

«КОМПАНИИ-ЗОМБИ» В МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

С. Ю. Коровин

*ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства
и государственной службы» при Президенте Российской
Федерации», г. Москва, Россия*

Рецензент д-р экон. наук, профессор А. Ф. Пенкин

Ключевые слова: денежно-кредитная политика регуляторов в преддверии кризиса; «компания-зомби»; несостоятельность компаний в металлургической отрасли России; стоимость заимствований.

Аннотация: Выполнен выборочный анализ компаний металлургической отрасли на предмет возможного наличия «компаний-зомби» в данной отрасли. Рассмотрены последствия применения политики «дешевых денег» и продолжительно низких процентных ставок. Подтверждено наличие «около нулевых» процентных ставок в ряде стран. Раскрыто понятие «компания-зомби» и применен адаптированный коэффициент для российских предприятий с учетом российских стандартов отчетности. Представлены и обобщены результаты по наличию или отсутствию такого рода компаний. Сделаны выводы о последствиях их преобладания в экономике.

Введение

В мировой экономике одним из актуальных вопросов является анализ причин и прогнозирование последствий мировых финансовых кризисов. Существует достаточно большое количество теоретических и практических знаний по временным промежуткам наступления кризисов. Согласно циклам К. Жюглера, такие кризисы происходят раз в 7 – 11 лет. Данная теория подтверждается историческими процессами: кризисы 1998, 2008 годов и есть вероятность наступления кризиса в 2019-2020 годах. О высокой вероятности наступления кризиса в данный промежуток времени говорит и модель циклов Кондратьева. Экономика находится на понижательной волне в период 2018 – 2020 годов, что может указывать на вероятность кризиса в это время.

Коровин Степан Юрьевич – аспирант кафедры экономики и финансов общественного сектора, e-mail: stepkor@inbox.ru, ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», г. Москва, Россия.

В аналитических исследованиях международных организаций разных стран мира существуют ожидания по предстоящему кризисному потрясению, чаще всего подчеркивается, что источником станут финансовые рынки. Тяжесть кризиса может усугубить закредитованность предприятий разных стран мира, которые называются «компании-зомби». Данные компании не могут покрыть свои долги прибылью при повышении процентных ставок. Фактически они работают в ноль и существуют только благодаря дешевым кредитам. Такие компании стали появляться именно в период 2007 – 2015 годов, когда процентная ставка по кредитам была минимальная и даже отрицательная для восстановления после финансового кризиса. Данная политика мягкой кредитно-денежной стратегии регуляторов и доступности кредитных средств была внедрена для выхода из кризиса 2007 – 2009 годов. Предполагалось, что в дальнейшем ситуация на финансовых рынках вернется к «нормальному» состоянию, предусматривающему рост процентных ставок. Однако выход из кризиса оказался сложнее, чем изначально было спрогнозировано. Центральные банки стран вынуждены были продолжить мягкую кредитно-денежную политику для поддержания последующего восстановления. Их попытки вернуться к «нормальному» состоянию очень быстро показали, что финансовые рынки оказались чувствительными к ужесточению политики, ограничению ликвидности, и начали возникать финансовые уязвимости.

Последствия посткризисной политики и дешевых денег

Сохранение политики «дешевых денег» позволяет поддерживать экономику, но при этом затрудняет ее восстановление, так как происходит давление на долговую и финансовую системы экономики. То, что изначально предполагало подтолкнуть экономику к восстановлению, в настоящее время оказывает губительный эффект, и продолжение такой политики может стать негативным для мировой экономики. Для дальнейшего устойчивого роста необходим сбалансированный комплекс мер по обеспечению снижения долговой нагрузки на компании и доступа к заемным средствам несостоятельных организаций. Необходимо проводить структурные реформы для стимулирования инвестиций и повышения эффективности расходов. Во многих странах кризис привел ставки к так называемой «нулевой нижней границе». Большинство стран находятся на нижней границе и спустя 10 лет, а некоторые даже имеют отрицательную процентную ставку.

Американский экономист, директор Национального экономического совета Ларри Саммерс считает, что центральные банки не будут иметь достаточного пространства для маневра в политике, чтобы противостоять следующей рецессии, поскольку обычный сценарий предполагает, что страны должны иметь возможность снизить ставки на 500 базисных пунктов, чтобы эффективно реагировать на важные негативные потрясения. Нижняя граница процентных ставок обусловлена присутствием наличных денег, которые по замыслу дают номинальную процентную ставку, равную нулю. Если центральный банк попытается снизить свою ставку значительно ниже нуля, коммерческие банки увидят, что их процентная маржа будет снижаться до тех пор, пока они не будут взимать

отрицательные проценты по депозитам, например, в настоящее время отрицательные процентные ставки по депозитам практикуют в Дании, Швеции, Швейцарии, Японии.

При этом существует риск перевода в наличные средства вкладчиками, что приведет к оттоку депозитов из банковского сектора. Также это не выгодно и инвесторам, которые вкладываются в экономики других стран для получения прибыли. Данная мера введена в ответ на рецессию для того, чтобы «накачать» экономику деньгами и выйти на оптимальные уровни роста. В 2017–2018 годах Федеральная резервная система США начала повышать ставки, и несколько других центральных банков попытались осуществить аналогичные действия. При скромном восстановлении мировой экономики может показаться привлекательным, что данный опыт нулевых или умеренно отрицательных ставок был осуществлен единообразно. Однако есть вероятность сомневаться в том, что это была разовая мера, так как существует возможность повторения спадов, а возможностей для борьбы с ними путем снижения процентных ставок остается все меньше. Снижение ставок на 500...600 базисных пунктов было типичным во время рецессий в развитых странах, но в настоящее время ставки в большинстве развитых стран остаются слишком близкими к нулю, чтобы можно было сократить их до такого размера без использования отрицательных ставок.

Таким образом, проводимая и сегодня политика дешевых денег способствует сохранению большого числа недостаточно конкурентноспособных компаний, которые не могли бы существовать в финансовых условиях, характерных для докризисных 2007 – 2009 годов. Если начнется финансовый кризис, то в условиях, когда пространство для дальнейшего снижения стоимости заимствований уже исчерпано, эти компании попадут в крайне сложное положение, особенно если кризис обострит проблемы ликвидности банков и заставит их ограничивать объемы кредитования.

Насколько данная проблема актуальна для отечественных компаний? С одной стороны, они не избалованы мягкой денежно-кредитной политикой регулятора, процентные ставки даже после последних решений ЦБ РФ достаточно высоки и несравнимы с зарубежной практикой ведения бизнеса. В случае необходимости стоимость заимствований для компаний в отечественной валюте может быть снижена. С другой стороны, у компаний, формирующих хребет российской экономики, в том числе металлургических, крайне высока зависимость от мировых цен на продукцию, а также зависимость от зарубежного финансирования. Мировые потрясения не обойдут их стороной. Поэтому оценка их уязвимости с позиций отработанных в мировой практике методик имеет важное значение.

Раскрытие понятия «компания-зомби». Методы расчета и их применение на практике

В мировой практике для анализа состояния компании и отнесения или не отнесения ее к «компания-зомби» используется формула коэффициента покрытия процентов (**ICR**, *англ.* Interest Coverage Ratio). В связи с тем, что не все российские компании заполняют бухгалтерскую отчетность по Международным стандартам финансовой отчетности, то представлен-

ные ниже результаты будут основываться на операционной прибыли и процентов к уплате путем деления. При этом целевым значением является коэффициент 1 со следующей интерпретацией: значение ICR меньше 1 говорит о том, что приток денежных средств в компанию недостаточен даже для выплаты процентов; равное 1 – показывает, что притока денежных средств хватает только на погашение процентов по кредиту, но фактически компании необходимо снова брать кредиты, чтобы продолжить свое существование.

В данной работе значение коэффициента ICR будет отталкиваться от значения 1,5, что позволит определить не только уже существующие «компаний-зомби» на российском рынке, но и компании, на которые стоит обратить внимание с точки зрения высокой вероятности невыплаты заемщиком процентов по задолженностям в будущем. Данный показатель будет рассмотрен на примере восьми компаний в промежутке последних трех лет (2016 – 2018 гг.) на основании годовых значений бухгалтерской отчетности в металлургической промышленности.

В настоящее время исследования по «компаниям-зомби» актуальны в Европе и по данному поводу опубликовано достаточное количество материалов. Исследования Банка международных расчетов (**BIS**, *англ.* Bank for International Settlements) говорят о том, что в период 1980 – 2016 гг. число «компаний-зомби» выросло с 2 до 12 % и продолжает расти. Рост вызван тем, что компании оставались в состоянии «зомби» на протяжении долгого времени, не смогли восстановиться и не банкротились. Вероятность пребывания в состоянии «компаний-зомби» выросла до 85 %. Основной причиной, позволяющей существование «компаний-зомби», BIS считает «слабые банки». Когда у таких банков балансовые отчеты ухудшаются, они имеют стимулы для того, чтобы пролонгировать кредиты нежизнеспособным фирмам, а не списывать их. Препятствуя корпоративной реструктуризации, плохо разработанные, по мнению BIS, режимы банкротства также сыграли не последнюю роль в росте подобного рода компаний.

Другая не менее важная причина – тенденция снижения процентных ставок. С одной стороны, низкие ставки должны уменьшить нагрузку на «компаний-зомби», поскольку они улучшают ICR за счет сокращения процентных расходов, при прочих равных условиях, с другой – низкие ставки снижают давление на кредиторов, что приводит к «подсаживанию» фирм на заимствование. Исследования подтверждают, что существует более тесная корреляция между ростом доли «компаний-зомби» и падением номинальных процентных ставок. Другим фактором может быть и меньшее давление на снижение доли заемных средств. Эта взаимосвязь может также отражать обратную причинно-следственную связь: более высокая доля «компаний-зомби» может подавить рост производительности, что в свою очередь приведет к снижению уровня процентных ставок в долгосрочной перспективе.

Роль процентных ставок также достаточно существенна, если рассматривать акции компаний. Более низкие номинальные процентные ставки подталкивают к росту акции тех секторов, где фирмы в большей степени зависят от внешнего финансирования. В исследованиях Ryan Niladri Banerjee и Boris Hofmann указывается, что связь является статистически

значимой. Как итог, более низкие ставки стимулируют совокупный спрос и повышают занятость и инвестиции в краткосрочной перспективе, но более высокая распространенность «зомби» нерационально распределяет ресурсы и влияет на рост производительности.

На основании поставленной цели по анализу выявления «компаний-зомби» в металлургической отрасли российской экономики для ряда компаний получены результаты, представленные в табл. 1. Расчеты адаптированного коэффициента ICR под российские стандарты бухгалтерского учета проводились на основании годовых отчетностей компаний за 2016 – 2018 годы.

Анализ данных (см. табл. 1) и применение пограничного значения для выявления «компаний-зомби» на российском рынке части выбранных компаний показал их существование. В связи с тем, что данный коэффициент отвечает только за выплату именно процентов по кредиту, то логичным является его повышение, чтобы, расплачиваясь с одним кредитом, не брать новый на финансирование своей деятельности. В рамках этого особое внимание из представленной выборки заслуживают такие компании как ПАО «ТМК» и ПАО «Мечел». На конец 2018 года у данных компаний можно констатировать неудовлетворительные значения по коэффициенту ICR, что говорит о полной зависимости фирм от заемных средств. Отметим, что компании на протяжении последних трех лет показывают значения ниже или около 1. Это говорит о системном и постоянном заимствовании средств на финансирование их производственной деятельности.

Компании ПАО «ЧТПЗ» и ПАО «Тулачермет» на конец 2018 года не являются «компаниями-зомби», однако их показатели за предыдущий год заставляют обратить на себя внимание, так как до этого значения указывали обратное. В 2017 году компания ПАО «Тулачермет» даже имела отрицательное значение, то есть себестоимость превысила общий объем продаж и операционная прибыль оказалась отрицательной. Данные компании необходимо проанализировать в дальнейшем, так как показатель ICR правильнее рассматривать в разрезе трех лет.

Остальные четыре компании из представленной выборки имеют удовлетворительное значение и на протяжении последних трех лет их показатели увеличивались, что говорит об эффективной работе и низких уровнях заимствований.

Таблица 1

Данные коэффициента ICR

| Публичное акционерное общество (ПАО) | 2018 | 2017 | 2016 |
|---|--------|-------|-------|
| Новолипецкий металлургический комбинат | 27,19 | 14,74 | 8,54 |
| Северсталь | 14,89 | 6,95 | 6,08 |
| Магнитогорский металлургический комбинат | 115,77 | 65,01 | 23,19 |
| Горно-металлургическая компания «Норильский никель» | 9,84 | 6,73 | 5,38 |
| Трубная металлургическая компания | 1,01 | 0,84 | 0,81 |
| Мечел | 0,43 | 0,06 | 0,47 |
| Челябинский трубопрокатный завод | 1,83 | 1,07 | 1,52 |
| Тулачермет | 2,02 | -0,43 | 0,69 |

Заключение

Новые кредиты и растущие цены на активы поддерживают совокупный спрос и экономическую активность. Однако с течением времени накопление задолженности приводит к увеличению обязательств по обслуживанию долга, которые могут оказывать постоянное давление на расходы домашних хозяйств и фирм-должников. В результате этого, как только завершается финансовый цикл, положительные воздействия новых кредитов уходят на второй план, и возникает отрицательное воздействие, связанное с обслуживанием долга. В результате меры расширения финансового цикла оказываются полезными опережающими индикаторами последующих экономических спадов. Для фирм высокая корпоративная задолженность является уязвимостью в сохранении ее функционирования в будущем. Кроме того, кредитование фирм с привлечением заемных средств, то есть тех, кто берет займы либо на рынках высокодоходных облигаций, либо на рынках займов с привлечением заемных средств, стало значительным.

Преобладание «компаний-зомби» на финансовом рынке влечет за собой стагнацию развития сфер их деятельности. Неэффективные компании потребляют ресурсы, которые можно направить в эффективные, что приводит к разрыву между данными компаниями и спаду производительности труда.

Анализ выборки некоторых компаний в металлургической отрасли показал существование «компаний-зомби» и в российской экономике. Необходимо обратить внимание на такие компании, так как их возможное банкротство скажется на российской экономике.

Список литературы

1. World Economic Outlook Update. – Текст : электронный // International Monetary Fund. – January 2019. – URL : <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/01/11/weo-update-january-2019> (дата обращения: 27.12.2019).
2. Коровин, С. Ю. Грозящий кризис и «компания-зомби» / С. Ю. Коровин // Вестник НГИЭИ. – 2019. – № 6 (97). – С. 5 – 12.
3. Global Financial Stability Report: Lower for Longer. – Текст : электронный // International Monetary Fund. – October 2019. – URL : <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019> (дата обращения: 27.12.2019).
4. No Clear Skies Yet. – Текст : электронный // BIS Annual Economic Report. – June 2019. – URL : <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e.pdf> (дата обращения: 27.12.2019).
5. Ruchir, A. Breaking Through the Zero Lower Bound. – Текст : электронный / A. Ruchir, K. Miles // IMF Working Paper WP/15/224. – 39 p. – URL : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15224.pdf> (дата обращения: 27.12.2019).
6. Ruchir, A. Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions: A Guide. – Текст : электронный / A. Ruchir, K. Miles // IMF Working Paper WP/19/84. – 89 p. – URL : <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/04/29/Enabling-Deep-Negative-Rates-A-Guide-46598> (дата обращения: 27.12.2019).

7. Ryan, N. B. The Rise of Zombie Firms: Causes and Consequences. – Текст : электронный / N. B. Ryan, H. Boris // BIS Quarterly Review. – September 2018. – P. 67 – 78. – URL : https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.pdf (дата обращения: 27.12.2019).

8. Stephen, G. C. Financial Crises and Economic Activity. – Текст : электронный / G. C. Stephen, K. Marion, U. Christian // NBER Working Paper. – 2009. – No. 15379. – URL : <https://www.nber.org/papers/w15379.pdf> (дата обращения: 27.12.2019).

References

1. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/01/11/weo-update-january-2019> (accessed 27 December 2019).

2. Korovin S.Yu. [The menacing crisis and “zombie companies”], *Vestnik NGIEI* [Bulletin of the State Institute of Nuclear Research], 2019, no. 6 (97), pp. 5-12. (In Russ., abstract in Eng.)

3. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019> (accessed 27 December 2019).

4. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e.pdf> (accessed 27 December 2019).

5. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15224.pdf> (accessed 27 December 2019).

6. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/04/29/Enabling-Deep-Negative-Rates-A-Guide-46598> (accessed 27 December 2019).

7. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809g.pdf (accessed 27 December 2019).

8. <https://www.nber.org/papers/w15379.pdf> (accessed 27 December 2019).

“Zombie Companies” in the Metallurgical Industry of Russian Economy

S. Yu. Korovin

*Russian Academy of National Economy and Public Service
under the President of the Russian Federation, Moscow, Russia*

Keywords: monetary policy of regulators in anticipation of the crisis; “Zombie company”; insolvency of companies in the metallurgical industry of Russia; cost of borrowing.

Abstract: A selective analysis of metallurgical industry companies was carried out for the possible presence of “zombie companies” in the industry. The consequences of applying the “cheap money” policy and long-term low interest rates are considered. The presence of “near zero” interest rates in a number of countries was confirmed. The concept of a “zombie company” is disclosed and an adapted coefficient for Russian enterprises is applied taking into account Russian reporting standards. The results on the presence or absence of such companies are presented and summarized. Conclusions are drawn about the consequences of their predominance in the economy.

© С. Ю. Коровин, 2020