

КОМПАНИИ-«ЗОМБИ» В СТРОИТЕЛЬНОЙ ОТРАСЛИ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

С. Ю. Коровин

*Российская академия народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС), Москва, Россия*

В условиях нестабильной экономической ситуации и при снижении ликвидности для компаний становится актуальным рассмотрение их финансового положения с точки зрения возможности обеспечивать взятые на себя обязательства. Основным источником погашения обязательств рассматривается операционная прибыль. В работе представлены теории оценки оптимального уровня заимствования для компаний. В целях определения уровня их кредитоспособности предлагается использовать коэффициент покрытия процентов. Он рассчитан на основании предложенной модификации. В ходе исследования проведен анализ его применения и предложен адаптивный метод расчета для российских компаний. Обосновывается причина такого изменения и отличие от текущего метода расчета. Результатом исследования является формирование пула компаний в строительной отрасли, относящихся к компаниям-«зомби». Предлагаемую методику возможно применить и к другим сферам деятельности экономики для анализа возможной закредитованности и недостатка операционной прибыли для обслуживания обязательств.

Ключевые слова: коэффициент покрытия процентов, ICR, уровень долга, компании-«зомби», финансовая стабильность предприятий.

Формирование оптимального соотношения собственного и заемного капитала актуально для определения источников финансирования компании. Нарастание кредитного плеча и более активное принятие рисков за счет быстрой кредитной экспансии компаниям необходимо компенсировать повышением их прибыльности. Высокая долговая нагрузка является опасной для компании и ее инвесторов [3]. При деятельности компании, генерирующей более высокую норму прибыли, выше процентной ставки по ее кредитам, долг способствует стимулированию роста. Для этого необходимо оценить объем прибыли, направляемый на обслуживание взятых на себя обязательств. Одним из показателей, определяющих уровень задолженности, является коэффициент покрытия процентов [7]. В связи с тем что кредитные средства используются в качестве инвестиций, необходимо оценить, каково их покрытие от основной деятельности компаний. Актуальность темы обосновывается снижением уровня дохода в сложившихся мировых экономических условиях. В настоящее время существует риск снижения прибыльности компаний, поэтому необходимо оценить, насколько высока их долговая нагрузка. Целью данной работы является обоснование применимости скорректированного коэффициента покрытия процентов и возможность его реализации при анализе закредитованности компаний.

Заемный капитал является важной составляющей реализации компаниями своей деятельности. Формирование долга позволяет в конкретный момент использовать денежные средства в качестве инвестиций. Эти средства компания может получить через банки или финансовые организации. Заемный капитал обеспечивает потенциальный рост компании [8], что происходит за счет эффекта налогового щита, заключающегося в корпоративном налоге на собственный капитал, уменьшаемый за счет роста доли заемного капитала. Данное положение подтверждается теорией компромисса, описывающей выбор структуры капитала компании за счет компромисса между налоговой защитой по процентным платежам и издержкам по обеспечению долга. Балансировка компании между положительной стоимостью налогового щита и ухудшением финансового положения позволяет выбрать оптимальный уровень долга. Данная теория главным образом не отвечает на вопрос о необходимой структуре капитала. В ее основе заложена оценка уровня долга в соответствии с надежностью активов компании. Надежность активов обуславливает долю заемного капитала компании [4]. Одним из возможных вариантов определения обеспечения оптимального уровня заемных средств является эффект финансового рычага, который должен составлять долю заемного

капитала на уровне 0,5—0,7. При этом расширение долга одновременно создает уязвимые места, связанные с его обслуживанием и выплатой. Заемные средства не только ускоряют финансовое развитие, но и несут в себе риски, а именно снижение финансовой стабильности. Активы, формируемые компанией, приносят меньше прибыли на единицу за счет суммы уплаты процентов по займам. С ростом уровня задолженности способность заемщиков погасить взятые на себя обязательства становится все более чувствительной к падению доходов и продаж и повышению процентных ставок по заемным средствам [10]. Компании увеличивают выплаты по заемным средствам, что приводит к снижению остатка прибыли в качестве собственных средств [5]. При возникновении данной ситуации долги становятся чрезмерными для компаний и неподъемными в обеспечении. На снижение доходности компаний влияют как внутренние, так и внешние факторы. В сложившейся экономической ситуации компании лишены возможности получать стабильный доход. Компании с низким уровнем долга и высокими финансовыми показателями имеют преимущества перед компаниями, чьи значения ниже нормативных.

Увеличение компаниями уровня заемного капитала не во всех случаях является отрицательным фактором. Каждая отрасль имеет свою капиталоемкость, и повышение уровня долга для конкретной компании в первую очередь необходимо рассматривать в качестве инвестиций, которые в будущем приведут к увеличению прибыли. Однако существует как положительная, так и отрицательная сторона внешнего финансирования. Негативным фактором долговой тенденции является уязвимость балансов компаний из-за использования рычагов воздействия на высокие и растущие цены активов [6]. При формировании неустойчивых цен на активы компании будут обременены долгами и большими расходами на их обслуживание. Такая предпосылка приводит к повышению риска при формировании спада финансового состояния компании и к риску банкротства.

Для оценки финансового состояния компаний в настоящее время актуальной является возможность обслуживать взятые на себя обязательства. Один из таких показателей оценки финансового состояния — коэффициент покрытия процентов (ICR) [1]. Данный коэффициент помогает собственникам и заинтересованным лицам определить, насколько легко компания может выплачивать проценты по своим непогашенным долгам. Он относит-

ся к коэффициентам определения задолженности и дает оценку финансовой структуры и финансовых рисков, которые возможны в процессе деятельности компании. Показатель ICR представляет собой запас безопасности и возможности привлечения заемного капитала в отношении процентных платежей компании. Коэффициент покрытия процентов является одним из показателей платежеспособности компании. Он определяет количество выплат процентов с учетом прибыли компании. Более высокий коэффициент означает, что организация имеет достаточный буфер даже после уплаты процентов. Значение данного коэффициента должно находиться на высоком уровне в связи с тем, что чем ниже значение, тем больше нагрузка на организацию, и существенная часть прибыли тратится на расходы по долгу [9]. Снижение данного коэффициента с течением времени оказывает негативное влияние на репутацию компании, поскольку кредиторы, оценивая риски невозврата выданных денежных средств, не будут предоставлять новые займы. Рассмотрение на протяжении нескольких периодов дает возможность выявить тенденции данного коэффициента, показать, в каком направлении развивается ситуация, и определить причины снижения или повышения.

Основные направления, в которых актуально рассматривать коэффициент ICR [2]:

1. Анализ способности компании оплачивать свои процентные расходы по непогашенной задолженности.
2. Анализ рисков по предоставленным денежным средствам инвесторами, кредиторами или кредитными организациями.
3. Анализ финансовой стабильности компании. Снижение данного показателя является сигналом невозможности выполнять свои долговые обязательства.
4. Анализ краткосрочного финансового состояния компании.

Опираясь на международные принципы расчета данный показатель определяется по следующей формуле (1):

$$ICR = \frac{EBIT}{Interest\ expense}, \quad (1)$$

где EBIT — прибыль до вычетов процентов и налогов; Interest expense — процентные расходы.

Так как не все российские компании публикуют отчетность по МСФО, расчетная реализация предлагаемой формулы не может быть реализована. Поэтому формула имеет другой вид, как формула (2)

$$ICR = \frac{\text{Прибыль до налогообложения} + \text{Проценты к уплате}}{\text{Проценты к уплате}} \quad (2)$$

Для расчета в данной формуле в числителе фигурирует «прибыль до налогообложения», что подразумевает учет таких показателей, как доходы от участия в других организациях, проценты к получению, прочие доходы и прочие расходы, что в итоге искажает реальную ситуацию в связи с возможными доходами по иным видам деятельности. Формирование положительной прибыли от продаж не позволяет с полной уверенностью утверждать, что компания имеет положительную операционную прибыль, и не формирует положительные денежные потоки из других источников, что является неверным с точки зрения получения прибыли по основному виду деятельности, так как получаемые заемные средства необходимо расходовать на развитие компании, а не на вложения, например, в другие компании. На этом основании предлагается скорректировать показатели в числителе и на прибыль по основной деятельности компании. Расчетной является следующая формула (3):

$$ICR = \frac{\text{Прибыль (убыток) от продаж}}{\text{Проценты к уплате}} \quad (3)$$

Предлагаемый метод расчета наглядно показывает эффективность основной деятельности компании и возможность формирования необходимого уровня прибыли для покрытия процентов. Основная задача формулы (3) — показать возможность компании оплачивать проценты по заемному капиталу, не прибегая к получению процентов и доходов от иной деятельности, а также эффективно существовать без заемного капитала и иметь возможность обслуживать свои обязательства в полном объеме. Минимально допустимое значение, ниже которого предприятиям рискованно обращаться за заемным капиталом, поскольку риск дефолта компании ста-

новится высоким, — это 1,5. В данном исследовании анализируется отрасль строительства и девелопмента — девять компаний на протяжении четырех лет с 2016 по 2019 г. (см. таблицу ниже).

Выборочный анализ показал, что шесть компаний из девяти имеют значение по показателю ICR меньше нормативного. Компании АО «ПИК-Индустрия», ПАО «Группа ЛСР» и ПАО «Орелстрой» можно считать финансово устойчивыми по данному показателю. На конец 2018 г. одна компания — ПАО «Орелстрой» — не имеет значения по данному коэффициенту в связи с тем, что у нее не было заемных средств. В 2019 г. компания снова обратилась к данному источнику финансирования, однако это не сказалось на возможности обслуживать взятые на себя обязательства, что показало значение в 6,04.

Остальные компании необходимо рассматривать как зависимые от внешнего финансирования, так как их операционной прибыли не хватает для покрытия процентов. Данные компании могут обслуживать свои проценты из прочих источников дохода, но они не всегда стабильны и сложно прогнозируемы.

Как положительную тенденцию можно отметить рост показателя за последние четыре года у ПАО «ИНГРАД». Показатель вырос с отрицательного значения, что говорит о получении отрицательной операционной прибыли, до 1,08. Однако этого роста не хватает для того, чтобы говорить о возможности существования компании без заимствований. Значительный рост выручки компании с опережающими темпами роста себестоимости привел к повышению данного показателя. Это позволило получить существенную валовую прибыль, а коммерческие и управленческие расходы не сильно скорректировали итоговую операционную прибыль. На конец 2019 г. компания заплатила «процентов к уплате» на 61 % больше, чем в 2018 г., что связано в определенной степени с увеличением

Коэффициент покрытия процентов компаний строительной отрасли*

Компания	2019	2018	2017	2016
ПАО «ИНГРАД»	1,08	-0,07	-0,13	-0,14
АО «ПИК-Индустрия»	3,04	5,34	-1,63	1,55
АО «ХК Главмосстрой»	-0,14	-0,25	-1,10	2,56
ПАО «МОСТОТРЕСТ»	0,09	0,71	2,34	0,63
АО «ААК Вологдаагрозстрой»	0,40	0,84	1,36	0,96
ПАО «Группа ЛСР»	2,68	2,45	2,52	3,58
ПАО «Галс-Девелопмент»	0,21	0,41	0,96	0,22
ПАО «Дорисс»	1,03	1,06	1,25	1,75
ПАО «Орелстрой»	6,04	—	36,72	28,58

* Расчеты автора на основе годовых отчетов компаний.

долгосрочной и краткосрочной задолженности на 57 и 35%. Если бы проценты остались на уровне 2018 г. при операционной прибыли 2019 г., то компания смогла бы получить значение 1,74. Существующее значение 1,08 не позволяет говорить о том, что данная компания может в полном объеме обеспечивать обслуживание заемного капитала и иметь возможность функционировать без его повторного привлечения.

В результате анализа финансовой отчетности АО «ХК Главмосстрой» установлено, что на протяжении последних трех лет компания имеет отрицательные значения ICR. Это связано с тем, что АО «ХК Главмосстрой» имеет отрицательную операционную прибыль за эти периоды. Так, в описанный период компания сократила выручку на 85%, себестоимость на 93%, управленческие расходы на 77%. При этом «проценты к уплате» снизились только на 43%. Такие существенные снижения, формирующие операционную прибыль, не позволили компании выйти из отрицательной зоны независимо от снижения процентов. Для данной компании нахождение в отрицательной зоне говорит о том, что она полностью зависима от заемного капитала и возможность его обслуживать есть только при получении доходов от иного вида деятельности. Это также подтверждают отрицательные значения коэффициента автономии. Положительным фактором для компании является то, что по итогам 2019 г. она не имеет долгосрочной задолженности, а краткосрочная увеличилась только на 6%.

В ходе исследования ПАО «Мостотрест» установлено, что за последние три года коэффициент ICR существенно снизился — с 2,34 до 0,09. Это произошло на фоне снижения выручки и, как следствие, операционной прибыли. Выручка за три года снизилась на 48%, себестоимость — на 46%, а управленческие расходы практически остались на том же уровне, снизившись всего на 7%. Это привело к тому, что по итогам 2019 г. компания получила операционную прибыль 5% от уровня 2017 г. При этом «проценты к уплате» компания увеличила за три года на 39%, несмотря на снижение относительно 2018 г. на 7%, что не позволило компании выйти на нужный уровень ICR. Для того чтобы достичь минимального значения, компании необходимо вернуться к уровню операционной прибыли 2017 г. В настоящее время компания является зависимой от заемного капитала, и ей необходимо либо рассмотреть вариант сокращения управленческих расходов, либо существенно повысить составляющие, которые положительно влияют на рост операционной прибыли.

Значения АО «ААК Вологдаагрострой» также не попадают под нормативные за рассматриваемые периоды, а в 2019 г. компания показала самый низкий уровень. Это связано с тем, что компания сокращает свою выручку уже третий год подряд, себестоимость тоже снижается, но более низкими темпами. Основная нагрузка приходится на управленческие расходы, которые относительно прошлого года увеличились на 7%, а за три года увеличились на 21%. Все эти изменения привели к тому, что операционная прибыль компании снизилась на 42% относительно 2018 г. Также на снижение показателя ICR по итогам 2019 г. повлияло увеличение «процентов к уплате» на 22%. Данные изменения в снижении операционной прибыли и росте процентов не позволяют компании достичь минимального уровня по показателю. Компания имеет высокую зависимость от внешнего финансирования, что может быть рискованным в случае невозможности обслуживать свои долги в будущем из-за снижения прибыли компании при растущем уровне долга и возможном его удорожании.

ПАО «Галс-Девелопмент» также по итогам 2019 г. имеет значение показателя ниже нормативного. Невозможность достичь нужного уровня ICR связана с тем, что компания существенно снижает показатели, формирующие операционную прибыль. Как итог, относительно 2017 г. компания снизила операционную прибыль на 88%, а относительно 2018 г. — на 65%. Необходимо отметить, что и проценты к уплате также снижаются, но темпы данного снижения не такие стремительные, чтобы говорить об оптимальном их обслуживании. За три года они снизились всего на 47%. Данная компания полностью зависит от заемного капитала, что может быть рискованно, так как существует вероятность невозможности обслуживания взятых на себя обязательств.

Анализ ПАО «Дорисс» показал несоответствие текущего значения нормативному. За последние три года компания снизила значение на 0,72. Это произошло за счет снижения операционной прибыли более опережающими темпами, чем процентов к уплате. За три года снижение операционной прибыли составило 31%, при этом «проценты к уплате» снизились только на 16%. При анализе двух последних лет выявлено, что компания смогла увеличить операционную прибыль на 10%, но рост «процентов к уплате» также оказался выше и составил 13%.

Проведенный выборочный анализ показал, что в строительной отрасли российской экономики

существуют компании, которые имеют высокий уровень заемного капитала и в связи с этим не могут его обслуживать из операционной прибыли. Это вызывает беспокойство, так как их наличие говорит о болезненном финансово-экономическом состоянии отрасли. Не все компании показывают нужную уверенность и формируют риски, которые могут перерасти в банкротство таких компаний. Для снижения рисков для отрасли в целом необходимо оценить масштаб пребывания таких компаний на рынке. На начальном этапе следует осуществлять постоянный мониторинг долговой нагрузки на компании и процентный риск. Это связано с тем, что расходы на обслуживание долга могут быть слишком высоки, что не позволяет компаниям оставлять средства на развитие и заставляет прибегать к новым (в том числе скрытым) заимствованиям для продолжения существования, без надежды выйти из состояния «зомби».

Также рекомендацией может стать слияние нескольких компаний в одну, что позволит оптимизировать расходы, а более сильное предприятие сможет эффективнее управлять ресурсами. Компании с низкими финансовыми показателями не смогут выдержать конкуренцию во время кризиса, поэтому банкротство таких компаний неизбежно. При этом следует сохранять рабочие места на прежнем уровне, для того чтобы безработица не получала агрессивного роста, так как это скажется на покупательской способности населения.

Для сохранения и эффективного развития стратегически важных компаний необходимо определение таковых для экономики страны и увеличение контроля со стороны государства. Это позволит направить ресурсы на поддержание и сохранение компаний и быть уверенными в эффективности использования ресурсов. Необходимо, чтобы в момент наступления кризиса они были подготовлены и имели достаточный уровень ликвидности. Рекапитализация должна происходить сразу, без задержек и долгих рассмотрений, чтобы спасти компании и сохранить ключевые позиции отраслей на мировом рынке. При этом следует в большей степени отказаться от выплаты дивидендов, чтобы

сохранить денежные средства внутри компании и быть готовыми к продолжению деятельности за счет собственного капитала.

Следующая рекомендация — это сохранение и эффективное развитие компаний в отраслях, которые в настоящее время имеют устойчивую финансовую систему. Это позволит направить ресурсы на поддержание и сохранение отрасли и быть уверенными в их эффективном использовании. Необходимо, чтобы компании имели достаточный уровень ликвидности, накопленный в прошлом в связи с низкими денежными потоками от их деятельности в существующей обстановке. Далее предлагается внешний контроль за ростом кредитования компаний, находящихся в критическом финансовом положении на предмет закрепитованности. Данная процедура поможет оценить масштаб долговой нагрузки в настоящий момент. Необходимо комплексно подходить к оценке, а не обращать внимание на «локальные» всплески. Установка порогов выдачи кредитов поможет держать под контролем ресурсы, которыми обладают финансовые учреждения, и перенаправлять их при необходимости. В руках Центрального банка могут быть инструменты для ведения постоянного учета всей кредитной деятельности любой организации, имеющей возможность выдавать ссуды в любых формах. В настоящее время существуют варианты ссуд, которые иногда не учитываются при анализе долговой нагрузки, а также существует вероятность отсутствия информации по деривативам.

В рамках поддержания предприятий необходимо предоставить возможность отсрочки платежей по кредитам, «банковские каникулы», чтобы предприятия могли направить денежные потоки на формирование финансовой устойчивости и иметь возможность дальнейшего пребывания на рынке. При этом компании должны быть ответственными за формирование денежных потоков в рамках компаний, а не выводить ликвидность за пределы страны, удовлетворяя потребности акционеров по дивидендам, или формировать ложное впечатление на финансовых рынках для увеличения стоимости акций и общей капитализации компании.

Список литературы

1. Коровин С. Ю. Грозный кризис и «компании-зомби» // Вестник НГИЭИ. 2019. № 6 (97). С. 5—12.
2. Коровин С. Ю. Оценка кредитоспособности компаний машиностроительной отрасли в российской экономике // Экономические и гуманитарные науки. 2020. № 5 (340). С. 44—49.
3. BIS Quarterly Review. International banking and financial market developments. 2020.

4. Avdjiev S., Binder S., Sousa R. External debt composition and domestic credit cycles // BIS Working Papers. 2017. № 627. P. 1—44.
5. Agarwal R., Kimball M. Enabling deep negative rates to fight recessions: a guide // IMF Working Paper. 2019. № 19/84. P. 1—89.
6. Andrews D., Petroulakis F. Breaking the shackles: Zombie firms, weak banks and depressed restructuring in Europe // ECB Working Paper Series. 2019. № 2240. P. 1—56.
7. Banerjee R. N., Hofmann B. The rise of zombie firms: causes and consequences // BIS Quarterly Review. 2018. P. 67—78.
8. Bank for International Settlements. 87th Annual Report, 2016/17 // BIS Annual Economic Report. 2017. P. 1—249.
9. Lipton D. IMF Annual Report 2019 // Annual Report. 2019. P. 1—106.
10. Mathias D., Mikael J., Anton K. Accounting for debt service: the painful legacy of credit booms // BIS Working Papers. 2017. № 645. P. 1—54.

Сведения об авторе

Коровин Степан Юрьевич — аспирант, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС), Москва, Россия. stepkor@inbox.ru

Bulletin of Chelyabinsk State University.
2020. № 11 (445). Economic Sciences. Iss. 71. Pp. 145—150.

ASSESSMENT OF THE EXISTENCE «ZOMBIE» COMPANIES IN THE CONSTRUCTION INDUSTRY OF THE RUSSIAN ECONOMY

S. Yu. Korovin

*The Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (RANEPA),
Moscow, Russia. stepkor@inbox.ru*

The article shows the reasons for the formation of financial shocks caused by the growth of debt capital. Debt servicing is always a difficult component, since it reduces the company's money in advance. The article discusses the theory of estimating the optimal level of borrowing for companies, as well as indicators that assess the debt load, one of which is the interest coverage ratio (ICR). In the study, the analysis of its application and proposed adaptive method of calculating for Russian companies. The reason for this change and the difference from the current calculation method are explained. The result is an assessment of the current presence of companies that have a low operating profit and do not have enough to cover the interest on borrowed capital. Modern conditions of companies' existence expose them to a decrease in cash flows from their main activities, which is a risk of insolvency.

Keywords: *interest coverage ratio, ICR, debt level, «zombie» companies, financial stability of companies.*

References

1. Korovin S. Yu. (2019) *Vestnik NGIEI*, no. 6 (97), pp. 5—12 [in Russ.].
2. Korovin S. Yu. (2020) *Ekonomicheskie i gumanitarnye nauki*, no. 5 (340), pp. 44—49 [in Russ.].
3. BIS Quarterly Review. (2020) *International banking and financial market developments*.
4. Avdjiev S., Binder S., Sousa R. (2017) *BIS Working Papers*, no. 627, pp. 1—44.
5. Agarwal R., Kimball M. (2019) *IMF Working Paper*, no. 19/84, pp. 1—89.
6. Andrews D., Petroulakis F. (2019) *ECB Working Paper Series*, no. 2240, pp. 1—56.
7. Banerjee R.N., Hofmann B (2018) *BIS Quarterly Review*. Pp. 67—78.
8. Bank for International Settlements. (2017) *87th Annual Report*. Pp. 1—249.
9. Lipton D. (2019) *IMF Annual Report*. Pp. 1—106.
10. Mathias D., Mikael J., Anton K. (2017) *BIS Working Papers*, no. 645, pp. 1—54.