

Анализ нефинансового частного сектора Франции на основе гипотезы финансовой нестабильности

Розмаинский Иван Вадимович

Национальный исследовательский университет Высшая школа экономики, Санкт-Петербург, Россия
e-mail: irozmain@yandex.ru

Миндубаева Ксения Ильфатовна

Независимый исследователь

Яковлева Екатерина Константиновна

Независимый исследователь

Цитирование: Розмаинский И.В., Миндубаева К.И., Яковлева Е.К. (2022). Анализ нефинансового частного сектора Франции на основе гипотезы финансовой нестабильности. *Terra Economicus* 20(1): 6–26. DOI: 10.18522/2073-6606-2022-20-1-6-26

В статье анализируется динамика финансовой хрупкости частных нефинансовых фирм Франции при помощи гипотезы финансовой нестабильности, разработанной Хайманом Филипом Мински. Эта гипотеза содержит аналитический инструментарий, позволяющий исследовать связи между ходом делового цикла и динамикой структуры финансовых потоков частных фирм. Выборка сформирована на основе данных, представленных на платформе Thomson Reuters, и включает 208 предприятий частного сектора Франции. Исследование охватывает период с 1998 по 2018 годы. Соответствующие показатели рассматриваются обособленно для трех категорий компаний в зависимости от размера их выручки – для малого, среднего и крупного бизнеса – и для десяти категорий компаний в зависимости от их отраслевой принадлежности. Используются три критерия классификации рассматриваемых компаний (хеджевые фирмы, фирмы со спекулятивным финансированием и Понци-фирмы). Проведенный эмпирический анализ показал, что перед наступлением Великой рецессии в экономике Франции доля Понци-фирм росла, а в её разгар достигала максимума. Это позволяет рассматривать накопление финансовой хрупкости как один из факторов наступления Великой рецессии во Франции, что согласуется с гипотезой финансовой нестабильности. Далее продемонстрировано, что гораздо более финансово хрупкими являются малые фирмы в сравнении со средним и крупным бизнесом, а самым финансово хрупким сектором экономики Франции оказался сектор недвижимости.

Ключевые слова: гипотеза финансовой нестабильности; Мински; финансовая хрупкость; Великая рецессия; Европейский долговой кризис; политика строгой экономии; Франция

An analysis of the French non-financial private sector based on the Financial Instability Hypothesis

Ivan Rozmainsky

National Research University Higher School of Economics, St. Petersburg, Russia, e-mail: irozmain@yandex.ru

Kseniya Mindubaeva

Independent Researcher

Ekaterina Yakovleva

Independent Researcher

Citation: Rozmainsky I., Mindubaeva K., Yakovleva E. (2022). An analysis of the French non-financial private sector based on the Financial Instability Hypothesis. *Terra Economicus* 20(1): 6–26. DOI: 10.18522/2073-6606-2022-20-1-6-26

The article analyzes the dynamics of the financial fragility of French private non-financial firms using the Financial Instability Hypothesis developed by Hyman Philip Minsky. This hypothesis contains analytical tools to explore the relationship between the course of the business cycle and the dynamics of the structure of private firms' financial flows. Our sample includes 208 private sector enterprises in France. The study covers time period from 1998 to 2018. The source of data is the Thomson Reuters platform. Related indicators are considered separately for three categories of companies depending on the size of their revenue – small, medium and large businesses – and for ten categories of companies depending on their industry affiliation. Three criteria are used to classify the companies into hedge firms, firms with speculative financing and Ponzi firms. Our empirical analysis showed that before the onset of the Great Recession in the French economy, the share of Ponzi firms grew, and reached its maximum at the peak of economic hardship. In line with the Financial Instability Hypothesis, the research findings confirm that the accumulation of financial fragility is associated with the onset of the Great Recession in France. It is further shown that small firms are much more financially fragile compared to medium and large businesses, and the real estate sector turned out to be the most financially fragile sector of the French economy.

Keywords: Financial Instability Hypothesis; Minsky; financial fragility; Great Recession; European debt crisis; austerity policy; France

JEL codes: E12, E32, E44, E52

Введение

Начало XXI века ознаменовалось крупномасштабным мировым кризисом – Великой рецессией. До сих пор многие из стран, возможно, полностью не оправились от полученного ущерба. События, связанные с этим кризисом, усилили интерес к теориям деловых циклов и финансовой нестабильности как среди теоретиков-экономистов, так и среди финансистов-практиков и лиц, ответственных за проведение экономической политики.

Одной из таких теорий, разработанных задолго до Великой рецессии, но привлёкших повышенное внимание в её разгар и по её окончании, оказалась концепция американского эконо-

миста Хаймана Мински (1919–1996). Она называется *гипотеза финансовой нестабильности* (далее ГФН) и также известна как *гипотеза финансовой хрупкости*. Согласно данной теории, в ходе повышательной фазы делового цикла частные фирмы набирают слишком много долгов, и их неспособность погасить эти долги тесно связана с наступлением рецессии, будучи как причиной, так и следствием кризиса. Иными словами, циклические кризисы связаны с *накоплением финансовой хрупкости* частных фирм, т.е. с увеличением долговых обязательств, подлежащих быстрому погашению, относительно текущих притоков наличности.

Эмпирический анализ в рамках ГФН предполагает исследование связи между изменением ВВП и динамикой структуры финансовых потоков частных компаний. Такие исследования осуществлялись в последние годы применительно к странам, сильно пострадавшим от Великой рецессии, а также Европейского долгового кризиса – например, к Греции, Португалии, Италии, Испании.

В этой статье мы хотим проанализировать динамику структуры финансовых потоков частного сектора страны, которая смогла избежать резкого и длительного падения ВВП во время и после Великой рецессии. Речь идёт о Франции, занимающей одно из ведущих мест в мире по объёму промышленного производства и второе место в еврозоне по объёму экономики. Последствия Великой рецессии для Франции были не столь остры, как, скажем, для Греции или Португалии, и лица, ответственные за проведение экономической политики в этой стране, как будто в значительной степени справились со стоявшими перед ними задачами.

Эмпирический анализ на основе ГФН пока ещё не применялся к Франции, но такое исследование имеет практическую значимость – особенно с учётом того, что оно охватывает различные секторы экономики этой страны и компании различных размеров. Это позволит выявить уязвимые сегменты во французской экономике, что особенно важно сейчас, в связи с пандемией коронавируса, которая может нанести крупный ущерб именно таким сегментам. Кроме того, интересно проследить, проявились ли закономерности, на которые указывает ГФН, во Франции до, во время и после Великой рецессии. Наша основная исследовательская гипотеза состоит в том, что перед наступлением Великой рецессии французские фирмы становились всё более финансово хрупкими, и эта финансовая хрупкость достигла максимума в разгар этой рецессии.

Гипотеза финансовой нестабильности: основные теоретические аспекты

Ключевая идея гипотезы финансовой нестабильности – *стабильность дестабилизирует*. Её автор предполагал, что нестабильность капиталистической системы, широко практикующей долговое финансирование инвестиций в основной капитал – естественный процесс (Minsky, 1986; 1992; Розмайнский, 2009).

Логика рассуждений – следующая. Ход цикла определяется в значительной мере тем, как фирмы финансируют свои инвестиции. Оглядываясь на негативное кризисное прошлое, в начале циклической фазы оживления фирмы не набирают много долгов. Но по мере развёртывания этой фазы управленцы компаний – а также кредиторы из коммерческих банков – постепенно теряют бдительность. Чем дольше длится экспансия, тем больше становится объём задолженности, и тем больше – доля инвестиций, финансируемых в долг. Это увеличивает дополнительные финансовые возможности фирм, но, в то же время, может привести к тому, что они не смогут расплатиться по долгам.

Один из самых опасных аспектов, который может усугубить начавшийся финансовый кризис, – повсеместная продажа активов в целях погашения долгов. Когда набирается достаточное количество фирм, продающих активы, общий уровень цен на них падает, а это ведет за собой еще большую продажу активов, и кризис углубляется (Minsky, 1986; 1992; Розмайнский, 2009).

В целом можно сказать, что в рамках гипотезы финансовой нестабильности исследуется, как увеличение доли внешнего финансирования компании и рост объёма долга взаимосвязаны с макроэкономическим состоянием хозяйства; при этом большую важность приобретает состояние и динамика финансового положения отдельно взятых компаний. Как уже было отмечено, ГФН – концепция, которая связывает воедино исследование динамики ВВП (а конкретнее, хода делового цикла) и анализ изменения структуры финансовых потоков частных фирм.

Согласно этой концепции, можно выделить три режима финансирования и, соответственно, три класса заёмщиков. Первый класс – *обеспеченное* (также известное как *хеджевое*) *финансирование*, при котором уровень текущих денежных поступлений достаточен для того, чтобы погашать долг и выплачивать проценты по обязательствам. Компанию, вовлечённую в хеджевое финансирование, можно считать финансово устойчивой. Обеспеченное финансирование обычно доминирует в начале повышательной стадии экономического цикла, при которой еще свежи воспоминания о кризисном периоде. Однако с течением времени все больше формируются оптимистические ожидания агентов, и некоторые из них переходят к использованию новых, более рискованных финансовых инструментов. Это и становится первым шагом к *накоплению финансовой хрупкости* отдельных компаний, секторов или экономики в целом.

Второй режим финансирования – *спекулятивное финансирование* – существует при наличии способности заемщика выплачивать проценты за счет своего денежного потока, но при отсутствии возможности погашения основной суммы задолженности. Происходит выплата старых долгов путём эмиссии новых долгов, и компании становятся более *финансово хрупкими*. Фирмы, практикующие спекулятивное финансирование, предполагают, что процентные ставки остаются в приемлемом для них диапазоне. Однако чрезмерный рост ставок может привести к переходу в третий режим финансирования – Понци, названный «в честь» бостонского банкира, организовавшего чуть более ста лет назад финансовые пирамиды.

Понци финансирование – режим, при котором краткосрочных денежных потоков не хватает не только для погашения основной суммы долга, но и процентов по нему. В такой ситуации выплата старых долгов – так же, как и при спекулятивном финансировании – происходит за счёт эмиссии новых долгов, но при этом общий объём задолженности заёмщика увеличивается. Возможно, что, раньше или позже, такая *Понци-фирма* не сможет получить кредит для погашения старых долгов. Продажа активов в такой ситуации, как отмечалось выше, может усугубить кризис.

Механизм спекулятивного финансирования может трансформироваться в Понци не только в случае увеличения процентных платежей, но и при повышении других выплат, или при падении финансовых поступлений. *Чем больше доля компаний, вовлечённых в спекулятивное и Понци-финансирование, относительно компаний, вовлечённых в обеспеченное финансирование, тем больше финансовая хрупкость экономики*. Превышение количества фирм с Понци и спекулятивными режимами финансирования над числом компаний с обеспеченным финансированием – показатель того, что степень финансовой хрупкости экономики повысилась до уровня, при котором велика опасность развёртывания цепочки банкротств фирм и наступления кризиса, подобного Великой депрессии (Minsky, 1986; Whalen, 2008; Розмаинский, 2009).

И здесь важна роль государства. С одной стороны, государство может снизить степень хрупкости частных фирм, увеличивая их финансовые поступления через стимулирующую макроэкономическую политику. Отказ от такой политики может спровоцировать повторение Великой депрессии. С другой стороны, подобная поддержка со стороны государства может привести к тому, что частный сектор продолжит увеличивать объём заёмных средств, не имея почти никаких ограничений. Такой феномен, состоящий в том, что помощь государства усыпляет бдительность заемщиков и провоцирует их на «безрассудное» поведение в будущем, был назван *парадоксом Мински* (Розмаинский, 2009).

В то же время, если в кризисный период правительство проводит политику строгой экономии, резко сокращая расходы государства и иным образом «оздоравливая государственные финансы», то это может усугубить кризис. Наиболее красноречивым примером является опыт Греции в 2010-е годы, «увенчавшийся» дефолтом (Argitis and Nikolaidi, 2014; Бешенов, Розмаинский, 2015). Впрочем, такая политика вряд ли привела к хорошим результатам и в других странах Европы, например, в Португалии (Новикова, Розмаинский, 2020), Италии (Rozmainsky and Rodionova, 2021), Нидерландах (Rozmainsky et al., 2021). Не случайно, что автор ГФН – Хайман Мински – для более «фундаментального» «лечения» финансовой нестабильности рекомендовал проводить институциональные реформы, направленные на ограничение краткосрочного кредитования долгосрочных инвестиционных проектов и обеспечение меньшей капиталоемкости экономики.

Основные эмпирические приложения гипотезы финансовой нестабильности

В своих работах Мински в полной мере не осветил вопрос о том, по каким критериям классифицировать фирмы на три класса заёмщиков – хеджевые, спекулятивные и Понци. Ответ на этот вопрос является очень важным для любого учёного, пытающегося объяснить деловой цикл накоплением финансовой хрупкости в частном секторе экономики.

После Великой рецессии – когда гипотеза финансовой нестабильности стала привлекать к себе гораздо большее внимание, чем прежде, – появилось несколько работ, предлагающих специфические методы классификации фирм на три режима финансирования, описанных Мински. Одна из первых таких работ – на данных 8707 североамериканских фирм с 2002 по 2009 годы – представляла собой исследование динамики финансовой хрупкости (Mulligan, 2013; Mulligan et al., 2014). В ней исследователи применили классификацию, основанную на вычислении значения коэффициента покрытия процентов. Для определения этого показателя в работе использовались значения чистого дохода и расходов на выплату процентов по кредиту. Предложенный авторами критерий оказался одним из самых популярных среди экономистов, занимающихся эмпирическими приложениями ГФН. А в упоминаемой работе делается вывод о том, что в течение периода перед началом кризиса наблюдался рост Понци-фирм (Mulligan et al., 2014; см. также Mulligan, 2013).

Немного позже подобный метод определения типов финансирования с некоторыми корректировками был использован при анализе долгового кризиса в Греции на данных 36 греческих компаний с 2001 по 2014 годы (Бешенов, Розмайнский, 2015). Изменение в методологии исследования заключалось в том, что вместо значения чистого дохода, использующегося в описанной выше работе, авторы данной публикации применили значения прибыли компании до уплаты налогов и процентов (соответственно, уменьшилось пороговое значение коэффициента, разграничивающего фирмы с хеджевым финансированием и фирмы со спекулятивным финансированием). Результаты исследования полностью согласовываются с другим работами и самой ГФН: почти весь период с начала XXI века и до наступления дефолта в греческом частном секторе росла доля Понци-фирм.

В статье, посвященной финансовой нестабильности среди электроэнергетических компаний Бразилии в 2007–2015 гг. (Torres Filho et al., 2019), её авторы использовали другой метод классификации режимов финансирования, основанный на введенном ими индексе финансовой хрупкости, представляющим собой отношение суммы процентных выплат и краткосрочных долгов к прибыли до уплаты налогов, процентов и амортизации. Фирма, прибыль которой достаточно для выплат и процентных платежей и части основного долга, относится к хеджевому типу; те фирмы, прибыль которых превышает сумму необходимых процентных платежей, но недостаточна для выплат по основному долгу – к спекулятивному, а фирмы, прибыль которых либо является отрицательным числом, либо недостаточна даже для выплаты процентных платежей – к Понци-режиму. В результате данный метод может необоснованно завысить долю фирм с обеспеченным финансированием. На наш взгляд, это объясняется тем, что в знаменателе при расчете индекса используется показатель прибыли до уплаты налогов, процентов и вычета амортизации (EBITDA), который превосходит в своём значении такие финансовые показатели, как прибыль до уплаты налогов и процентов (EBIT) или чистую прибыль, использованные в методологиях, рассмотренных нами ранее. Таким образом, величина финансовых поступлений фирм завышается. А в работе (Torres Filho et al., 2019) был отмечен рост доли фирм с Понци-режимом в период 2008–2013 годов, что совпадает с этапом восстановления экономики после Великой рецессии и последующего бурного оживления. В рамках ГФН это объясняется растущими оптимистическими настроениями кредиторов и заёмщиков.

Отчасти похожая методология была использована в исследовании, затронувшем самый большой временной период – в сравнении со всеми остальными работами, представляющими собой эмпирические приложения ГФН. Речь идёт о работе (Davis et al., 2019), охватившей отрезок времени с 1970 по 2014 годы; а сам эмпирический анализ был проведён на данных частного нефинансового сектора США. В этой работе разграничивались *короткие циклы*, при которых тип финансирования фирм может несколько раз переходить от устойчивого к хрупкому и об-

ратно, и *длинные волны*, характеризующиеся накоплением финансовой хрупкости в целом на уровне сектора фирм. Указанные длинные волны явились следствием изменения *финансовых норм*, связанных, возможно, с дерегулированием и иными институциональными изменениями. Результат этого эмпирического исследования оказался следующим: ближе к концу рассматриваемого периода доля компаний (особенно небольших), характеризующихся Понци-режимом, увеличилась, но связи с циклами авторы работы почти не обнаружили, придя к выводу, что накопление финансовой хрупкости носит характер длинных волн. К Понци-компаниями были отнесены экономические единицы, у которых сумма операционной и неоперационной прибыли, а также прочих финансовых поступлений меньше выплат процентов по долгам. Этот метод выглядит предпочтительнее, чем метод Торреса Фильо и соавторов (о его недостатках было сказано выше).

Ещё один значимый метод классификации фирм по используемым типам финансирования был предложен Хироши Ниши (Nishi, 2019) при анализе частного нефинансового сектора Японии, также за весьма внушительный период времени, с 1975 по 2015 годы. В данном исследовании классификация фирм по типу финансирования производилась на основе отношения между операционной прибылью фирмы и её расходами на инвестиции, выплату процентов и дивидендов. Исследование автора показало, что Понци-финансирование чаще преобладало среди нефинансовых частных японских фирм в периоды рецессий и спадов, а обеспеченное финансирование – во время экономической экспансии.

В исследовании, посвященном группе крупных латиноамериканских экономик (Колумбия, Перу, Бразилия, Чили, Аргентина, Мексика) за период с 2009 по 2016 годы, анализировались различия в поведении между фирмами, являющимися эмитентами облигаций, и остальными фирмами (Caldentey et al., 2019). Всего была исследована 2241 компания, в качестве методов классификации фирм на режимы финансирования использовались критерии, предложенные Маллиганом и Торресом Фильо с соавторами. Доля Понци-фирм среди эмитентов облигаций оказалась выше, чем среди остальных компаний. Накоплению финансовой хрупкости в одной из этих стран – Чили – была посвящена ещё более поздняя работа (Budnevich Portales et al., 2021): на основе тех же только что упомянутых двух методов классификации фирм на режимы финансирования в этой работе было показано, что с 2011 по 2019 годы в чилийском частном секторе накапливалась финансовая хрупкость. Похожий результат, но на основе пяти рассмотренных выше критериев классификации фирм – Маллигана, Бешенова и Розмаинского, Торреса Фильо с соавторами, Дэвис с соавторами и Ниши – был получен на данных частного сектора Южной Кореи в работе (Розмаинский, Селицкий, 2021): за период с 2005 по 2019 годы доля Понци-фирм достигла максимума в 2008–2009 годах, а затем, после падения, вновь стала возрастать в течение последних трёх-четырёх лет рассматриваемого периода.

Среди самых недавних работ в сфере эмпирического приложения ГФН оказался ряд исследований, посвящённых проблемам с накоплением финансовой хрупкости в странах Европы, сильно пострадавших от Великой рецессии и Европейского долгового кризиса. Речь идёт о таких странах, как Португалия, Италия, Нидерланды и Испания. Исследования частного нефинансового сектора Португалии (Новикова, Розмаинский, 2020), и Нидерландов (Rozmainsky et al., 2021) охватили довольно большой период времени: от начала нулевых до 2017 года в первой из этих стран, и с середины нулевых до 2019 года во второй из них. Результаты, полученные с помощью большинства из рассмотренных выше методов, демонстрируют, что в обеих странах доля Понци-фирм увеличивалась непосредственно перед наступлением кризисов или в период их развёртывания, при этом наблюдалась связь между ростом доли таких фирм и проведением политики строгой экономии в начале десятилетий. При этом отказ от политики строгой экономии в Португалии привёл к тому, что, согласно некоторым методам классификации компаний на режимы финансирования, в конце рассматриваемого периода – в 2017 году – доля Понци-фирм достигла минимума, а доля хеджевых фирм – максимума за рассматриваемый период. В Нидерландах же, напротив, к 2019 году доля Понци-компаний оказалась максимальной, что свидетельствует о том, что пандемию коронавируса частный сектор страны тюльпанов встретил в финансово хрупком состоянии. Исследования, посвященные частным секторам Италии (Rozmainsky and Rodi-

опова, 2021) и Испании (Bryleva and Rozmainsky, 2022), охватывали более короткий временной интервал – период Европейского долгового кризиса и проведения политики строгой экономии. Согласно этим исследованиям, в десятые годы увеличивалась доля хеджевых фирм в обеих странах, но в Испании этот процесс был, по всей видимости, более успешным.

О некоторых релевантных характеристиках современной экономики Франции

В 2013 году власти Франции начали реализовывать проект под названием «Новая индустриальная Франция», цель которой – преобразовать экономическую модель промышленного сектора в цифровую (Невская, 2019). Из утвержденных проектов: электрический самолет; возобновляемая энергия; зарядная станция; транспортное средство с нулевым уровнем выбросов; электрическая машина и другие. На реализацию 34 конкретных планов реконструкции промышленности государство выделило из бюджета около 20 млрд евро. С 2016 года была озвучена стратегия развития и других секторов: технологии, культура, наука, пищевая промышленность, медицина и фармацевтика. А в октябре 2017 года Правительство взяло на себя обязательство реализовать Большой инвестиционный план 2018–2022 (Le Grand plan d'investissement 2018–2022, GPI) с бюджетом в 57 млрд евро для реализации структурных реформ и содействия достижению таких целей, как повышение конкурентоспособности страны через инновации, цифровизацию государственного управления и т.д. (Невская, 2019).

Всё это могло поддержать финансовые поступления многих причастных к этим проектам французских компаний и снижать их финансовую хрупкость. Давнишние традиции активного государственного вмешательства в экономику Франции на макроуровне вкупе с только что описанными методами могли способствовать тому, что в ходе кризисов финансовые поступления многих частных фирм не падали так сильно, как у аналогичных экономических единиц в странах типа Греции или Португалии. В то же время, это могло стимулировать тенденции, отражённые в вышеупомянутом парадоксе Мински – когда ожидание финансовой поддержки государства провоцирует заёмщиков вовлекаться в ещё более рискованные схемы финансирования. Ещё одно возможное следствие такого государственного вмешательства – наращивание госдолга.

На рис. 1 представлена динамика доли отношения госдолга к ВВП во Франции и Греции, а также в Европе в целом. В 2010 году по абсолютному значению государственного долга Франция вошла в тройку крупнейших стран-должников (16%) после Германии (21%) и Италии (18%). Отношение госдолга к ВВП растёт с каждым годом, и на 2017 год размер государственного долга чуть превысил объем ВВП. Для сравнения: у Греции этот показатель сильно превышает ВВП и составляет 188%. С приходом к власти президента Эмманюэля Макрона стал сокращаться дефицит государственного бюджета, хотя значение государственного долга остается на высоком уровне, как мы видим на графике.

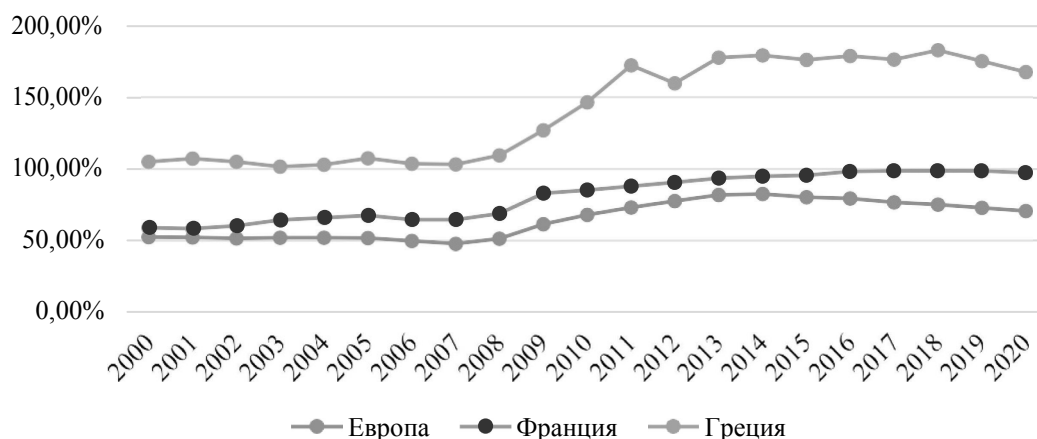


Рис. 1. Государственный долг Франции, Греции и Европы, % к ВВП

Источник: составлено авторами на основе данных Eurostatistics (<https://www.euro-area-statistics.org/>)

Здесь стоит указать на последствия Великой рецессии. Как мы видим на рис. 1, отношение госдолга к ВВП резко возросло в 2009 году. А в 2012 году экономика Франции претерпевала квазистагнацию, темпы роста ВВП были очень низкими, как мы видим на рис. 2. В период после Европейского долгового кризиса рост ВВП во Франции происходит медленнее, чем в остальной Европе; хотя после Великой рецессии падение ВВП было меньше относительно других европейских стран. Всё это можно объяснить последствиями государственной поддержки терпящих финансовые бедствия частных компаний и отказа от радикальных форм политики строгой экономии. Таким образом, из нашего эмпирического анализа следует ожидать, что изменения в структуре режимов финансирования компаний по мере смены фаз делового цикла не будут столь резкими, как в некоторых странах Южной Европы. В частности, рост доли Понци-фирм в разгар Великой рецессии и Европейского долгового кризиса не должен быть столь значительным, как, например, в Греции или Португалии. Активная стимулирующая фискальная политика французских властей (вместе с прочими мерами) способствовала смягчению кризисов: из рис. 2 видно, что колебания ВВП во Франции меньше, чем в остальной Европе. Кроме того, политика строгой экономии носила гораздо более мягкий характер, чем в Нидерландах или странах Южной Европы, во многом в связи с победой на выборах весной 2012 года социалиста Франсуа Олланда. Так, согласно расчётам, налоговые реформы, запланированные на 2013 год, должны были привести к увеличению налогов для наиболее состоятельных 4,1 млн французов и сократить их для 8,5 млн остальных граждан страны. Однако платой за всё это могло явиться выживание некоторых неэффективных частных компаний и замедление темпов роста¹, а также вышеупомянутое сохранение на высоком уровне отношения госдолга к ВВП.

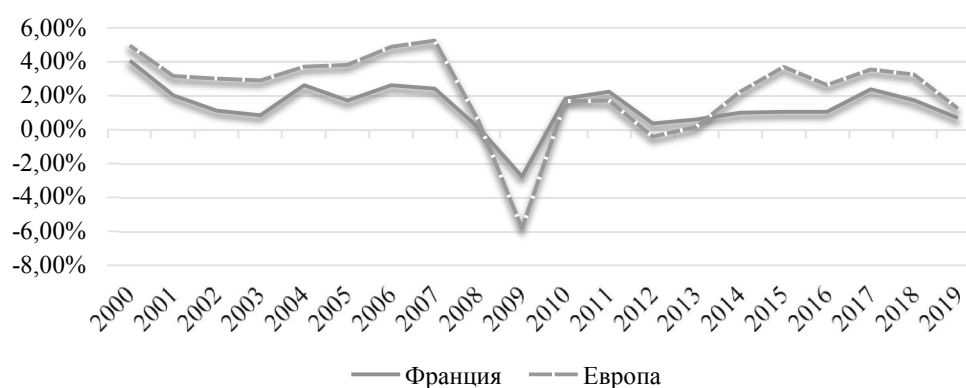


Рис. 2. Темпы прироста ВВП Франции и Европы с 2000 по 2019 гг., %

Источник: составлено авторами на основе данных Eurostatistics (<https://www.euro-area-statistics.org/>)

Характеристики используемых данных

Для эмпирического исследования экономики Франции были собраны финансовые показатели публично котируемых частных компаний. В качестве основного источника была использована платформа Thomson Reuters. Исследуемая нами выборка состоит из 208 французских компаний реального сектора в период с 1998 года по 2018 годы. Выбор данного промежутка времени обусловлен основными целями нашей работы, а именно, стремлением проанализировать связь макроэкономических изменений и динамики финансовых потоков французских фирм до и после Великой рецессии, а также во время Европейского долгового кризиса и политики строгой экономии. Выборка из 208 компаний получена на основе нескольких факторов. Во-первых, из имеющихся фирм были исключены те, которые относятся к финансовому сектору и рынку страхования, так как ГФН была разработана в первую очередь для объяснения деятельности предприятий реального сектора. Во-вторых, в выборку были включены только те компании, в финансовой отчетности которых пропущено минимальное количество значений. Для того, чтобы восполнить пробелы в данных, были ис-

¹ Правительство Франции предложило бюджет жёсткой экономии. *Ведомости* 28 сентября 2012. https://www.vedomosti.ru/finance/news/2012/09/28/pravitelstvo_francii_predlozhilo_byudzheth_zhestkoj_ekonomii

пользованы годовые отчетности компаний. Однако некоторые переменные в нашем исследовании так и остались с пропущенными значениями, поэтому в дальнейшем сравнительный анализ будет проводиться в процентном отношении от общего числа доступных показателей.

Следует отметить, что мы проанализировали структуру режимов финансирования не только в целом, но и по секторам. Изначально каждая компания относилась к определённой отраслевой группе, присвоенной ей на платформе Thomson Reuters. Однако подобная классификация не позволила бы провести сравнительный анализ полученных данных, поэтому изначально 44 категории были объединены в более общие (см. Приложение 1). Объединив более мелкие сектора в крупные, мы получили 10 отраслей, наиболее важных для анализа экономики Франции: первичные материалы; потребительские товары и услуги первой необходимости; предметы роскоши и индустрия развлечений; энергетика; здравоохранение; транспортные услуги и товары производственного назначения; недвижимость; технологии; телекоммуникации; коммунальные услуги. Распределение по секторам оказалось неравномерным, вследствие случайной генерации выборки и разных барьеров входа на тот или иной рынок. Таблица отображает общее количество фирм в каждом секторе французской экономики.

Таблица

Общее количество компаний в каждом секторе выборки

Сектор	Количество компаний
Первичные материалы (Basic Materials)	14
Предметы роскоши и индустрия развлечений (Cyclical Consumer Goods & Services)	63
Энергетика (Energy)	5
Здравоохранение (Healthcare)	9
Транспортные услуги и товары производственного назначения (Industrials)	45
Потребительские товары и услуги первой необходимости (Non-Cyclical Consumer Goods & Services)	22
Недвижимость (Real Estate)	13
Технологии (Technology)	29
Электроснабжение, водоснабжение и др., и рынок телекоммуникаций (Telecommunications Services)	3
Коммунальные услуги (Utilities)	5
Всего	208

Источник: составлено авторами.

В сектор первичных материалов входят следующие подсектора: химическая промышленность, минеральные ресурсы, древесина и бумажная промышленность. Данный сектор экономики относят к быстроразвивающимся, необходимость в первичных материалах повышается с каждым годом. Однако, к сожалению, природные запасы по всему миру, в том числе во Франции, истощаются. Кроме того, Франция не относится к тем странам, которые имеют богатые природные запасы. Что касается химической промышленности, то тут Франция занимает одну из лидирующих позиций на мировом рынке, является экспортером, и данная отрасль занимает второе место по объему экспорта среди всех секторов в стране.

Следующая отрасль нашего исследования – потребительские товары и услуги первой необходимости. Так как данная сфера мало зависит от цикличности экономики и всегда будет акту-

альна для потенциального потребителя, то ожидается, что влияние кризисов на нее будет минимальным. Сюда входят пищевая промышленность, табачная отрасль, напитки, а также личные и бытовые товары и услуги.

Еще один сектор, представленный в исследовании – предметы роскоши и индустрия развлечений. К данному рынку относятся: автомобильная промышленность, рынок детских игрушек, гостиничный бизнес, ресторанный бизнес, ритейл, медиа, легкая промышленность, строительные материалы, текстиль и туризм. Считается, что данная отрасль, в отличие от товаров первой необходимости, сильно зависит от экономического цикла и изменений доходов потребителей.

Сфера здравоохранения состоит из нескольких подсекторов: биотехнология и научные исследования в области медицины, производство медицинского оборудования и фармацевтика. Предполагается, что данная отрасль пострадает от рецессий и депрессий в меньшей степени, чем многие другие отрасли, так как даже в условиях роста цен и падения уровня обеспеченности граждан клиент не откажется от приема врача или покупки жизненно необходимых препаратов и, как следствие этого, спрос упадет незначительно.

В периоды кризиса сильно колебался рынок недвижимости. Рецессия обычно сопровождается падением стоимости жилья и снижением арендных ставок. Во время кризиса 2008 года некоторые проекты по строительству жилья были заморожены, а домохозяйства не имели достаточно средств на его приобретение. Однако в связи с быстрой стабилизацией экономики произошел стремительный рост цен уже после 2009 года. На данный момент цены на недвижимость во Франции выше, чем во многих странах Европы, а получить ипотечный кредит весьма сложно.

Транспортные услуги и товары производственного назначения – следующая отрасль, представленная в нашем исследовании. К этой сфере мы отнесли аэрокосмическую и оборонную промышленность, логистические услуги, пассажирские перевозки, тяжелую промышленность и др.

В сектор энергетики, представленный французскими компаниями в нашем исследовании, входят добыча природного газа, углеводорода, нефти, производство оборудования для добычи и переработки сырья. Важный факт для данной сферы – это то, что с 2005 года Франция прекратила добычу угля. В основном в стране потребляют нефть, газ и электричество. Во Франции находится 13 нефтеперерабатывающих заводов, что удовлетворяет спрос на энергию на 90%. Кроме того, Франция больше производит энергии, нежели потребляет. Французская нефтегазовая компания Total, представленная в выборке, являлась в конце 2010-х годов четвертой по объёму добычи в мире. Данный сектор в экономике обычно очень подвержен влиянию ценовой политики в период кризиса, поскольку сырьё очень сильно зависит от колебания валютных курсов на мировом рынке.

Ещё один сектор в нашем анализе – технологический. Он включает в себя производство и продажу электронной и бытовой техники, предоставление IT-услуг и программного обеспечения и др.

В нашем анализе присутствуют также сектор коммунальных услуг, к которому относятся электроснабжение, водоснабжение и др., и рынок телекоммуникаций. Однако оба сектора представлены в ограниченном «формате» из-за отсутствия данных по значительному количеству компаний.

В этом исследовании мы также классифицируем фирмы по размеру выручки. К малому бизнесу относятся предприятия, годовой объём выручки у которых не превышает 50 млн евро. Предприятия, находящиеся в сегменте среднего бизнеса, обеспечены выручкой от 50 млн евро до 1,5 млрд евро. Если же выручка компании ещё выше, то тогда фирму можно отнести к крупному бизнесу. Из представленной совокупности данных 44 фирмы относятся к малому бизнесу, 92 – к среднему бизнесу, и оставшиеся 72 компании принадлежат крупным гигантам в разных сферах экономики. Такое распределение объясняется тем, что данные по компаниям среднего и крупного звена более доступны. Можно отметить, что 58–60% французов в 2010–2015 годах работали на предприятиях малого и среднего бизнеса; это примерно на 12% меньше, чем в среднем в ЕС (Захарова, Лабудин, 2017: 67). Правительство Франции поддерживает такой бизнес, и инструменты государственной поддержки – гарантии по кредитам, предоставление специальных

условий для стартапов, выгодные налоговые режимы и льготы при ведении исследовательской деятельности, страхование компаний, вышедших на международную арену, стимулирование кредитования. Подобная правительственная поддержка малого бизнеса может уменьшать финансовую хрупкость таких предприятий и смягчать для них последствия кризисов.

Эмпирический анализ накопления финансовой хрупкости реального сектора Франции в рамках ГФН на основе методологии Маллигана

Как уже было отмечено, один из популярных методов, применяемых для классификации фирм в рамках использования ГФН, был предложен американским экономистом Маллиганом (Mulligan et al., 2014; Mulligan, 2013). Этот метод основывается на использовании индекса процентного покрытия [Interest Coverage Ratio]

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{\text{Net Income} + \text{Interest Expense}}{\text{Interest Expense}}$$

Здесь: *Net Income* – чистая прибыль, *Interest Expense* – выплаты процентов по долгу.

Маллиган предложил относить режим финансирования компании к Понци-финансированию, если она не способна выплатить проценты по долгам, в таком случае коэффициент покрытия процента строго меньше 0; если же показатель имеет значение от 0 включительно до 4 включительно, то это спекулятивное финансирование, и, наконец, если показатель больше 4, то имеет место хеджевое (т.е., обеспеченное) финансирование.

Хеджевое финансирование: Индекс процентного покрытия > 4

Спекулятивное финансирование: $4 \geq$ Индекс процентного покрытия > 0

Понци-финансирование: Индекс процентного покрытия < 0

Описанный метод выглядит очень удобным в применении; этим, возможно, объясняется его большая распространённость среди исследователей, занимающихся эмпирическими приложениями ГФН. Однако его очевидным недостатком является произвольность выбора числа 4 как основания для проведения различий между хеджевыми фирмами и фирмами, вовлечёнными в спекулятивное финансирование (Nishi, 2019: 589; Розмайнский, Селицкий, 2021: 422).

После того, как мы применили формулу к собранным данным, нам удалось получить следующие результаты. На рис. 3 представлено изменение распределения компаний по трем типам финансирования за рассматриваемый период в процентах. Согласно полученным результатам, в период с 2006 по 2008 годы наблюдается падение доли фирм с обеспеченным финансированием на 24% (с 57% до 33%), в то же время количество фирм со спекулятивным финансированием растёт, что характерно для фазы бума, а в 2008 достигает 48%. Постепенно начинает увеличиваться доля Понци-фирм, и с 2006 до 2009 года вырастает на 17%, достигая значения 23%. Это максимальное значение за рассматриваемый период. Для сравнения: по такому же критерию в Португалии доля Понци-фирм достигла максимума в 2012 году, составив 28% всех фирм из выборки; в Нидерландах доля Понци-фирм была равна 53% всех фирм из выборки в 2008 году, 47% в 2011 году и 56,5% в 2019 году. Это подтверждает ранее высказанные предположения о том, что во Франции в кризисные периоды накопление финансовой хрупкости происходило с меньшими темпами, чем в других европейских странах, из-за различных государственных программ, прямо или косвенно поддерживавших финансовые потоки французских фирм на «должном» уровне.

Перед изучением финансового положения каждого сектора в отдельности нам бы хотелось проранжировать малый, средний и крупный бизнес по трем типам финансирования и рассмотреть изменение значений в динамике по времени.

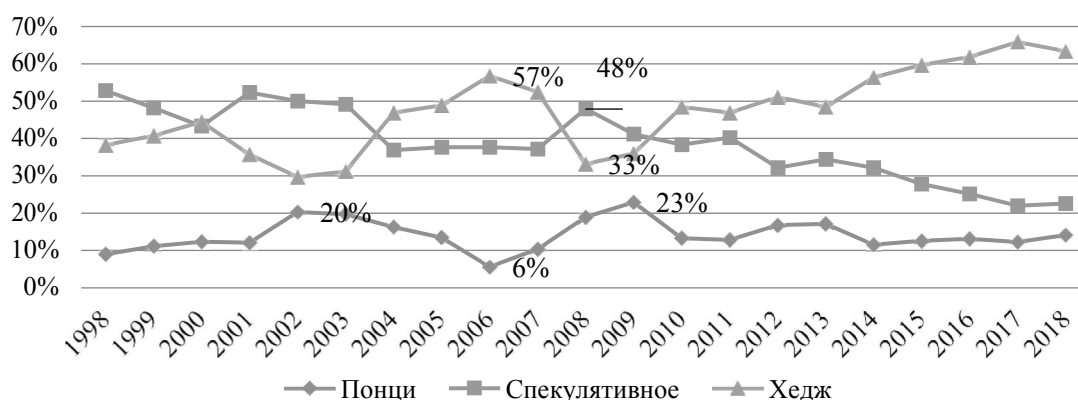


Рис. 3. Изменения долей режимов финансирования французских фирм согласно методу Маллигана
 Источник: расчёты авторов.

Как можно увидеть на рис. 4, наибольший процент фирм с Понци-финансированием малого бизнеса относится к 2009 и 2013 годам – 39% и 45% соответственно. По мере приближения к мировому кризису 2008 года уменьшалась доля хеджевых фирм (с 50% в 2016 году до 34% в 2008 и 2009 годах). Немного иная динамика изменения режимов финансирования у среднего бизнеса. В отличие от малого бизнеса, здесь представлено меньше Понци-фирм в 2013 году (всего 9%), а в предкризисный период, в 2006 году – 3%. Реакция на кризис 2008 года предприятий среднего размера была такой же, как и у представителей малого бизнеса – доля Понци-фирм резко возросла до 16%, а в 2009 году – до 22%. Одновременно с этим почти вдвое меньше стало фирм с хеджевым финансированием (61% в 2006 году и 33% в 2008 году). Наиболее крупные компании имеют наибольшую долю фирм со спекулятивным финансированием и наименьшую – Понци-фирм – всего 7%. Для крупного и среднего бизнеса характерно быстрое восстановление в посткризисный период, тогда как для малого бизнеса последствия кризиса – более серьёзные.

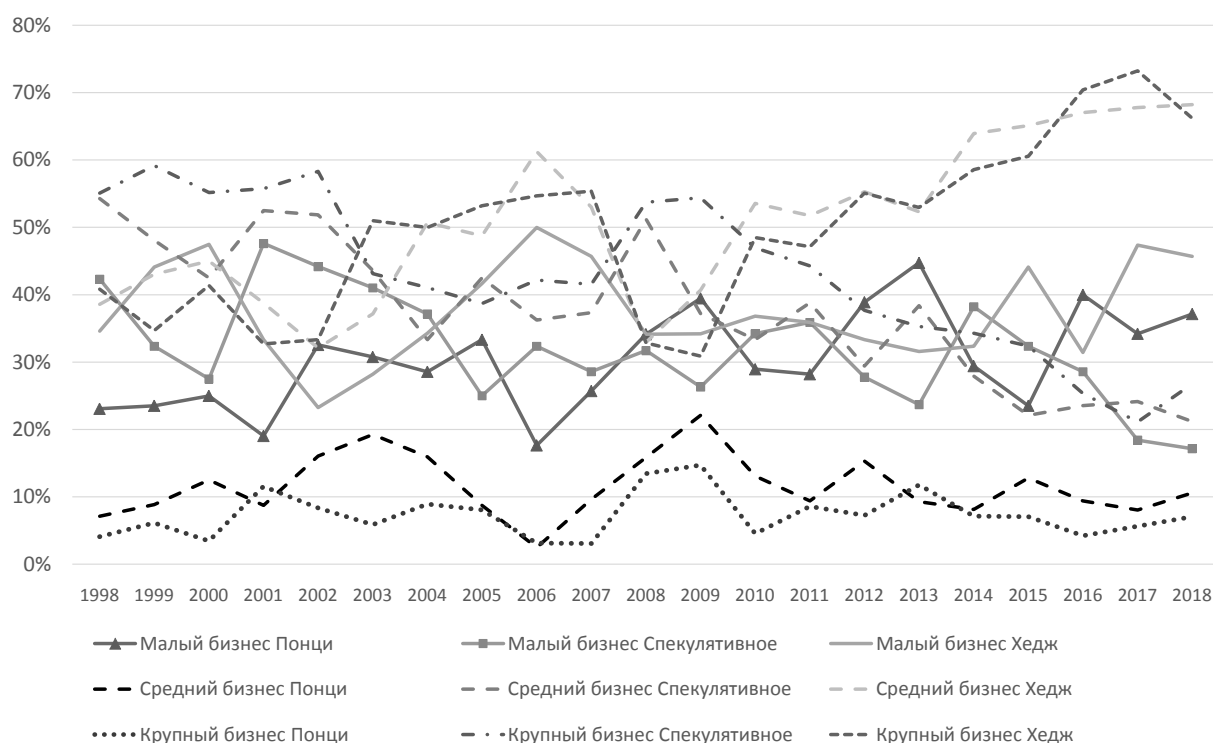


Рис. 4. Соотношение долей режимов финансирования французских фирм с разными размерами выручки согласно методу Маллигана
 Источник: расчёты авторов.

Далее рассмотрим различия в режимах финансирования по отраслям. На рис. 5 можно увидеть, что наибольшая доля хеджевых фирм – в секторе первичных материалов (60% от общего числа фирм данного сектора). Энергетическая отрасль занимает второе место по доли компаний с хеджевым финансированием. Почти не имеют фирм с Понци-финансированием отрасль коммунальных услуг и сектор производства предметов первой необходимости (доля таких фирм составляет всего 4% и 3% соответственно). Ещё одна важная характеристика – больше всего Понци-фирм представлено среди фирм, занимающихся технологиями (31%) и здравоохранением (25%).

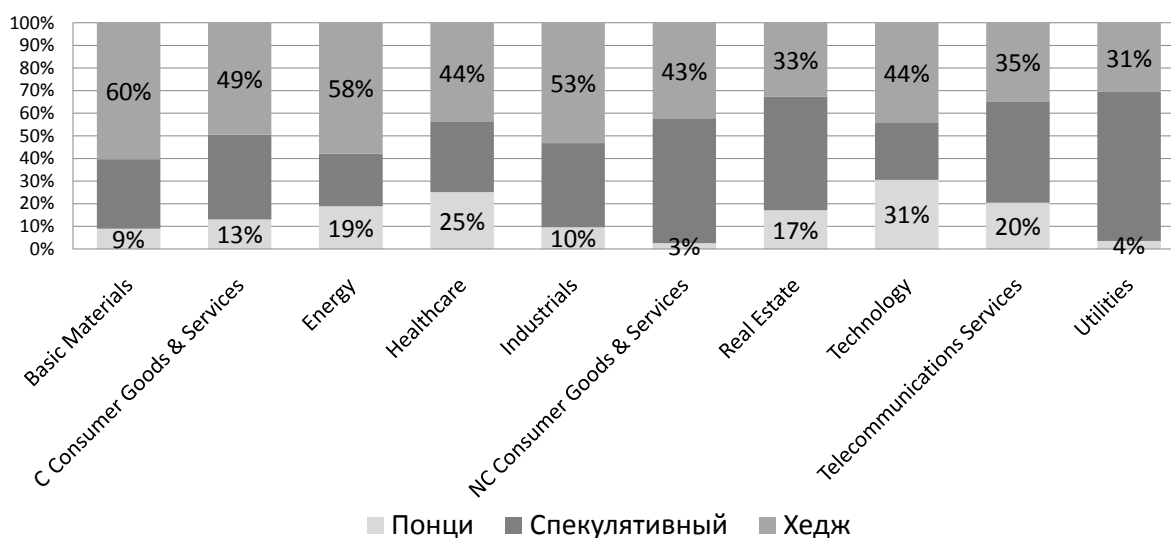


Рис. 5. Распределение режимов финансирования по отраслям Франции согласно методу Маллигана
 Источник: расчёты авторов.

Эмпирический анализ накопления финансовой хрупкости реального сектора Франции в рамках ГФН на основе методологии Дэвис и соавторов

Метод классификации финансирования компаний, используемый в статье Дэвис и ее соавторов (Davis et al., 2019), основан на учёте разности между притоками и оттоками денежных средств фирмы. Если компания не способна погасить основную сумму долга, но может выплатить проценты по нему, то её относят к спекулятивному типу финансирования, а если не может даже этого, то её относят к категории Понци.

Хеджевое финансирование: Источники денежных средств – процентные платежи – выплаты основной суммы долга > 0

Спекулятивное финансирование: Источники денежных средств – процентные платежи – выплаты основной суммы долга < 0

Источники денежных средств – процентные платежи > 0

Понци-финансирование: Источники денежных средств – процентные платежи < 0

Источники денежных средств включают в себя сумму операционной и неоперационной прибыли, а также прочих средств от текущей деятельности фирмы (в том числе от инвестиционной).

На рис. 6 представлено изменение распределения компаний по трем режимам финансирования за период с 1998 по 2018 годы в процентах. Данные указывают, что по мере приближения к кризису 2008–2009 года доля фирм с обеспеченным типом финансирования снизилась, а доля фирм, для которых характерно Понци-финансирование, в 2009 году, в разгар Великой рецессии, достигла максимума за весь рассматриваемый период – 27,08%. Для сравнения: на данных Португалии применение того же метода показало, что максимальные доли Понци-фирм достигли 40%, но позже – в

2011 и 2012 годах (Новикова, Розмаинский, 2020: 123). Снова можно говорить о том, что накопление финансовой хрупкости в частном секторе Франции в кризисные периоды не было столь резким, как в некоторых других странах Европы. Также можно наблюдать увеличение доли фирм со спекулятивным финансированием в 2011 и в 2013 годах (48,97% и 50,52%, соответственно). Однако роста доли Понци-фирм в период Европейского долгового кризиса почти не наблюдается.

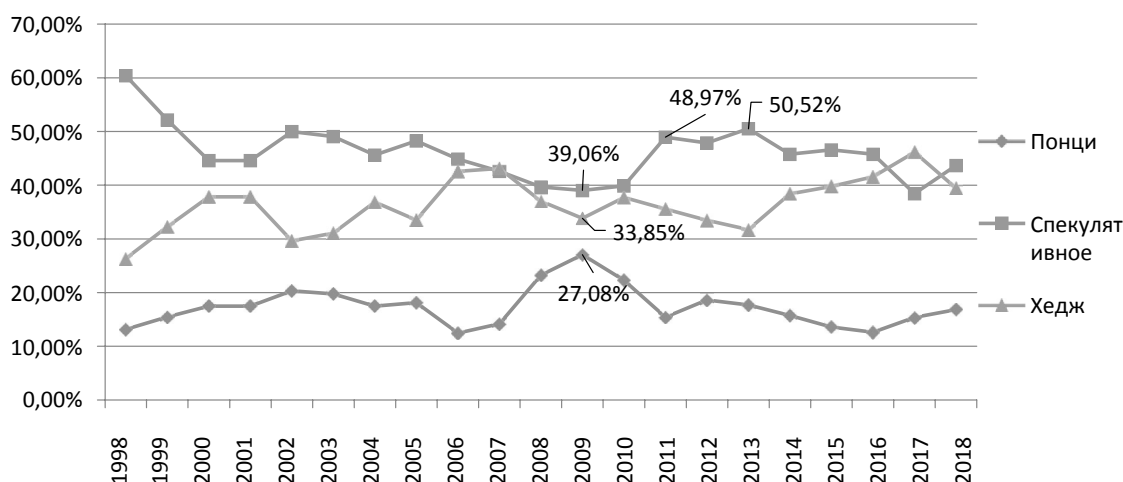


Рис. 6. Изменения долей режимов финансирования французских фирм согласно методу Дэвис и соавторов

Источник: расчёты авторов.

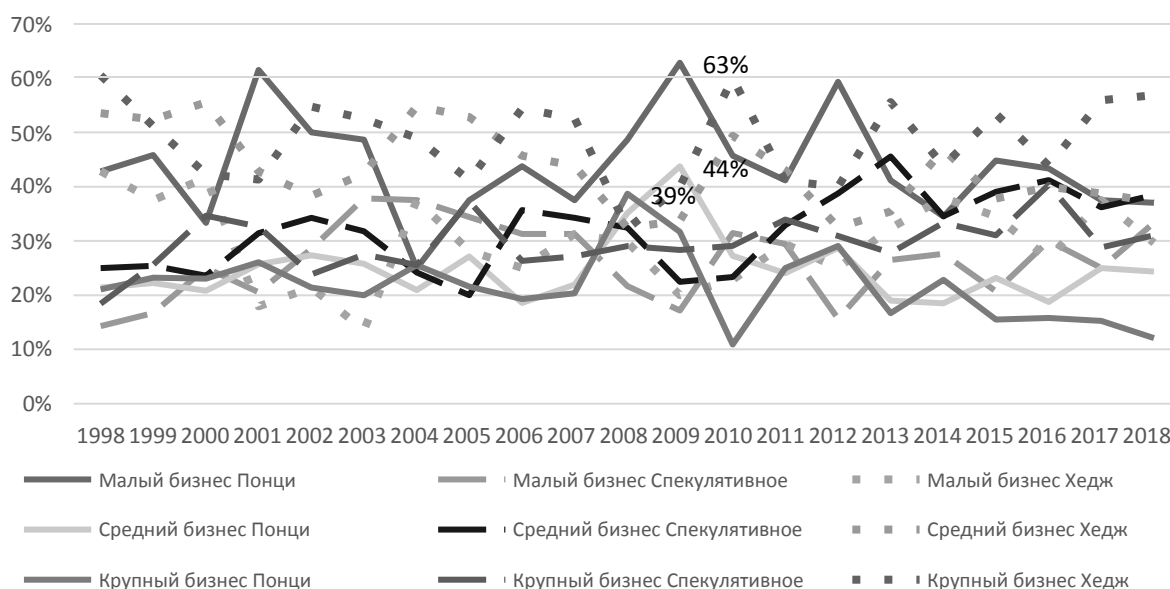


Рис. 7. Соотношение долей режимов финансирования французских фирм с разными размерами выручки согласно методу Дэвис и соавторов

Источник: расчёты авторов.

Далее, рис. 7 показывает, что обеспеченное финансирование характерно больше для предприятий крупного и среднего размеров, в то время как в малом бизнесе доля таких – хеджевых – фирм минимальна. По доле фирм с Понци-финансированием лидируют малые предприятия (максимальное значение – 63% в 2009 году), что демонстрируют и другие применяемые нами методы. Можно заметить, что тенденции распределения типов финансирования по годам у фирм среднего и крупного сегмента схожи, в то время как оставшаяся категория сильно отличается от них. В период Великой рецессии количество фирм с Понци-финансированием резко увеличилось для

всех компаний в целом, однако крупные фирмы отреагировали быстрее, чем остальные компании. Доля фирм с Понци-финансированием среди крупных компаний достигла 39% уже в 2008 году, а среди средних и малых фирм – именно в 2009 году (доли Понци-компаний – 44% и 63% соответственно). В 2010 году экономика быстро стабилизировалась, однако ненадолго: в 2012 году Европейский долговой кризис также повлиял на общий уровень прибыли и задолженности компаний, поэтому наблюдается «скачок» долей фирм с хрупкими режимами финансирования.

Рис. 8 содержит информацию о процентных долях режимов финансирования по отраслям. Отрасль недвижимости является единственной, где количество фирм с хеджевым финансированием меньше, чем с Понци-финансированием. Для данного сектора доля компаний с обеспеченным финансированием составляет 15% от общего числа представленных фирм, а со спекулятивным и Понци – соответственно 56% и 29%. Три самые финансово устойчивые отрасли во Франции, для которых количество фирм с хеджевым финансированием выше по данной классификации – это сферы энергетики, товаров производственного назначения, а также предметов роскоши и индустрии развлечений (46%, 41% и 41%, соответственно).

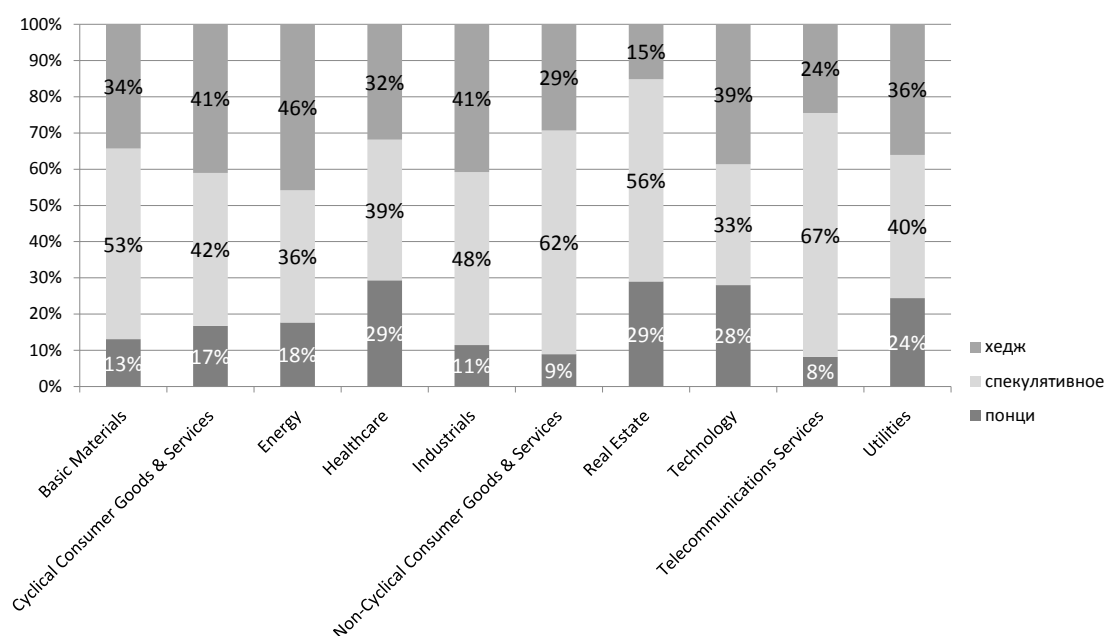


Рис. 8. Распределение режимов финансирования по отраслям Франции согласно методу Дэвис и соавторов

Источник: расчёты авторов.

Эмпирический анализ накопления финансовой хрупкости реального сектора Франции в рамках ГФН на основе методологии Ниши

Ещё один способ классификации фирм, используемый японским экономистом Ниши (Nishi, 2019), опирается на идею, согласно которой сумма прибыли и заемных средств эквивалентна сумме инвестиций, платежам по обслуживанию долга и выплатам начисленных дивидендов. Основываясь на системе движения денежных средств в балансе, автор делит компании на Понци-, спекулятивное и обеспеченное финансирование по следующему принципу:

Хеджевое финансирование: $\text{операционная прибыль} - \text{процентные расходы} - \text{наличные дивиденды} - \text{инвестиции} \geq 0$

Спекулятивное финансирование: $\text{операционная прибыль} - \text{процентные выплаты} - \text{наличные дивиденды} - \text{инвестиции} < 0$ и $\text{операционная прибыль} - \text{процентные выплаты} - \text{наличные дивиденды} \geq 0$

Понци-финансирование: $\text{операционная прибыль} - \text{процентные выплаты} - \text{наличные дивиденды} < 0$

Основная идея использования данного метода была представлена в работе Schroeder (2009), однако Ниши модернизировал уравнение и добавил в него выплату дивидендов. С его точки зрения, это согласуется с теорией Мински, поскольку в некоторых своих работах автор ГФН упоминал о том, что дивиденды могут быть частью оттоков наличных денежных средств фирм (Minsky, 2016: 17; Nishi, 2019: 590; Rozmainsky et al., 2021). Данный тезис следует считать особенно актуальным, когда важную роль играют процессы финансиализации (Tori and Onaran, 2018).

Рис. 9 отображает динамику распределения фирм по режиму финансирования на основе метода Ниши. Можно наблюдать, что после увеличения доли хеджевых фирм в 2004 году до 45% начался резкий переход части компаний к спекулятивному режиму, что является наглядной иллюстрацией догадок Мински по поводу взаимосвязи накопления финансовой хрупкости и развития деловых циклов. В связи с этим также не удивительно резкое увеличение доли компаний с Понци-финансированием в период наступления кризиса – 38,86% и 43,43% в 2008 и 2009 годы соответственно; расчёты согласно этому методу для 2008 года на данных Нидерландов показали долю Понци-компаний в 45,71%. После кризиса произошло резкое падение доли Понци-фирм, что можно связать с проведением стимулирующей макроэкономической политики. В 2012 году – в разгар Европейского долгового кризиса – доля Понци-фирм составила около 33%. С 2013 по 2018 годы наблюдается стабильно низкий уровень Понци-фирм, однако доли остальных двух режимов финансирования примерно сопоставимы по распространённости. Это может быть связано с тем, что те заемщики, которые ранее не могли оплатить даже проценты по заемным средствам, повысили свою финансовую устойчивость, однако их текущих средств недостаточно, чтобы полностью покрыть всё обслуживание долгов.

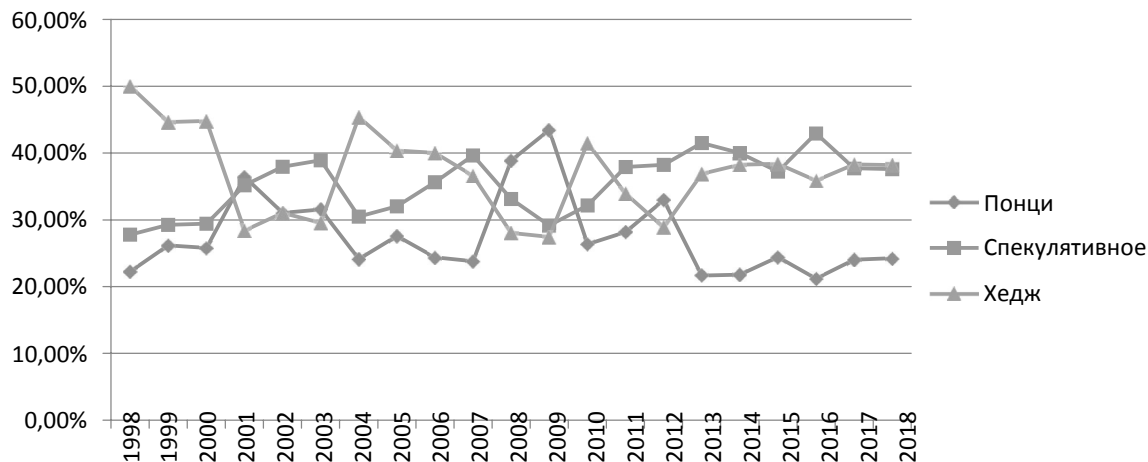


Рис. 9. Изменения долей режимов финансирования французских фирм согласно методу Ниши

Источник: расчёты авторов.

Теперь рассмотрим рис. 10, который отображает информацию о процентном соотношении каждого типа финансирования для компаний, разделенных по трем категориям по размеру выручки. Согласно представленной информации, преобладание Понци-финансирования над другими типами финансирования характерно для малого бизнеса (47% от общего числа фирм данного размера); напротив, 45% от общей доли фирм, принадлежащих к крупному бизнесу, относятся к категории компаний с обеспеченным финансированием. Однако все три категории фирм характеризуются высокой степенью финансовой хрупкости, так как фирм, использующих спекулятивное и Понци-финансирование, гораздо больше, чем доля хеджевых компаний.



Рис. 10. Соотношение долей режимов финансирования французских фирм с разными размерами выручки согласно методу Ниши

Источник: расчёты авторов.

На рис. 11 представлены различия в режимах финансирования по отраслям. Отрасль недвижимости является единственной отраслью, в которой доля заемщиков с Понци-финансированием преобладает над другими типами заёмщиков и достигает 48%, в то время как доля хеджевых фирм в этом секторе составила всего лишь 23%. Напротив, результаты по энергетическому сектору и сектору коммунальных услуг указывают на наличие финансовой устойчивости большинства фирм, функционирующих в данных отраслях. Основная причина – хорошее экономическое положение компаний на рынке, стабильное развитие и большая доля в ВВП страны. Но нужно учесть тот факт, что результат по последнему из упомянутых секторов менее репрезентативен, чем остальные, так как в нем меньше всего фирм, следовательно, процентное соотношение в отрасли сильно зависит от изменения финансирования в одной конкретной компании.

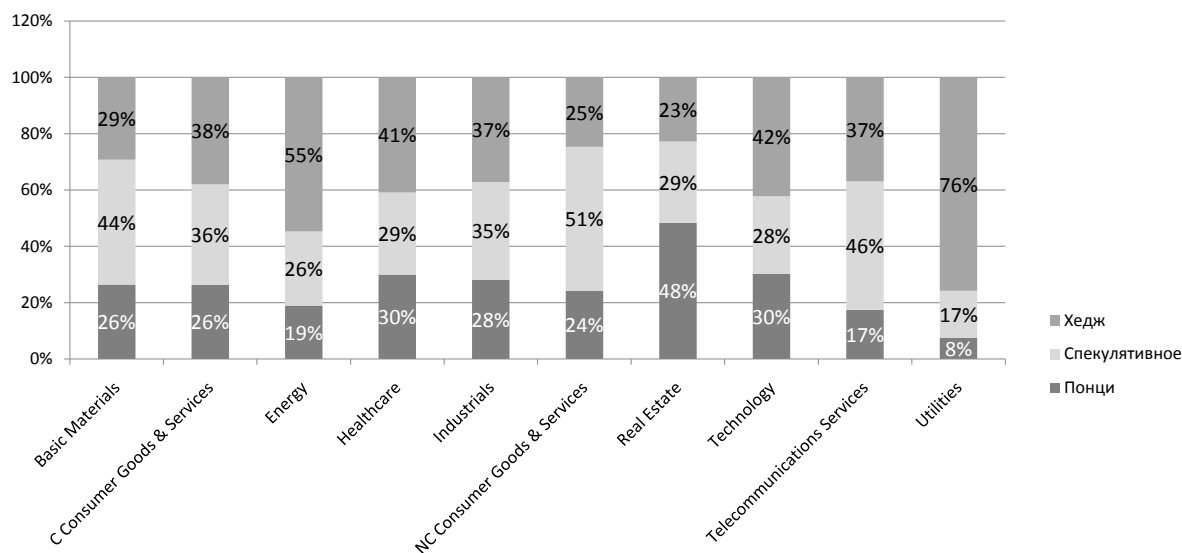


Рис. 11. Распределение режимов финансирования по отраслям Франции согласно методу Ниши

Источник: расчёты авторов.

Сравнительный анализ полученных результатов

Наблюдаемое увеличение количества хеджевых фирм в период после экономического спада начала 2000-х годов связано с тем, что компании опасались повторения кризисной ситуации и меньше использовали заемные средства, больше опираясь на внутреннее финансирование. Однако затем, видимо, руководители некоторых фирм на фоне продолжающегося улучшения эко-

номической ситуации, забывая о недавнем кризисе, начали увеличивать сумму своих долгов, тем самым запуская «механизм», который привел к кризису 2008–2009 годов. Те фирмы, которые были не способны расплатиться по обязательствам, стали увеличивать свою задолженность, что, в конечном итоге, привело к переходу таких фирм в режим Понци-финансирования.

Согласно методу Ниши, доля Понци-фирм в разгар Великой рецессии превышала аналогичный показатель, рассчитанный посредством использования двух других методов, и равнялась 43% в 2009 году. Такие результаты получились потому, что формула, используемая автором (Nishi, 2019), включает в себя показатели инвестиций и дивидендов, которые не используются в других работах. Эти показатели сильно менялись в ходе циклических изменений деловой активности и сами могли влиять на эти изменения.

Используя классификацию компаний по объему выручки, мы хотели выявить, влияет ли размер фирмы на ее способность выплачивать проценты по задолженности и на размер самого долга. В целом, можно сказать, что согласно всем методам, компании, относящиеся к категории крупного бизнеса, оказались наиболее стабильными, в то время как малый бизнес показал наихудшие результаты. Это объясняется тем, что положение крупных компаний на рынке более устойчиво, и они частично могут финансироваться за счет внутренних резервов. Малые предприятия зачастую нуждаются во внешней финансовой поддержке, и, как правило, именно они оказываются хрупкими. Если рассматривать компании разного размера в динамике, то можно увидеть, что крупные фирмы в годы кризиса, в среднем, раньше начинают набирать долги, чем остальные компании, однако они лучше справляются с последствиями накопления финансовой хрупкости и быстрее реагируют на улучшения в экономике.

Несмотря на то, что разные методы дают разные результаты по многим отраслям, в экономике Франции можно выделить секторы, в которых доля хеджевых фирм достаточно высока, и секторы, которые систематически характеризуются высокой долей спекулятивных и Понци-фирм. Такие отрасли можно назвать хрупкими. К первой категории можно отнести энергетический сектор и сектор товаров производственного назначения, а ко второй – сектор недвижимости.

Заключение

Мы провели эмпирический анализ частного нефинансового сектора Франции – на данных выборки, состоящей из 208 компаний и охватывающей период с 1998 по 2018 годы – на основе гипотезы финансовой нестабильности. При этом были учтены особенности разграничения компаний по размерам и по секторам. Мы использовали три релевантных, на наш взгляд, метода классификации фирм на три режима финансирования – обеспеченное (хеджевое), спекулятивное и Понци – метод Маллигана, метод Дэвис и соавторов, а также метод Ниши.

Применение всех трёх методов показало, что перед наступлением Великой рецессии доля Понци-фирм в экономике Франции росла, а в разгар рецессии – достигла максимума. Это позволяет рассматривать накопление финансовой хрупкости как один из факторов наступления Великой рецессии во Франции, что согласуется с гипотезой финансовой нестабильности. В период Европейского долгового кризиса – в начале 2010-х годов – доля Понци-фирм была значительной, но ниже, чем в период Великой рецессии; это не соответствует результатам, полученным из аналогичных исследований экономик Греции (Бешенов, Розмаинский, 2015) и Португалии (Новикова, Розмаинский, 2020), в которых именно в десятые годы, согласно некоторым методам, доля компаний, относящихся к режиму Понци-финансирования, оказалась максимальной. Такие различия можно объяснить тем, что политика строгой экономии во Франции, по всей видимости, была более мягкой, чем в этих странах; в частности, размеры поддержки частных компаний французскими властями были значительно выше, что позволяло их финансовым потокам «держаться» на «приемлемом» уровне. К концу 2010-х годов доля Понци-фирм во Франции имела тенденцию к уменьшению, что может указывать на успешный, хотя и медленный – если судить по динамике ВВП – выход экономики этой страны из кризисов.

Кроме того, из результатов проведенной работы следует, что во Франции размер компании влияет на ее режим финансирования. Крупные компании с большей долей вероятности будут относиться к категории хеджевых фирм, чем компании среднего и малого размеров. В то же

время, хрупкие режимы финансирования чаще всего характерны для тех фирм, которые принадлежат к категории малого бизнеса. Этот результат согласуется с итогами работ по фирмам Японии (Nishi, 2019) и США (Davis et al., 2019).

Анализ финансовых потоков фирм с учётом их отраслевых особенностей показал, что самым хрупким сектором во французской экономике является сектор недвижимости – на это «указали» два из трех использованных метода классификации компаний на режимы финансирования. Аналогичный результат был получен на основе исследования экономики Нидерландов (Rozmainsky et al., 2021) – в этой стране сектор недвижимости тоже оказался самым финансово хрупким (наряду с телекоммуникационным сектором и сектором коммунальных услуг). Похожие результаты были обнаружены на данных Чили авторами статьи (Budnevich Portales et al., 2021): доля финансово хрупких фирм больше всего среди строительных, финансовых и страховых компаний, а также среди компаний, работающих с недвижимостью. Полученный результат можно объяснить тем, что в период перед кризисом у таких фирм резко росли финансируемые в долг расходы, а в момент наступления кризиса, когда ситуация была нестабильной, и реальные доходы населения сильно упали, спрос на рынке недвижимости сократился. Компании данного сектора потеряли значительную долю своих финансовых поступлений, а величина их долгов, по меньшей мере, осталась на том же уровне. По-видимому, экономические единицы сектора недвижимости были не готовы к такому развитию событий в связи с предшествующим длительным оживлением, усыпившим их бдительность: вспомним, что, согласно ГФН, *стабильность дестабилизирует*. Следует также добавить: тот факт, что непромышленные сектора являются в общем более финансово хрупкими, чем промышленные, был продемонстрирован на данных Японии в статье (Nishi, 2019).

Литература / References

- Бешенов С.В., Розмаинский И.В. (2015). Гипотеза финансовой нестабильности Хаймана Мински и долгового кризис в Греции. *Вопросы экономики* (11): 120–143. [Beshenov S., Rozmainsky I. (2015). Hyman Minsky's financial instability hypothesis and the Greek debt crisis. *Voprosy Ekonomiki* (11): 120–143 (in Russian).]
- Захарова Н.В., Лабудин А.В. (2017). Малое и среднее предпринимательство в Европейских странах: основные тенденции развития. *Управленческое консультирование* (12): 64–77. [Zakharova N., Labudin A. (2017). Small & medium entrepreneurship in European countries: Main tendencies of the development. *Administrative Consulting* (12): 64–77 (in Russian).]
- Невская Н.А. (2019). Новый этап промышленной политики Франции. *ЦИТИСЭ* (3): 1–13. [Nevskaya N. (2019). A new stage in the industrial policy of France. *CITISE* (3): 1–13 (in Russian).]
- Новикова А.Ю., Розмаинский И.В. (2020). Сектор нефинансовых частных фирм Португалии в 2001–2017 годах: анализ на основе гипотезы финансовой хрупкости. *Вопросы экономики* (3): 115–128. [Novikova A., Rozmainsky I. (2020). The non-financial private firms' sector of Portugal in 2001–2017: The financial fragility hypothesis-based analysis. *Voprosy Ekonomiki* (3): 115–128 (in Russian).]
- Розмаинский И.В. (2009). Вклад Х.Ф. Мински в экономическую теорию и основные причины кризисов в позднеиндустриальной денежной экономике. *Terra Economicus* 7(1): 31–42. [Rozmainsky I. (2009). Minsky's contribution to the economic theory and major causes of crises in late industrial monetary economy. *Terra Economicus* 7(1): 31–42 (in Russian).]
- Розмаинский И.В., Селицкий М.С. (2021). Подтверждение гипотезы финансовой нестабильности на данных частных фирм Южной Кореи. *Журнал экономической теории* 18(3): 417–432. [Rozmainsky I., Selitsky M. (2021). The financial instability hypothesis and the case of private non-financial firms in South Korea. *Zhurnal Ekonomicheskoy Teorii* [Russian Journal of Economic Theory] 18(3): 417–432 (in Russian).]
- Argitis G., Nikolaidi M. (2014). The financial fragility and the crisis of the Greek government sector. *International Review of Applied Economics* 28(3): 274–292.

- Bryleva E., Rozmainsky I. (2022). The non-financial private firms' sector of Spain in 2011–2017: The financial fragility hypothesis-based analysis. *International Review of Applied Economics*. DOI: 10.1080/02692171.2022.2026300
- Budnevich Portales C., Favreau Negront N., Caldentey E. (2021). Chile's thrust towards financial fragility. *Investigación Económica* **80**(315): 81–106.
- Caldentey E., Favreau-Negront N., Lobos L. (2019). Corporate debt in Latin America and its macroeconomic implications. *Journal of Post Keynesian Economics* **42**(3): 335–362.
- Davis L., De Souza J., Hernandez G. (2019). An empirical analysis of Minsky regimes in the US economy. *Cambridge Journal of Economics* **43**(3): 541–584.
- Minsky H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press.
- Minsky H. (1992). *The financial instability hypothesis*. Levy Economics Institute Working Papers, 74.
- Minsky H. (2016). *Can It Happen Again? Essay on Instability and Finance*. Routledge.
- Mulligan R. (2013). A sectoral analysis of financial instability hypothesis. *The Quarterly Review of Economics and Finance* **53**(4): 450–459.
- Mulligan R., Lirely R., Coffee D. (2014). An empirical examination of Minsky's financial instability hypothesis. *Journal des Économistes et des Études Humaines* **20**(1): 1–17.
- Nishi H. (2019). An empirical contribution to Minsky's financial fragility: Evidence from non-financial sectors in Japan. *Cambridge Journal of Economics* **43**(3): 585–622.
- Rozmainsky I., Kovezina Yu., Klimenko A. (2021). An empirical application of the financial instability hypothesis based on data from the Dutch non-financial private sector. *Journal of Post Keynesian Economics*. DOI: 10.1080/01603477.2021.1993072
- Rozmainsky I., Rodionova T. (2021). The financial fragility hypothesis and the debt crisis in Italy in the 2010s. *Terra Economicus* **19**(1): 6–16.
- Schroeder S. (2009). Defining and detecting financial fragility: New Zealand's experience. *International Journal of Social Economics* **36**(3): 287–307.
- Tori D., Onaran O. (2018). The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK. *Cambridge Journal of Economics* **42**(5): 1393–1416.
- Torres Filho E., Martins N., Miaguti C. (2019). Minsky's financial fragility: An empirical analysis of electricity distribution companies in Brazil (2007–15). *Journal of Post Keynesian Economics* **42**(1): 144–168.
- Whalen C. (2008). The credit crunch: A Minsky moment. *Studi e Note di Economia*, **13**(1): 3–21.

Приложение

Классификация экономических секторов Франции

Sector	Industry group
Basic Materials	Chemicals
	Construction Materials
	Containers & Packaging
	Metals & Mining
	Paper & Forest Products
Cyclical Consumer Goods & Services	Automobiles & Auto Parts
	Homebuilding & Construction Supplies
	Hotels & Entertainment Services
	Household Goods
	Leisure Products
	Media & Publishing
	Specialty Retailers
	Textiles & Apparel
Energy	Oil & Gas
	Oil & Gas Related Equipment and Services
Healthcare	Biotechnology & Medical Research
	Healthcare Equipment & Supplies
	Healthcare Providers & Services
	Pharmaceuticals
Industrials	Aerospace & Defense
	Construction & Engineering
	Diversified Industrial Goods Wholesalers
	Freight & Logistics Services
	Machinery, Tools, Heavy Vehicles, Trains & Ships
	Passenger Transportation Services
	Professional & Commercial Services
	Transport Infrastructure
Non-Cyclical Consumer Goods & Services	Beverages
	Food & Drug Retailing
	Food & Tobacco
	Personal & Household Products & Services
Real Estate	Real Estate Operations
	Residential & Commercial
Technology	Computers, Phones & Household Electronics
	Electronic Equipment & Parts
	Office Equipment
	Semiconductors & Semiconductor Equipment
	Software & IT Services
Telecommunications Services	Telecommunications Services
Utilities	Electric Utilities & IPPs
	Multiline Utilities
	Water & Related Utilities