

Трибуна молодого ученого

*Баранчикова Ксения Борисовна*, студент магистратуры, группа МФ2-5, кафедры «Мировые финансы», факультет Международные экономические отношения ФГОБУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва,  
E-mail: k.baranchikova@yandex.ru

**КОРПОРАТИВНЫЙ ДОЛГ КАК РИСК ДЛЯ ГОСУДАРСТВА<sup>1</sup>**

**Аннотация.** Статья посвящена проблеме чрезмерной задолженности развитых стран. Проанализированы долговые проблемы таких развитых стран как США, Исландия, Ирландия и Испания во время кризиса 2008 г. Особое внимание обращается на то, что в настоящее время многие корпорации стали настолько крупными, что их банкротство неминуемо ведет к краху экономики всей страны. Выявлена и обоснована закономерность между корпоративным долгом системообразующих корпораций и суверенной задолженностью. Показано, что государство, хотя формально и не отвечает по долгам частного сектора, ввиду различных факторов, не может абстрагироваться от его проблем. На основе проведенного исследования автором делается вывод о том, что корпоративный долг представляет крайне высокий риск для государственной экономической безопасности: его чрезмерность может в одночасье привести страну практически к дефолту.

**Ключевые слова:** *Суверенный долг, развитые страны, валовый долг, системообразующие корпорации, кризис, США, Исландия, Ирландия, Испания*

Актуальность темы данной работы и практическая направленность исследования заключаются в том, что в настоящее время многие страны страдают от чрезмерной задолженности. Эта проблема носит глобальный характер, приводит к замедлению мирового экономического роста и затяжным финансовым кризисам.

Целью данного исследования является рассмотрение корпоративного долга как фактора, способствующего увеличению государственной задолженности. Для достижения данной цели поставлена следующая задача: проследить взаимосвязь между корпоративным и государственным долгом. Объектом исследования выступает суверенный долг развитых стран, в то время как предметом является чрезмерный уровень государственной задолженности в современном мире. **Суверенный долг** (sovereign debt) – это задолженность правительств независимых государств [1].

На сегодняшний день основными субъектами мировой экономики являются государство и ТНК (транснациональные

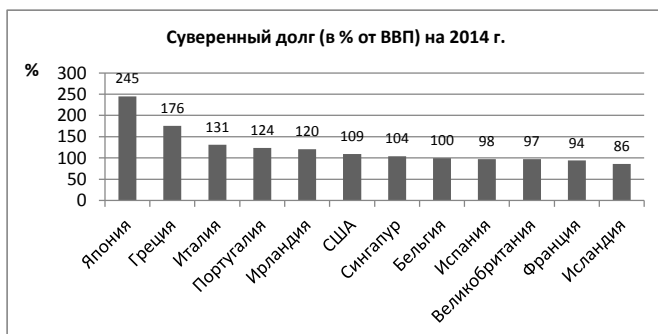
---

<sup>1</sup> Научный руководитель д.э.н., профессор Эскиндаров М. А.

компаний) и ТНБ (транснациональные банки). Несмотря на то, что в мировом производстве возросла доля развивающихся стран, значительная часть их экономики находится под контролем ТНК развитых государств [2, стр.11]. **Развитые страны (developed countries)** - это «страны с высоким уровнем развития экономики, преобладанием сферы услуг и отраслей обрабатывающей промышленности в структуре экономики и занятости населения, с высоким уровнем и качеством жизни» [3, стр.456]. В промышленно развитых странах проживает около 15% населения мира [3, стр.456], на которых приходится около 62% мирового ВВП [4]. ТНК и ТНБ – это компании или банки, которые являются международными по деятельности, но остаются национальными по капиталу. На сегодняшний день ТНК и ТНБ во многом стимулируют экономический рост в тех странах, где они осуществляют свою деятельность. На политику таких компаний оказывает огромное влияние экономическая ситуация в их «родной» стране. А так как большинство ТНК и ТНБ в настоящее время принадлежит экономически развитым странам, состояние экономики и финансовое положение этих стран влияют практически на весь мир. Соответственно суверенный долг развитых стран и способность по нему расплатиться оказывают влияние практически на все страны.

При оценке способности страны расплатиться по своим долгам крайне важным показателем выступает ВВП. Чем выше ВВП и чем большими темпами он растет, тем выше вероятность того, что страна сможет расплатиться по своим долгам. Поэтому при оценке уровня задолженности государства рассматривают государственный долг как процент от ВВП. **Валовый долг (gross debt)** состоит из всех обязательств, которые требуют выплаты или выплаты процентов и/или основного долга должником кредитору в дату или даты в будущем. Это включает в себя долговые обязательства в форме СДР, валюта и депозиты, долговые ценные бумаги, кредиты, страхование, пенсионные программы и программы стандартных гарантий и прочая кредиторская задолженность[1].

Ниже представлены развитые страны, чей уровень валового суверенного долга на 2014 год превышает 85% ВВП:



**Гистограмма 1** - [4] *Составлено автором по: IMF World Economic Outlook Database*

Стоимость использования заемного капитала, как правило, ниже, чем привлечение средств при помощи акционерного капитала. Согласно теории корпоративных финансов, чем меньше риск, тем меньше доходность. При банкротстве компании ее кредиторы и держатели облигаций первые претендуют на оставшиеся активы компании, а акционеры самые последние. Держатели акций подвержены большему риску потери своих средств, следовательно, они требуют большей отдачи от вложенного капитала. Таким образом, выпуск облигаций или взятие кредита в банке обходится корпорациям дешевле, чем привлечение акционерного капитала. Принимая во внимание этот факт, становится понятно, почему многие компании соблазнились на привлечении заемного капитала, несмотря на возрастающие риски банкротства. К сожалению, не все корпорации смогли адекватно оценить свои силы.

Когда компания берет в долг, в плату за кредит или в доходность облигаций всегда закладывается страновой риск. Считается, что риск дефолта компании всегда выше, чем риск дефолта страны. Однако когда большое число корпораций внутри страны испытывает серьезные финансовые трудности, это неминуемо влечет к снижению кредитного рейтинга государства и повышению рисков инвестирования в нее.

Мировой финансовый кризис, начавшийся в 2008 г., показал всему миру, как чрезмерный корпоративный долг может в одночасье привести страну практически к дефолту. В сентябре 2008 г. из-за начавшегося ипотечного кризиса США пришлось спасать свои банки, страховые компании, а также ипотечные агентства, тем

самым увеличивая свои долги. Перевод ипотечных компаний Fannie Mae и Freddie Mac, на долю которых приходится половина американского рынка ипотеки, под контроль государства стал крупнейшей операцией по спасению коммерческих корпораций от банкротства за всю историю США [5]. Мировое сообщество столкнулось с новым явлением в экономике, называемым в западной литературе «too big to fail». Под этим названием кроется тот факт, что в настоящее время многие корпорации стали такими крупными и настолько системообразующими, что их банкротство неминуемо ведет к краху экономики всей страны. До сих пор многие финансисты уверены, что если бы правительство США спасло инвестиционный банк Lehman Brothers от банкротства, мировой кризис не был бы столь масштабным и таким продолжительным. Банкротство такого крупного банка бросило тень сомнения и на другие банки.

6 октября 2008 года Исландия объявила, что находится на грани банкротства [6]. Государственный долг страны стремительно увеличивался.

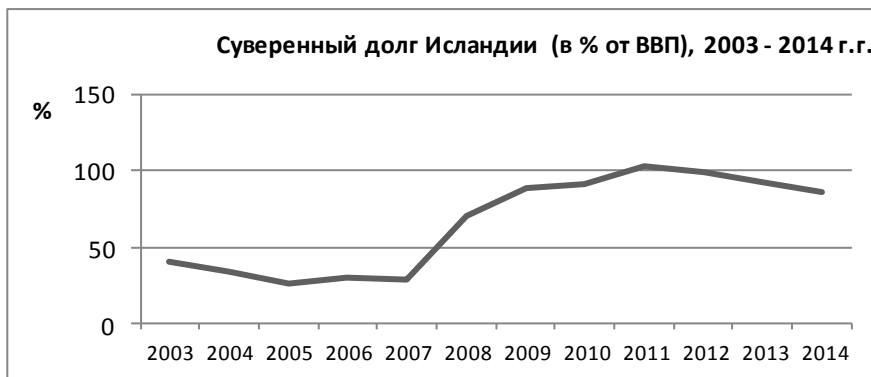


График 1 - [4] Составлено автором по: IMF World Economic Outlook Database

С начала 2000-х годов к 2009 году исландский долг увеличился более чем в два раза.

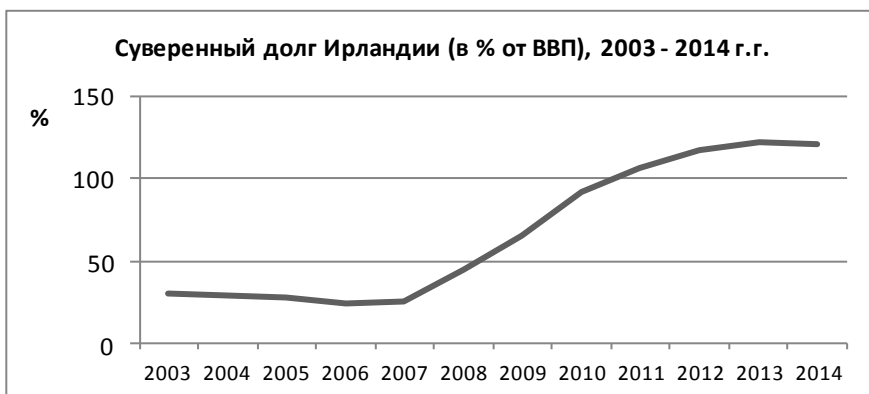
Как оказалось, до такого положения страну довел крах трех крупнейших частных банков страны. Правительству страны пришлось национализировать свои крупнейшие банки. Относительно размеров исландской экономики, этот банковский коллапс стал самым крупным из всех когда-либо происходивших в мире.

Вообще до начала XXI века финансовый сектор экономики Исландии был слабо развит и о ее банках в мире почти никто не

слышал. Ключевая отрасль экономики Исландии и основной статьей ее экспорта было рыболовство. Если в 2003 году три крупнейших исландских банка владели активами лишь на несколько миллиардов долларов, что равнялось примерно 100% ВВП страны, то уже в 2006-2007 годах они были свыше \$140 млрд и во много раз превышали исландский ВВП. Это был один из самых стремительных ростов банковской системы за всю историю, что, безусловно, привлекло внимание иностранных инвесторов.

Немцы вложили в исландские банки \$21 млрд, нидерландцы \$305 млн, шведы \$400 млн, а британцы более \$30 млрд. Не имея достаточного опыта в финансовых делах Landsbanki, Kaupthing и Glitnir Landsbanki потеряли десятки миллиардов долларов на собственной неумелой спекуляции иностранной валютой. Эти банки выдавали исландцам огромное количество кредитов на покупки акций и недвижимости, цены на которые стали стремительно увеличиваться, а фондовый рынок стал разрастаться огромными темпами. Ипотечный кризис в США и крах фондовых рынков оказались губительны для Исландии. В свое время многие исландцы, заметив, что кредит в иенах или швейцарских франках обходится им значительно дешевле, чем в кронах, стали набирать кредиты для приобретения того, что на самом деле было им не по карману. Теперь, когда обычно устойчивая исландская крона обесценилась, и ее перестали обменивать на иностранную валюту, люди просто не смогли расплатиться по своим долгам [7, стр.17-46].

У большинства проблемных стран Еврозоны трудности с суверенным долгом также возникли в результате неподъемного долга, сформировавшегося на балансах банков и компаний. Аналитики считают Ирландию "преемницей" Греции в деле спонтанного ослабления единой европейской валюты и сеяния паники среди инвесторов [8]. В 2010 году бюджетный дефицит Ирландии достиг рекордно высокое для Еврозоны значение - более 30% ВВП. А ведь еще в 2007 году в этой стране был бюджетный профицит. Это произошло в результате мер поддержки финансовой системы. Проблемы с государственным бюджетом Ирландия начала испытывать из-за высокой задолженности банков, пострадавших от падения рынка недвижимости. Один Anglo Irish понес убытки в €34млрд. В 2008 году правительство решило предоставить гарантию по долгам крупнейших ирландских банков [7, стр.79]. Все это в итоге привело к росту государственной задолженности почти в шесть раз по сравнению с докризисным периодом.



**График 2** - [4] Составлено автором по данным: IMF World Economic Outlook Database

С ноября 2007 по октябрь 2010 ирландские банки заняли у ЕЦБ €97 млрд, которые ушли на погашения долгов перед частными кредиторами [7, стр.96]. Ирландия долгое время отказывалась от помощи ЕС, «опасаясь давления со стороны Брюсселя, который взамен настаивал на повышении налога на прибыль компаний», который в 2010 г составлял 12,5%, а это ниже среднего показателя в ЕС [8]. Однако европейские министры финансов и МВФ проявляли настойчивость, опасаясь того, что долговые проблемы этой страны окажут негативное влияние на инвестиционный климат Еврозоны. Кроме того, среди кредиторов Ирландии велика доля финансовых институтов Великобритании [8]. После долгих отказов 21 ноября 2010 года власти Ирландии все-таки согласилась принять помощь ЕС в размере €85 млрд [6].

До начала кризиса у Ирландии была возможность брать кредит по ставкам ниже немецких. В 2010 г. по оценкам многих экспертов, Ирландия стала третьей страной мира с наибольшей вероятностью дефолта. На рубеже тысячелетий Ирландия считалась одной из богатейших стран в мире, уровень бедности был ниже 6%. С 2000 г. главной отраслью ирландской экономики стало строительство недвижимости. Накануне кризиса «ирландская строительная промышленность раздулась чуть ли не до четверти ВВП – тогда как в нормальной экономике этот показатель, как правило, составляет менее 10% <...> Ирландия строила в год в два раза меньше домов, чем Соединенное Королевство, в котором проживает в 15 раз больше народу <...> С 1994 г. средняя стоимость дублинского жилья выросла более чем на 500%» [7, стр.85]. Строительство недвижимости финансировалось в основном ирландскими банками. С 2000 г. объем кредитования строительства и ипотеки вырос с 8%

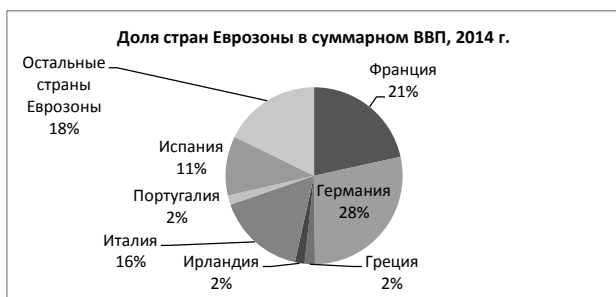
(европейская норма) до 28%. Когда жилищный пузырь рухнул, именно банки понесли основные потери. Более того, накануне кризиса ирландские банки стали выдавать слишком много низкокачественных ипотечных кредитов. Основное отличие ирландского жилищного пузыря от американского заключалось в том, что он не был спрятан за множеством новых сложных финансовых инструментов.

В 1997 г. ирландские банки финансировались за счет ирландских депозитов, а к 2005 г. они получали капитал уже преимущественно из иностранных источников. Когда в сентябре 2008 г. акции трех главных ирландских банков – Anglo Irish, AIB и Bank of Ireland упали на 20-50%, началось бегство вкладчиков из ирландских банков. Сначала банки уверяли правительство, что они всего лишь испытывают проблемы с ликвидностью и ирландское правительство согласилось гарантировать все обязательств шести крупнейших ирландских банков с тем, чтобы вернуть спокойствие на рынки [7, стр.79-117]. У правительства Ирландии была возможность не давать никаких гарантий держателям облигаций ирландских банков, тем более что большая их часть были иностранцы, и отвечать только за сохранность депозитов. Однако оно решило не диверсифицировать свою помощь таким способом. Правительство думало, что убытков не будет, и своих обещаний им выполнять не придется. Возможно, это было продиктовано еще и беспокойством о будущей возможности выхода ирландских корпораций на фондовые рынки и их репутации. Как оказалось, проблемы были гораздо серьезнее: ирландские банки несли крупнейшие в своей истории потери. Как только выяснились истинные убытки ирландских банков, люди перестали им доверять, класть деньги на депозиты и вкладываться в банковские облигации.

Примечателен тот факт, что, несмотря на то, что правительство свалило убытки банков на плечи ирландского народа, в Ирландии не было столь явных проявлений общественного недовольства и протестов как в Греции. А ведь в Греции в отличие от Ирландии, в заимствованиях погрязло именно государство, т.е. это были долги греческого народа, а не нескольких банков. А ведь по большому счету, к примеру, Anglo Irish Bank не был системным. У него было всего лишь шесть отделений и не было банкоматов. Все, что он делал - это предоставлял людям деньги для покупки земли и строительства за счет иностранного капитала [7, стр.79-117]. Anglo Irish Bank стал системным лишь тогда, когда его убытки легли на

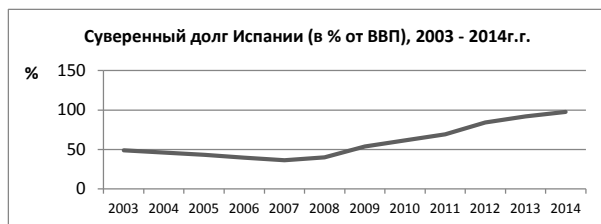
плечи ирландских налогоплательщиков. Из-за проблем в корпоративном секторе Ирландии пришлось почти на два года уйти с рынка облигаций, она смогла вернуться на него только в июль 2012 года[9].

У Испании, как и у Ирландии, до наступления мирового финансового кризиса не было дефицита госбюджета [10]. Испания одна из крупнейших стран Еврозоны. Ее экономика четвертая по величине и больше Греции, Португалии и Ирландии вместе взятые.



**Диаграмма 1** - [4] Составлено автором по IMF World Economic Outlook Database

То, что произошло в Испании во время кризиса похоже на ситуацию в Ирландии. Кризис банковской системы привел к кризису суверенного долга.



---

**График 3** - [4] Составлено автором по IMF World Economic Outlook Database

Безудержное кредитование строительного сектора в период экономического бума привело к накоплению большого количества неликвидных активов на счетах испанских банков. В тоже время Deutsche Bank подчеркивает следующую разницу между ирландскими и Испанскими банковскими системами:



– состояние двух крупнейших испанских банков по сравнению с ведущими ирландскими несколько лучше за счет их интернациональной диверсификации;

– ирландские банки сильнее зависимы от межбанковских источников финансирования;

– до кризиса у испанских банков, по сравнению с ирландскими, была более высокая достаточность капитала [11]

В мае 2012 года практически на грани банкротства оказался четвертый в стране банк Bankia. Он попросил 19 млрд евро господомощи после помощи от ЕЦБ в 2010 г.. Правительство Испании было вынуждено частично национализировать этот банк. ЕЦБ и МВФ выделили €100 млрд на помощь Испании и правительство приняло целый ряд жестких мер по сокращению государственных расходов, в том числе на социальные нужды, повысило подоходный налог, провело а реформу трудового законодательства [7, стр. 100].

Еще одной причиной роста государственной задолженности Испании – дефицит бюджета 17 автономных областей страны [12]. Кроме того, в настоящее время в Испании самый высокий уровень безработицы среди стран ЕС, что ведет к снижению внутреннего потребления и становится тяжелым бременем социальных расходов государственного бюджета.

Проанализировав положение США, Исландии, Ирландии и Испании во время кризиса, можно говорить о том, что в современном мире корпоративный долг представляет крайне высокий риск для государственной экономической безопасности. Ввиду того, что частный бизнес платит налоги, организует рабочие места, и играет ключевую роль в формировании ВВП, государство, хотя формально и не отвечает по долгам частного сектора, не может абстрагироваться от его проблем.

#### **Список литературы:**

1. IMF Glossary of Selected Financial Terms // <http://www.imf.org/external/np/exr/glossary/showTerm.asp#94>
2. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник / Под ред. Л.Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика. 2005
3. Архипов А.И. Экономический словарь. М.: Проспект. 2010
4. IMF World Economic Outlook Database // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>
5. Егикян С., Мазунин А. Ипотека попала под опеку // Коммерсантъ, №160/П (3977), 8 сентября 2008. <http://kommersant.ru/doc/1022990>
6. Хроника мирового финансового кризиса. <http://www.kommersant.ru/doc/1754541>

7. Lewis M. Boomerang: Travels in the New Third World. N.Y.: W. W. Norton & Company. 2012

8. Джоджуа Т. Маленький, но гордый бюджет // Коммерсантъ, №215/П (4515), 22 ноябрь 2010. <http://kommersant.ru/doc/1544075>

9. The Euro Crisis Odyssey, Four Years and 19 Summit Meetings Later // *Bloomberg*, 10 September 2012. <http://www.bloomberg.com/slideshow/2012-09-10/the-euro-crisis-odyssey-four-years-and-19-summit-meetings-later.html>

10. In graphics: Eurozone crisis // *BBC News*, 25 April 2013. <http://www.bbc.co.uk/news/business-13366011>

11. Deutsche Bank Markets in 2011 — Foresight with Insight. [https://www.db.com/medien/en/downloads/Markets\\_in\\_2011\\_2\\_Economics.pdf?dbquery=null%3Aresearch+ireland](https://www.db.com/medien/en/downloads/Markets_in_2011_2_Economics.pdf?dbquery=null%3Aresearch+ireland)

12. Черношвитов А. Экономический кризис в Испании и Португалии: причины и следствия // ИТАР-ТАСС, 25 мая 2012. <http://www.itar-tass.com/c188/430348.html>

### The tribune of a young scientist

**Ksenia B. Baranchikova**, Master degree student (MF2-5 group) of Department of Global finance, International economic relations faculty, The Finance University under the Government of the Russian Federation, Moscow, E-mail: k.baranchikova@yandex.ru

### CORPORATE DEBT AS A RISK FOR THE STATE

**Abstract.** The article is devoted to the problem of excessive debt in developed countries. The author analyzed debt problems of such countries as the USA, Iceland, Ireland and Spain during the crisis of 2008. Particular attention is drawn to the fact that currently, many corporations have become so backbone that their bankruptcy leads to the collapse of the economy of the whole country. It is identified and justified the correlation between corporate debt of “too big to fail” corporations and the sovereign debt. It is shown that the state due to various factors cannot be abstracted from the problems of the private sector. Based on the conducted research the author concludes that excessive corporate debt can suddenly lead the country almost to default.

**Keywords:** Sovereign debt, developed countries, gross debt, too big to fail, crisis, USA, Iceland, Ireland, Spain

#### References:

IMF World Economic Outlook Database // <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>

Ed. L.N. Krasavinoj. -M: la finanza e statistiche. 2005

Arkhipov, dizionario A. di economia. Pm: Avenue. 2010

IMF Glossary of Selected Financial Terms // <http://www.imf.org/external/np/exr/glossary/showTerm.asp#94>

IL Egikyan., Mazunin a. ipoteka è venuto sotto la tutela di // *Kommersant*, n. 160/p (3977), 8 settembre 2008. <http://Kommersant.ru/doc/1022990>

Cronaca della crisi finanziaria globale. <http://www.Kommersant.ru/doc/1754541>

Lewis M. Boomerang: Travels in the New Third World. N.Y.: W. W. Norton & Company. 2012

Joua t. piccolo ma fiero bilancio // Kommersant, n. 215/p (4515), 22 novembre 2010. <http://Kommersant.ru/doc/1544075>

The Euro Crisis Odyssey, Four Years and 19 Summit Meetings Later // Bloomberg, 10 September 2012. <http://www.bloomberg.com/slideshow/2012-09-10/the-euro-crisis-odyssey-four-years-and-19-summit-meetings-later.html>

In graphics: Euro zone crisis // BBC News, 25 April 2013. <http://www.bbc.co.uk/news/business-13366011>

Deutsche Bank Markets in 2011 — Foresight with Insight. [https://www.db.com/medien/en/downloads/Markets\\_in\\_2011\\_2\\_Economics.pdf?dbiquery=null%3Aresearch+ireland](https://www.db.com/medien/en/downloads/Markets_in_2011_2_Economics.pdf?dbiquery=null%3Aresearch+ireland)

Chernosvitov a. crisi economica in Spagna e Portogallo: causa ed effetto // ITAR-TASS, 25 maggio 2012. <http://www.ITAR-TASS.com/c188/430348.html>