(cc) BY

Бадокина Евгения Андреевна
канд. экон. наук, профессор, заведующая кафедрой
Некрасова Галина Андреевна
старший преподаватель
ФГБОУ ВО «Сыктывкарский государственный
университет им. П. Сорокина»
г. Сыктывкар, Республика Коми

АНАЛИЗ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА И ФИНАНСОВОГО РИСКА РОССИЙСКИХ КОРПОРАЦИЙ

Аннотация*: в статье проведен анализ структуры капитала российских корпораций и эффекта финансового левериджа. Оценена степень финансового риска (потери платежеспособности и ликвидности) при различных его значениях. Получен вывод о возрастании риска не только когда эффект финансового левериджа отрицателен, но и в случаях значительного отклонения от средней величины и высокой степени вариации.*

Ключевые слова*: структура капитала, финансовый рычаг, эффект финансового левериджа, финансовый риск, ликвидность, платежеспособность.*

Структура капитала оказывает непосредственное влияние на принятие управленческих решений собственниками и менеджерами корпораций. Выбирая источники финансирования, корпорации стараются найти компромисс между риском и дополнительной доходностью, получаемой при использовании заемных средств. По мере увеличения доли внешнего финансирования повышается размах вариации рентабельности собственного капитала, коэффициента финансового левериджа и чистой прибыли. Это свидетельствует о повышении степени финансового риска при высоком плече рычага. Этот риск является основной формой генерирования прямой угрозы банкротства, так как финансовые потери, связанные с ним, наиболее ощутимы [1]. Исследованию взаимосвязи структуры капитала и финансового риска на российском рынке посвящены многочисленные работы отечественных авторов [2; 3; 4].

Content is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

Особенность данного исследования заключается в том, что в нем сделана попытка на примере крупнейших российских корпораций выявить границу доли заемного финансирования, при которой максимальный прирост рентабельности собственных средств (эффект финансового левериджа), будет достигаться с минимальным уровнем риска, измеряемого показателями ликвидности и платежеспособности.

Для исследования была сформирована выборка из ведущих корпораций разных отраслей, зарегистрированных и осуществляющих свою деятельность на территории России. В таблице 1 представлена описательная статистика значений плеча финансового рычага и эффекта финансового левериджа анализируемых российских корпораций за 2013–2018 гг.

Таблица 1

Описательная статистика плеча и эффекта финансового рычага российских корпораций

Числовые характеристики	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Плечо финансового рычага						
среднее	1,23	1,12	1,26	1,11	0,99	1,30
медиана	0,88	0,92	0,85	0,80	0,67	0,67
СКО	3,17	0,48	1,18	0,83	0,82	4,39
минимум	0,07	0,07	0,13	0,14	0,06	0,13
максимум	9,20	2,44	4,91	3,22	3,44	10,48
Эффект финансового рычага						
среднее	0,08	0,02	0,01	0,06	0,07	0,05
медиана	0,02	0,01	0,03	0,01	0,04	0,02
СКО	0,13	0,01	0,06	0,02	0,01	0,03
минимум	-0,28	-0,20	-1,01	-0,06	-0,07	-0,32
максимум	1,72	0,22	0,47	0,52	0,43	0,63

Отметим устойчивость средних значений плеча финансового рычага во времени. Значение показателя, определяемого как отношение заемного капитала к собственному, на протяжении рассматриваемого периода превышало единицу (за исключением 2017 года), что свидетельствует об активной политике заимствований корпораций.

Содержимое доступно по лицензии Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

В течение рассматриваемого периода среднее арифметическое показателя было выше медианы. Следовательно, более половины выборки имеет значение ниже среднего, то есть высокий уровень плеча финансового рычага связан с политикой финансирования только нескольких компаний. К таковым относятся корпорации ОАО «НОВАТЭК», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «Иркутскэнерго», ПАО «ПРОТЕК» – они характеризуются наибольшими значениями показателя – от 2,7 до 10,5 в разные годы.

Эффект финансового рычага (ЭФР) в 2013–2018 гг. варьировался в диапазоне от 0,01 до 0,08. Это означает, что увеличение в структуре источников финансирования доли заемных средств на 1% вызывало возрастание рентабельности собственного капитала корпораций на 1,2–8,3% в разные годы. Положительное действие эффекта финансового левериджа наблюдалось не для всех компаний выборки. В ПАО «Ленэнерго», ОГК-2, Интер РАО, ПАО «МРСК Центра и Приволжья», ПАО «ТГК-1», ПАО «МОЭСК», Роснефть эффект был отрицательным или близким к нулю, что нашло отражение в величине минимума (от -1,01 до -0,07).

В таблице 2 представлены результаты классификации исследуемых компаний по величине эффекта финансового рычага.

Таблица 2

Классификация корпораций по эффекту финансового рычага [5]

Числовые характеристики	Критерий				
	до 0	от 0 до 0,05	от 0,05 до 0,1	экстремальные значения	значительная вариация
	1 группа	2 группа	3 группа	4 группа	5 группа
Среднее	-0,024	0,015	0,061	0,482	0,062
Медиана	-0,015	0,009	0,065	0,361	0,062
Минимум	-0,058	0,000	0,051	-0,138	-0,032
Максимум	-0,005	0,036	0,065	1,288	0,159
Корпорации	LSNG OGKB IRAO MRKP TGKA MSRS ROSN	VSMO SNGS GAZP	TATN BANE YNDX	GMKN MGNT NVTK MTLR ENRU URKA AFLT	PRTK CHMF KZOS IRGZ ALRS MTSS

Content is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

Классификационные группы не являются однородными по своему составу, что может быть объяснено принадлежностью корпораций к различным отраслям, масштабом деятельности, стадией жизненного цикла организаций. Среднее значение УФЛ в группе 1 – (-0,024), в группе 2 – 0,015, в группе 3 – 0,061, то есть увеличение в структуре капитала доли заемных средств на 1% обусловило изменение рентабельности собственного капитала на (-2,4%), 1,5%, 6,1% соответственно.

В группу с отрицательным эффектом финансового рычага вошли в основном корпорации энергетического сегмента. Рентабельность активов корпораций в группе ниже уплачиваемых процентов по заемным средствам, что приводит к отрицательным значениям дифференциала финансового рычага и, следовательно, к отрицательному уровню финансового левериджа.

К группе с экстремальными значениями отнесены корпорации, ЭФР в которых в течение 2013–2018 гг. существенно отличался от среднего. Например, в 2018 гг. в ПАО «Норникель» показатель составил 0,6338, в 2014 г. в ПАО «Мечел» – 1,6339, в 2018 г. в ПАО «Уралкалий» – (-0,8703). Отклонения связаны с особенностями финансового менеджмента, иногда, в случае ПАО «Мечел», с последствиями агрессивной финансовой политики.

Отдельно были сгруппированы корпорации, значение ЭФР которых не было стабильно во времени и варьировалось от отрицательного до высокого положительного. Наибольший диапазон колебаний наблюдался в ПАО «ПРОТЕК – от (-0,2775) до 0,1204, ПАО «Северсталь» – от 0,0025 до 0,4264, ПАО АК «АЛРОСА» – от (-0,1986) до 0,2636.

Для оценки уровня финансового риска, возникающего вследствие привлечения заемного капитала, были рассчитаны следующие коэффициенты [6]:

1. Коэффициент быстрой ликвидности – отношение суммы денежных средств, краткосрочных финансовых вложений и дебиторской задолженности к величине краткосрочных финансовых обязательств.

2. Коэффициент операционного денежного потока – отношение денежного потока от текущей деятельности к краткосрочной кредиторской задолженности.

Содержимое доступно по лицензии Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

3. Коэффициент покрытия процентов – отношение операционной прибыли к сумме процентов по кредитам.

4. Доля долгосрочных обязательств в активах.

Первые два коэффициента отражают краткосрочный риск (риск ликвидности), связанный со способностью выполнять текущие обязательства за счёт имеющихся в распоряжении организации денежных средств. Другие два характеризуют долгосрочный риск (риск потери платежеспособности) – наличие в корпорации ресурсов для своевременного погашения обязательств.

На рисунке 1 представлено распределение показателей финансового риска по группам в зависимости от эффекта финансового левериджа.

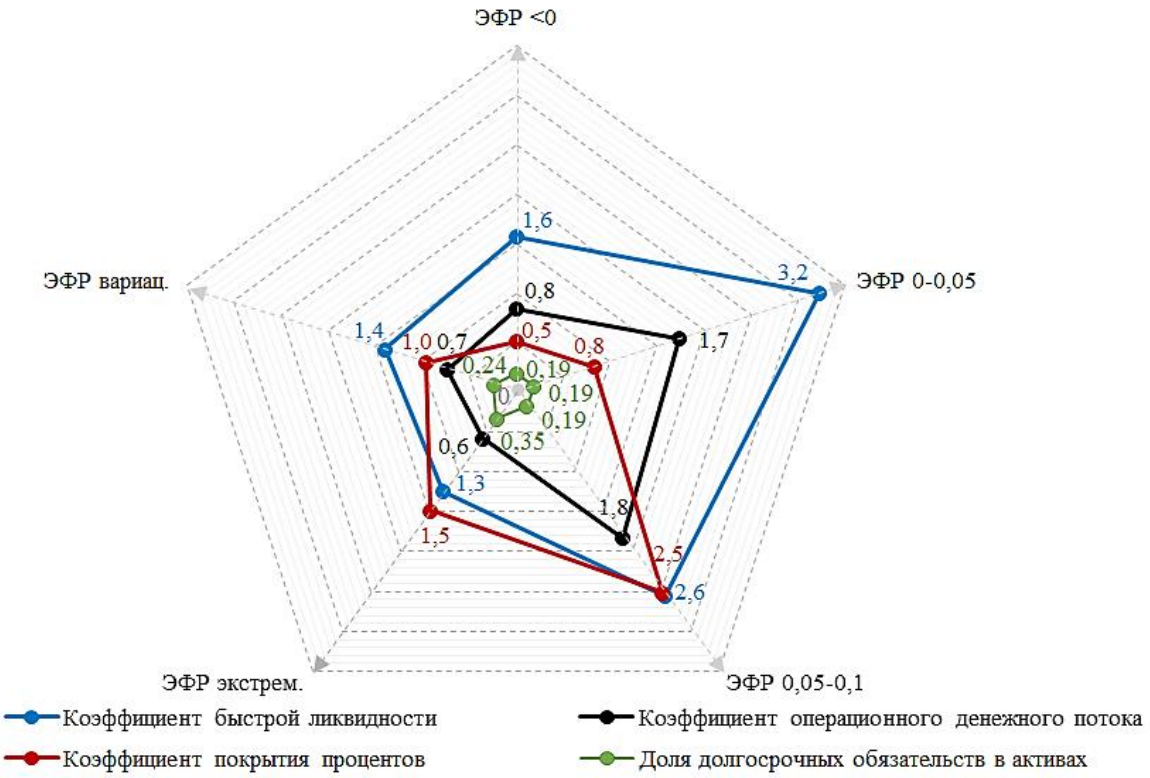

Рис. 1. Средние значения показателей финансового риска

Наиболее высокие значения показателей, характеризующих ликвидность, наблюдаются в корпорациях с уровнем финансового левериджа от 0 до 10%, тогда как в остальных случаях показатели ниже, более чем в два раза. Максимальное значение коэффициента покрытия процентов, отражающего способность за счет денежного потока от текущей деятельности обслуживать процентные платежи, достигается при ЭФР в диапазоне 5–10%, а также в корпорациях с

Content is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

экстремальным уровнем финансового левериджа. Для последних характерна и более высокая доля долгосрочного долга в структуре капитала – 35% при ЭФР, равном в среднем 48,2%.

В таблице 3 сопоставлены уровни финансового риска с уровнями финансового левериджа. Высокий риск характерен для корпораций с отрицательным значением ЭФР. В этом случае рентабельность собственного капитала за счет привлечения заемных средств уменьшается, в результате чего происходит «проедание» собственного капитала, ставка процента по кредиту выше, чем ставка дохода купленного на заемные средства имущества, и это может стать причиной банкротства корпорации.

Таблица 3

Финансовый риск при различных значениях эффекта финансового рычага

Группа	Коэффициент быстрой ликвидности	Коэффициент операционного денежного потока	Коэффициент покрытия процентов	Доля долгосрочных обязательств в активах
ЭФР <0	Высокий риск	Высокий риск	Высокий риск	Низкий риск
ЭФР 0–0,05	Средний риск	Средний риск	Средний риск	Низкий риск
ЭФР 0,05–0,1	Низкий риск	Средний риск	Низкий риск	Низкий риск
ЭФР экстрем.	Высокий риск	Высокий риск	Низкий риск	Высокий риск
ЭФР вариац.	Высокий риск	Высокий риск	Средний риск	Средний риск

Высока степень риска и в корпорациях с экстремальными значениями ЭФР. Организации в этой группе поддерживают на балансе высокий уровень и долгосрочных, и краткосрочных (в среднем 23%) обязательств.

Значительные колебания ЭФР также увеличивают степень риска корпораций и в большей мере влияют на способность расплачиваться по текущим обязательствам, чем на платежеспособность в долгосрочном периоде.

Таким образом, финансовый рычаг является важным инструментом управления доходностью акционеров, так как позволяет получать дополнительные финансовые выгоды при использовании заемных ресурсов. Однако его действие сопряжено с финансовым риском, возрастающим по мере увеличения постоянных затрат финансового характера. Минимальный уровень риска достигается при

Содержимое доступно по лицензии Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)

величине ЭФР в диапазоне 5–10%, любые отклонения (значительная вариация, крайне высокие и крайне низкие значения, отрицательный уровень) обусловливают снижение ликвидности и платежеспособности организации.

Список литературы

1. Бадокина Е.А. Финансовый менеджмент: учебное пособие / Е.А. Бадокина. – Сыктывкар: Изд-во Сыктывкарского госуниверситета, 2012. – 156 с.

2. Дядюк М.А. Финансовый леверидж как инструмент оценки риска формирования финансовой структуры капитала торгового предприятия / М.А. Дядюк, Е.А. Круглова, В.В. Фощан // Бізнес Інформ. – 2014. – №9. – С. 272–278.

3. Серова Е.Г. Исследование взаимосвязи финансовой структуры капитала, риска, прибыльности и стоимости предприятия / Е.Г. Серова, И.Н. Гюнтер // Вестник Белгородского университета кооперации, экономики и права. – 2017. – №2. – С. 157–164.

4. Савченко Н.Л. Основные критерии финансового риска при определении уровня финансового рычага в рамках экспресс-анализа: российская практика // Экономический анализ: теория и практика. – 2014. – №44 (395). – С. 58–66.

5. Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.e-disclosure.ru/ (дата обращения: 20.12.2019).

6. Солодов А.К. Основы финансового риск-менеджмента: учебник и учебное пособие / А.К. Солодов. – М.: Издание Александра К. Солодова, 2018. – 286 с.

Content is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 license (CC-BY 4.0)