естественном развитии компании¹ в сравнении с другими компаниями;
 - стратегия консервативного развития, заключающаяся в постепенном снижении долговой нагрузки после кризиса при одновременном увеличении показателей краткосрочной ликвидности. Это позволяет обеспечивать компании повышенную финансовую устойчивость и краткосрочную ликвидность на фоне посткризисного восстановления отраслевого спроса.

На наш взгляд, данные выводы необходимо учитывать при управлении структурой капитала российских компаний.



Рис. 2. Управление структурой капитала в период экономического кризиса

Методические рекомендации по управлению структурой капитала компаний в период экономиче-

¹ Сохранение на высоком уровне всех остальных финансовых показателей и коэффициентов.

ских кризисов. В данном пункте с учетом результатов проведенного исследования мы предлагаем ряд рекомендаций по управлению структурой капитала компаний в периоды экономических кризисов. На основе полученных результатов относительно достижения наибольшей эффективности и долгосрочной стабильности при управлении структурой капитала компаниям необходимо принимать во внимание следующие закономерности.

В первую очередь необходимо определить стратегию устойчивого развития компании в отношении привлечения долгосрочного финансирования. Выше, в табл. 5-6, были выявлены три типа наиболее и наименее стабильного долгосрочного развития компаний, согласно конфигурации их финансовых показателей.

1. Первый тип развития может позволить абсолютно безрисковое развитие компании с использованием лишь собственных источников финансирования, но здесь не следует ожидать высокой отдачи на собственный капитал.
2. Второй тип развития подразумевает активное использование внешнего финансирования при более высоких уровнях **ROE** и более низких показателях краткосрочной ликвидности.
3. Третий тип развития подходит для компаний с повышенной операционной рентабельностью, позволяющих поддерживать уровень финансового рычага ниже, чем компании второго типа развития.

Выбор наиболее оптимальной стратегии устойчивого развития диктует компании политику принятия решений об использовании заемного финансирования. Не каждая компания способна поддерживать конкурентные результаты без привлечения внешнего финансирования, но при этом опасно также бесконтрольное наращение долговой нагрузки, несопоставимое текущим операционным денежным потокам.

Все последующие действия компании должны коррелировать с изначально принятой стратегией долгосрочного устойчивого развития относительно внешнего финансирования.

Компания, которая ставит себе цель максимально благоприятного прохождения кризисной фазы, должна следовать стратегии разумного консерватизма в докризисных решениях о привлечении долга и не полагаться всецело на изменение будущих денежных потоков, как на обеспечение выплат по текущему увеличению долговых обязательств.

В противном случае она окажется под прессом долговой нагрузки, которую не сможет нивелировать в краткосрочном периоде, вкуче с низкой отдачей на собственный капитал. Об этом свидетельствует конфигурация кластера 2 наихудших компаний группы «долгосрочная стабильность».

После выбора пути развития текущие действия компании должны заключаться в следующем.

1. Ключевые финансовые показатели, на которые компания должна обращать внимание в первую очередь – это рентабельность собственного капитала, совокуп-

ный долг к валюте баланса, уровень финансового рычага и степень чувствительности валовой рентабельности к снижению выручки. Все прочие финансовые показатели являются в той или иной степени производными от них.

2. Компании следует сохранять определенный запас прочности в своей операционной деятельности и способность восстановить операционную рентабельность после кризисных событий, для того чтобы обеспечить выплаты по долговым обязательствам, полученным до кризиса и во время кризиса. В противном случае компания демонстрирует посткризисную динамику наихудших компаний группы «краткосрочная эффективность», представленную выше. В целом компания может придерживаться уровня валовой маржинальности в кризис не ниже 38%.
3. Компания должна иметь возможность гибкого влияния на ценообразование в кризис, чтобы поддержать показатели финансовой устойчивости, коррелирующие с ее операционной результативностью. Фактически компания должна либо пребывать в постоянной готовности к регулированию цен для компенсации снижения количественного эквивалента выручки, либо она должна обеспечить максимальную нечувствительность валовой маржинальности и уровня отдачи на собственный капитал от снижения выручки в период кризиса.
4. Компании в целом не следует увеличивать уровень долга в кризис, если это не согласуется с ее стратегией долгосрочного развития и текущим уровнем левериджированности, поскольку это приводит к еще большей финансовой неустойчивости. Напротив, компания должна стремиться к его уменьшению, как в кризис, так и в посткризисный период. Это подтверждается динамикой наилучших компаний группы «краткосрочная эффективность». В целом уровень долга должен изменяться в соответствии с изменениями операционного денежного потока и коэффициентов валовой и чистой прибыли.
5. Компания в период кризиса должна делать упор на удержание докризисных уровней основных финансовых показателей, таких как: уровень долговой нагрузки, рентабельность собственного капитала, уровень краткосрочной ликвидности. При этом действия компании в кризисный период по сохранению докризисных значений финансовых показателей компании не должны подрывать возможностей ее посткризисного развития. Улучшение данных показателей – это переход в принципиально иную, более сильную конкурентную позицию, поскольку влияние кризиса на все остальные компании в отрасли обычно выражается в регрессе их операционных показателей и спаде группы показателей финансовой устойчивости.

Ключевые управленческие решения в области привлечения финансирования компаний обобщены на рис. 3.

На основе эмпирического анализа мы показали, на какие финансовые показатели компания должна обращать внимание и поддерживать. Теперь остановимся на управленческих решениях, которые позволят компании при наступлении кризиса сохранить финансовую устойчивость, а также обеспечить выживание, или даже развитие бизнеса.



Рис. 3. Основные меры по поддержанию финансовой устойчивости компании в период макроэкономического кризиса [3, 6, 8, 14, 17]

Прежде всего, поскольку в период макроэкономического кризиса ситуация на рынке, а также финансово-экономическое состояние компаний довольно сильно меняется, то необходимо осуществлять мониторинг ситуации и быстро и грамотно реагировать на новые вызовы. Как отмечалось, в период кризиса важно обеспечить достаточность денежных потоков от операционной деятельности для выплат по заемным источникам.

Для этого необходимо воздействовать на достаточность операционной прибыли², в том числе за счет поддержания продаж и оптимизации затрат, которая включает как постатейный анализ издержек компании, так и структурные изменения бизнес-процессов.

При этом необходимо внедрить систему мотивации руководителей подразделений по снижению затрат компании. В период кризиса, как отмечают многие эксперты, можно даже увеличить свою долю на падающем рынке за счет снижения издержек [14, с. 50].

Если компания находится под давлением валютных рисков, то необходимо разработать меры по их сокращению. Кроме того, кредитная нагрузка компании часто возрастает вследствие необходимости финансировать возросшую дебиторскую задолженность или запасы.

В период кризиса необходимо особое внимание уделять повышению оборачиваемости этих активов. Инвентаризация запасов и их детализация на нор-

мальные (хранятся в нормальном количестве и используются), некондиционные и товарно-материальные ценности (ТМЦ) без движения, позволят выявить неликвидные запасы и высвободить инвестированные в них денежные средства. В отношении дебиторской задолженности необходимо постоянно проводить ее мониторинг и обеспечить своевременный сбор, используя предусмотренные законом меры³.

Важно детализировать дебиторскую задолженность на нормальную, просроченную и безнадежную [17, с. 72-73]. По возможности следует добиться от поставщиков отсрочки платежа, повысив тем самым величину кредиторской задолженности, выгодного беспроцентного источника спонтанного финансирования. Данные меры повысят ликвидность и снизят потребность в заемных средствах, а также обеспечат возможность своевременно погашать долги и выплачивать по ним проценты.

Инвентаризация основных средств и оборудования также может выявить неиспользуемые активы, за счет продажи или сдачи в аренду которых также можно повысить ликвидность компании. Например, в результате инвентаризации в Группе компаний (ГК) «ЯВА» было обнаружено неэффективно ис-

³ При этом в отношении надежных и крупных дебиторов важно не допустить слишком строгих отпугивающих мер, поскольку часто просрочка платежа не связана с желанием избежать оплату, а объясняется техническими проблемами потребителя или иными несущественными факторами.

² Точнее было бы сказать – на показатель *EBITDA*.

пользуемых объектов недвижимости на сумму около 700 млн. руб. по рыночной стоимости [8, с. 38].

Кроме того, в силу сокращения доступности финансирования необходим анализ и контроль ликвидности компании, что достигается в результате ведения платежного календаря, прогнозирования движения денежных средств и т.д.

Наконец, в период кризиса важно направить усилия на снижение стоимости кредитного портфеля компании, а также определить возможные источники финансирования на предстоящий период. Повышение прозрачности позволяет снизить затраты на привлечение финансирования, и переход на МСФО на практике приводит к снижению ставки по кредитам на 1-2% годовых [5, с. 81].

Поскольку стоимость долгосрочного финансирования выше краткосрочного, то важно также найти комфортное соотношение краткосрочных и долгосрочных ресурсов, оптимальным при этом считается пропорция 60 / 40 [5, с. 81]. Важно также подобрать финансирование с разными схемами погашения долга, а также отслеживать изменения на кредитном рынке.

Кроме того, можно рассмотреть альтернативные варианты финансирования в условиях дороговизны заемных средств. Например, получение госзаказа, создание альянса соинвесторов (ритейлеры используют стратегические альянсы с девелоперами), набирающее популярность краудное финансирование (всенародный сбор средств на социально значимые, творческие проекты), использование внутренних рынков капитала, касс взаимопомощи (неформальное объединение компаний, позволяющее получать ресурсы одних компаний у других, например, когда у одних сезонный спад, а у других – подъем) [4]. Основные принципы по управлению долговой нагрузкой и по поддержанию ликвидности компаний в кризисные периоды представлены на рис. 3.

Литература

- 200 крупнейших частных компаний России – 2013 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.forbes.ru/rating/200-krupneishikh-chastnykh-kompanii-rossii-2013/2013>
- Анализ финансовой отчетности [Текст] / О.В. Ефимова, М.В. Мельник, В.В. Бердников, Е.И. Бородин. – М. : Omega-L, 2013. – 388 с.
- 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/>.
- 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/>.
- 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/>.
- 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>.
- 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/hsedata/2012/09/04/1243186360/cfj22_58_70_-Kokoreva_.pdf.
- 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/>.
- 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.
- 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.
- Мандель И.Д. Кластерный анализ [Текст] / И.Д. Мандель. – М. : Финансы и статистика, 1988. – 176 с.
- 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/#.
- 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.
- 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/>.
- Социально-экономическое положение России [Электронный ресурс] / Федер. служба госуд. статистики. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b15_01/Main.htm.
- Ставка рефинансирования Центрального банка Российской Федерации [Электронный ресурс]. URL: http://www.cbr.ru/pw.aspx?file=/statistics/credit_statistics/refinancing_rates.htm.
- 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/>.
- Хансен Э.Х. Экономические циклы и национальный доход [Текст] / Элвин Харви Хансен ; ред. Ю.Я. Ольсевич. – М. : Изд-во иностр. лит., 1959. – 760 с.
- 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/>.
- 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.
- 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; левелд; экономический кризис; финансовый анализ; финансирование в период кризиса; банковский кредит; антикризисное управление.

*Макарова Светлана Геннадьевна
E-mail: svtlmakarova@gmail.com*

*Власов Николай Александрович
E-mail: nikolaivlasov89@gmail.com*

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.