

**ИНСТИТУТ НАРОДНОХОЗЯЙСТВЕННОГО  
ПРОГНОЗИРОВАНИЯ РАН**

**ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО АНАЛИЗА И  
КРАТКОСРОЧНОГО ПРОГНОЗИРОВАНИЯ**

**ПЕРСПЕКТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ  
КОРПОРАТИВНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ  
ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ УСТОЙЧИВОГО  
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

**(ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ МИКРОУРОВНЕВОГО АНАЛИЗА)**

**Сальников В.А.**

*Заведующий лабораторией анализа и прогнозирования  
развития промышленности ИНП РАН*

**Солнцев О.Г.**

*Заведующий лабораторией анализа денежно-кредитной  
политики и банковской системы ИНП РАН*

# Сегменты рынка корпоративного кредитования - по характеру взаимодействия заемщиков и кредиторов анализ по данным отчетности предприятий России и стран Европы (1/3)

---

## I. Кредитование быстро растущих бизнесов

- наиболее высокие темпы роста бизнеса заемщиков
- наиболее высокая рентабельность бизнеса заемщиков
- невысокая доля займов и высокая доля собственных средств в пассивах заемщиков
- ставки заимствований чуть выше, чем в сегменте обычного кредитования – из-за более высокой неопределенности относительно перспектив бизнеса заемщиков
- закономерность *«чем ниже рентабельность – тем ниже ставки»*. Причина: скорость роста бизнеса коррелирует как более высокой рентабельностью, так и с более высокой неопределенностью перспектив

## II. Обычное кредитование

- средние темпы роста бизнеса заемщиков
- средняя рентабельность бизнеса заемщиков
- доля займов и доля собственных средств в пассивах заемщиков от средней до высокой (чем выше рентабельность, тем выше доля собственных средств и ниже доля займов)
- ставки заимствований чуть ниже, чем в сегменте кредитования быстро растущего бизнеса
- закономерность *«чем ниже рентабельность – тем выше ставки»*. Причина: чем ниже исходный уровень рентабельности, тем выше риск возникновения в будущем отрицательного финансового результата и неплатёжеспособности заемщика («моральный риск»)

# Сегменты рынка корпоративного кредитования - по характеру взаимодействия заемщиков и кредиторов анализ по данным отчетности предприятий России и стран Европы (2/3)

---

## III. Реализовавшийся «моральный риск»

- низкие темпы роста бизнеса заемщиков
- низкая (но ненулевая) рентабельность бизнеса заёмщиков
- высокая доля займов и низкая доля собственных средств в пассивах заёмщиков
- ставки заимствований существенно ниже, чем в сегменте «обычного» кредитования (эффект предшествующей реструктуризации долга)
- закономерность «*чем ниже рентабельность – тем ниже ставки*». Причина: в процессе реструктуризации проблемного долга кредиторы были вынуждены подстраиваться под посильный для заемщиков уровень выплат

## IV. Аффилированность заемщиков с кредитором

- средние и умеренные темпы роста бизнеса заемщиков
- согласно отчетности - очень низкая (околонулевая) рентабельность бизнеса заёмщиков
- сравнительно невысокая доля займов и умеренно-высокая доля собственных средств в пассивах заёмщиков
- минимальные (близкие к нулевым) ставки заимствований
- судя по динамике выручки и обеспеченности собственными средствами, эти заёмщики существенно более успешны, чем относящиеся к сегменту III. Тем не менее, они показывают худшую рентабельность, а заимствования привлекают по «символическим» ставкам. Это позволяет предполагать хроническое искажение отчетности, а также скрытое перераспределение финансовых ресурсов к собственникам компаний-заемщиков

# Сегменты рынка корпоративного кредитования - по характеру взаимодействия заемщиков и кредиторов анализ по данным отчетности предприятий России и стран Европы (3/3)

---

## V. Зомби-кредитование

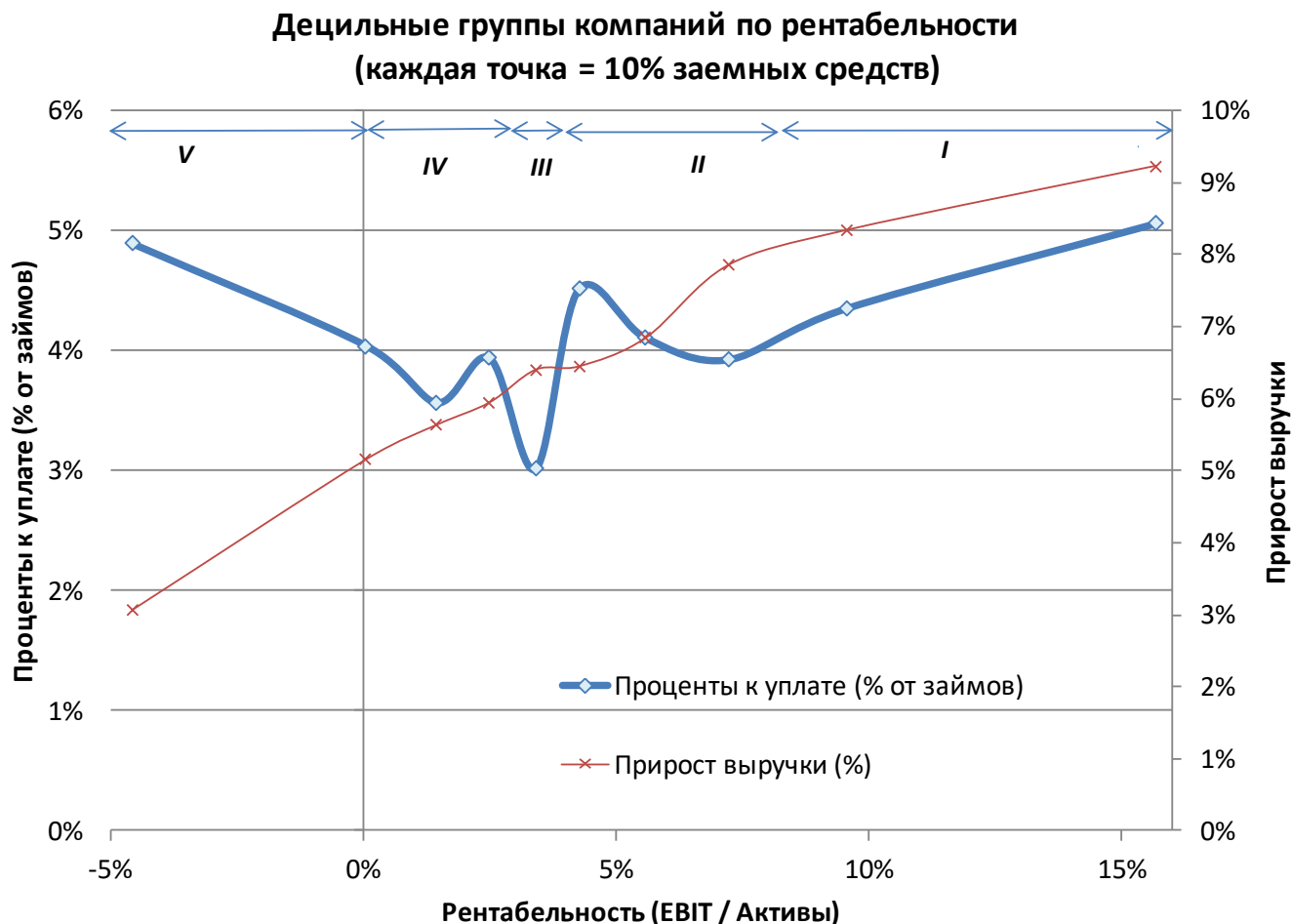
- сжатие или исключительно низкие темпы роста бизнеса заемщиков
- убыточность бизнеса заёмщиков
- низкая доля собственных средств и зачастую высокая доля займов в пассивах заёмщиков
- ставки заимствований находятся на среднем уровне, близком к рыночному - существенно более высоком, чем у заемщиков из сегмента IV. Судя по всему, кредиторы не питают надежд на выживание заёмщиков и борются за максимальный доступ к их активам в процессе «выхода» на банкротство и ликвидацию

# Корпоративное кредитование: разница в сегментации рынков России и Европы

Примерная доля сегментов рынка, %

<i>Сегмент</i>	Германия, Франция, Италия	Россия
I. Кредитование быстро растущих бизнесов	<b>20%</b>	<b>5%</b>
II. Обычное кредитование	30%	25%
III. Реализовавшийся «моральный риск»	<b>10%</b>	<b>35%</b>
IV. Аффилированность заемщиков с кредитором	20%	15%
V. Зомби-кредитование	20%	20%

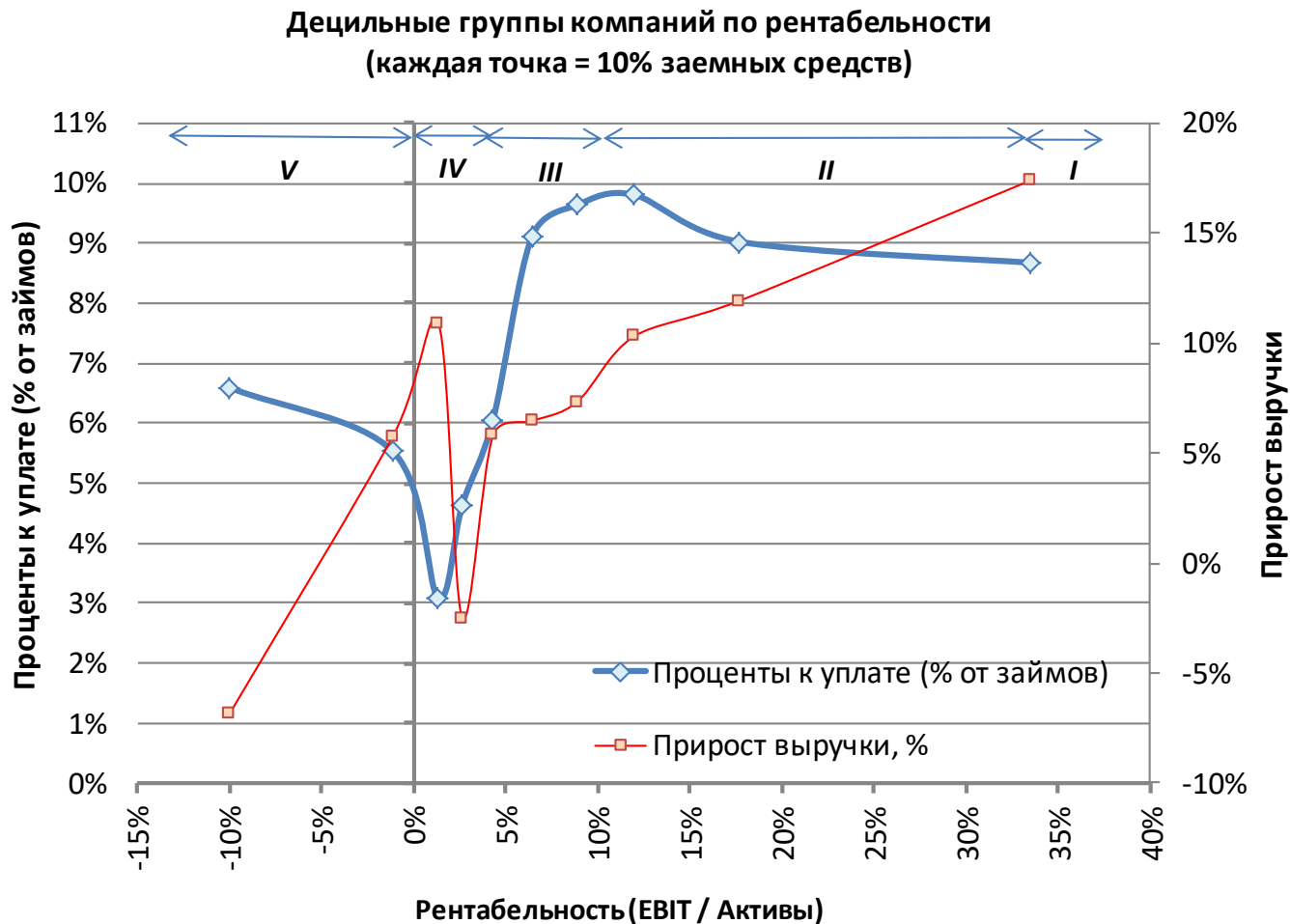
# Стоимость заимствований, рентабельность и рост: обрабатывающая промышленность КЕКС\*



Стоимость заемных средств в странах Европы варьирует несильно (в среднем 3-5% от заемных средств), при этом наблюдается хорошо интерпретируемая зависимость от уровня рентабельности

\* Крупнейшие Европейские Континентальные Страны (Германия, Франция, Италия)

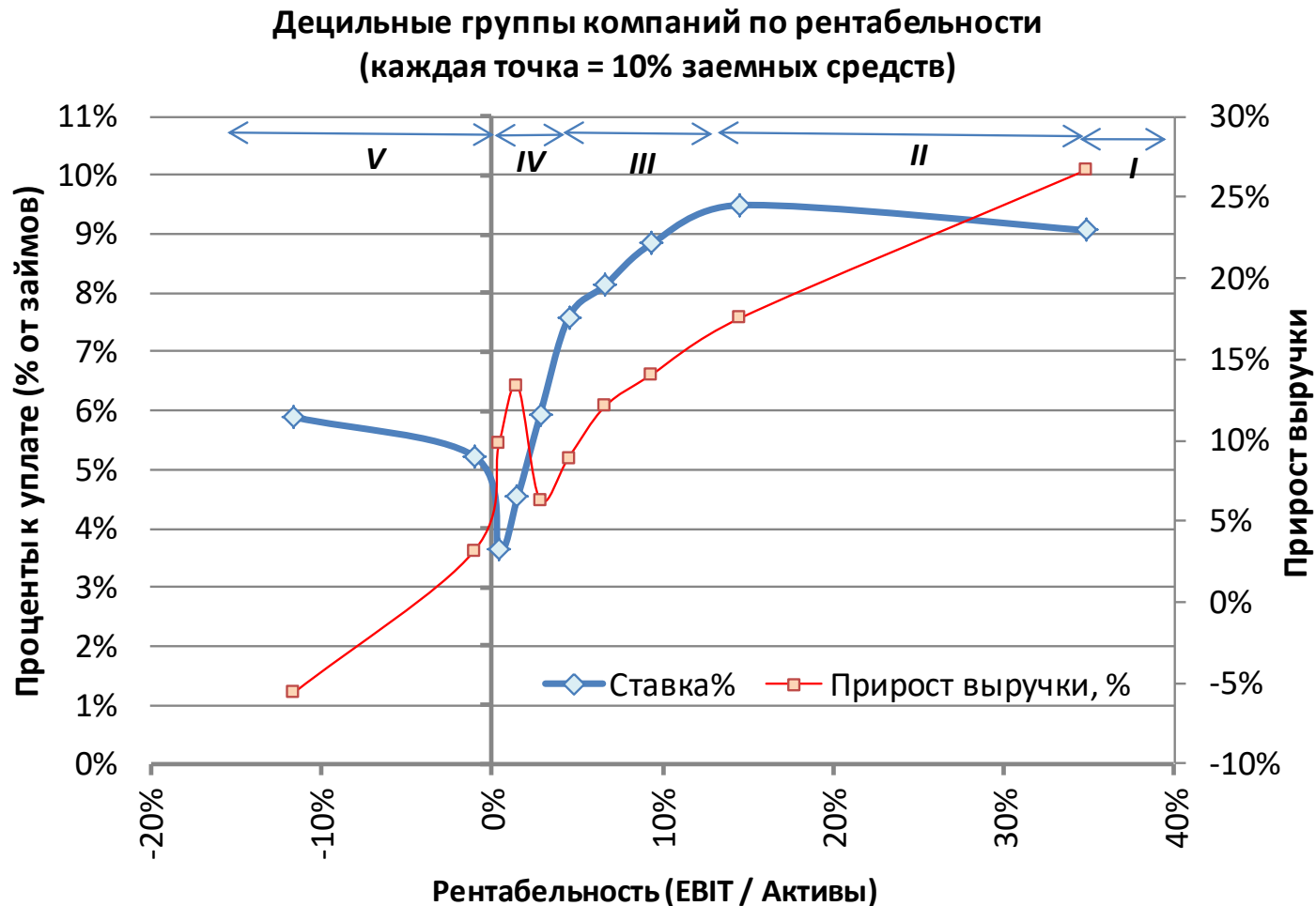
# Стоимость заимствований, рентабельность и рост: обрабатывающая промышленность России (2017)



Ситуация в России заметно отличается:

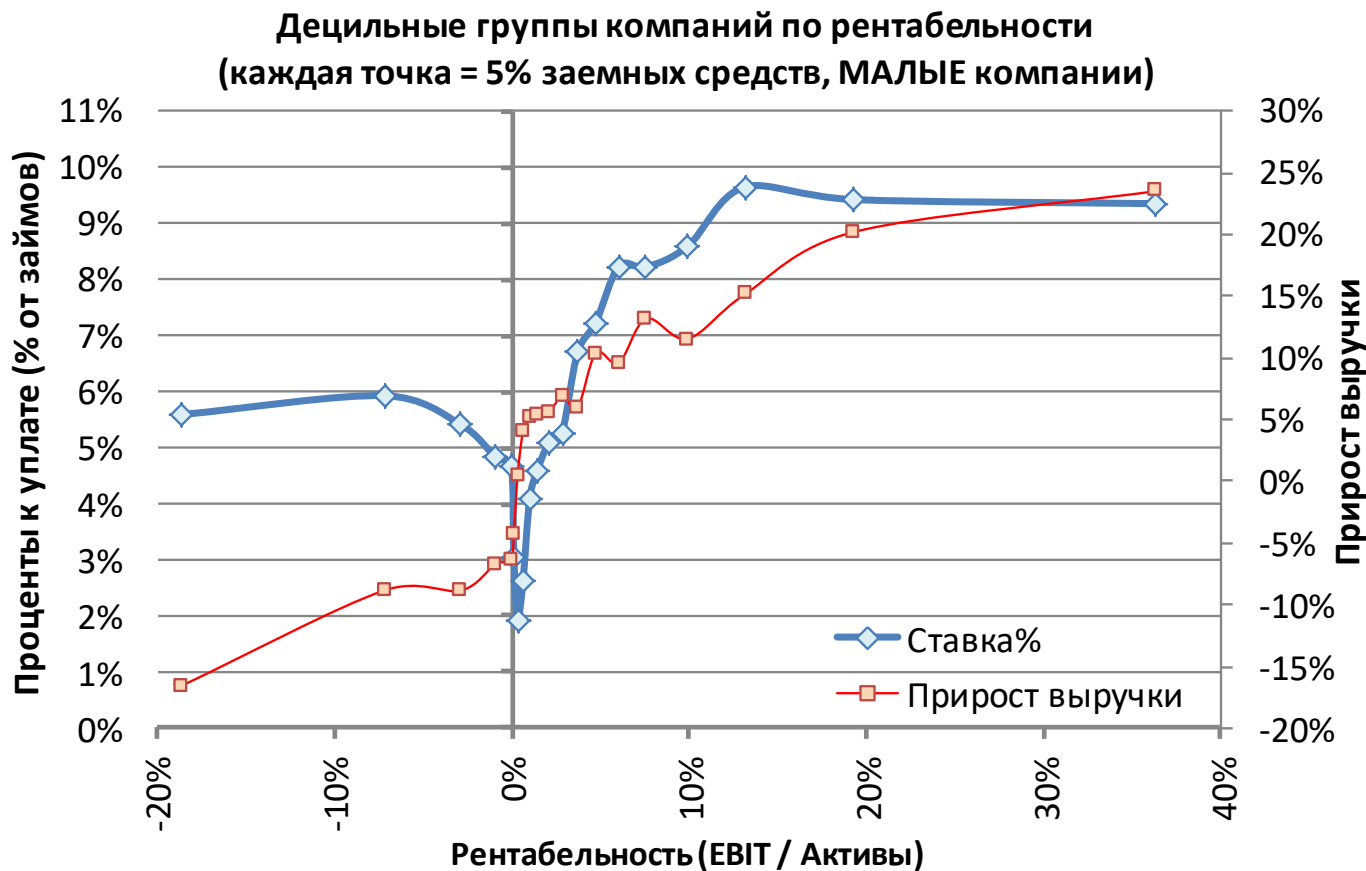
- а) дифференциация по рентабельности и росту заметно выше
- б) высока доля низкорентабельных, использующих заемные средства
- в) очень высока закредитованность низкорентабельных с падающей выручкой

# Стоимость заимствований, рентабельность и рост: нефинансовые компании России (2017)

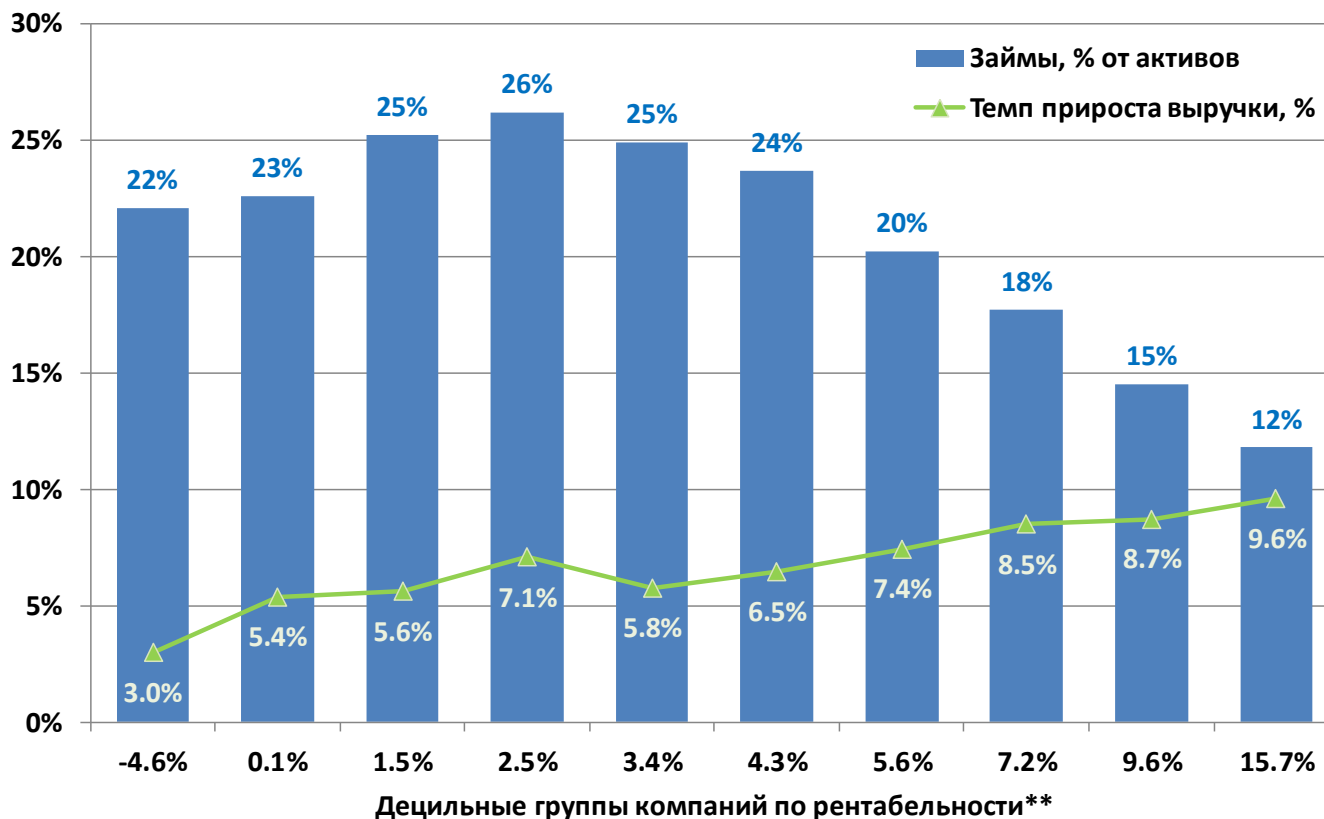




# Стоимость заимствований, рентабельность и рост: распределение устойчиво по годам и видам компаний



# Заёмные средства, рентабельность и рост: обрабатывающая промышленность КЕКС\*

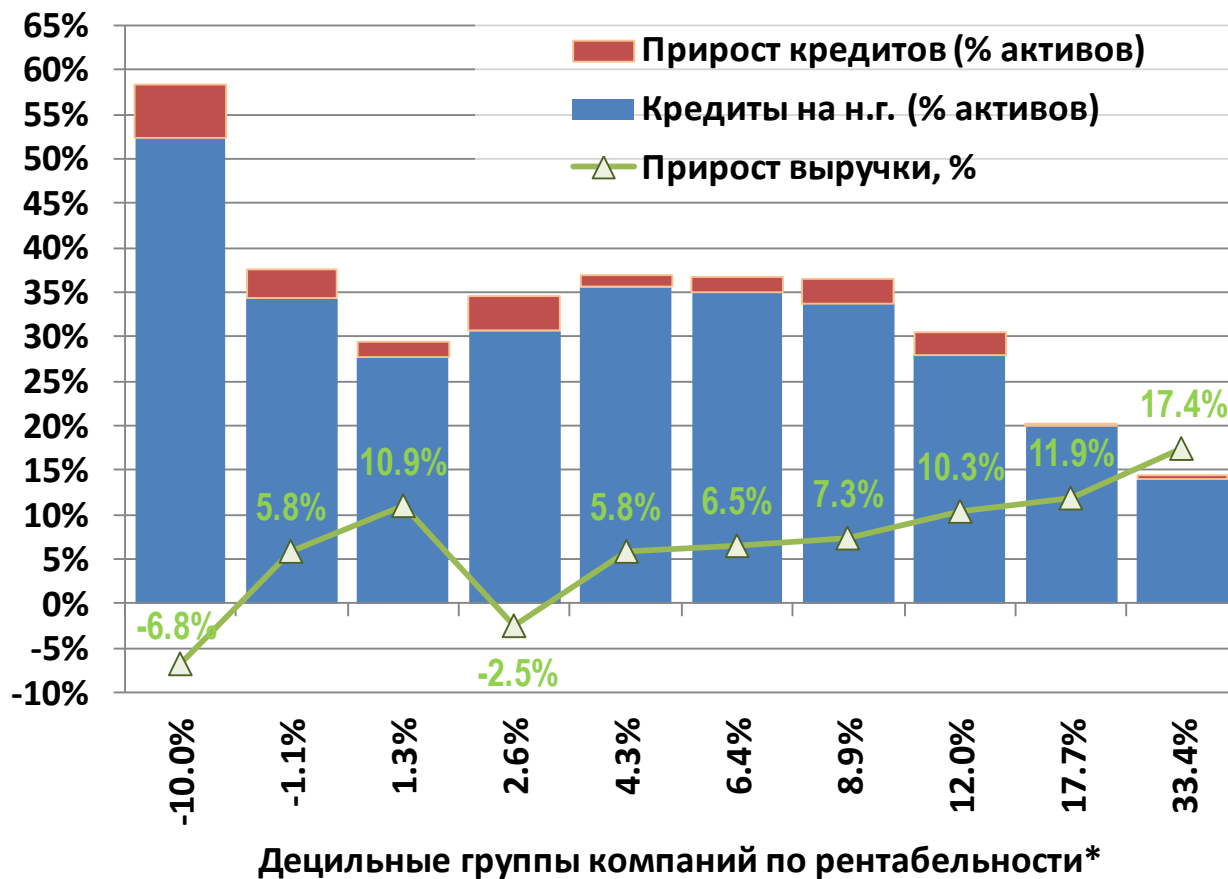


Более рентабельные и более быстрорастущие компании европейских стран в заметно меньшей степени используют заемные средства (чем медленнорастущие с невысокой рентабельностью)

\* Крупнейшие Европейские Континентальные Страны (Германия, Франция, Италия)

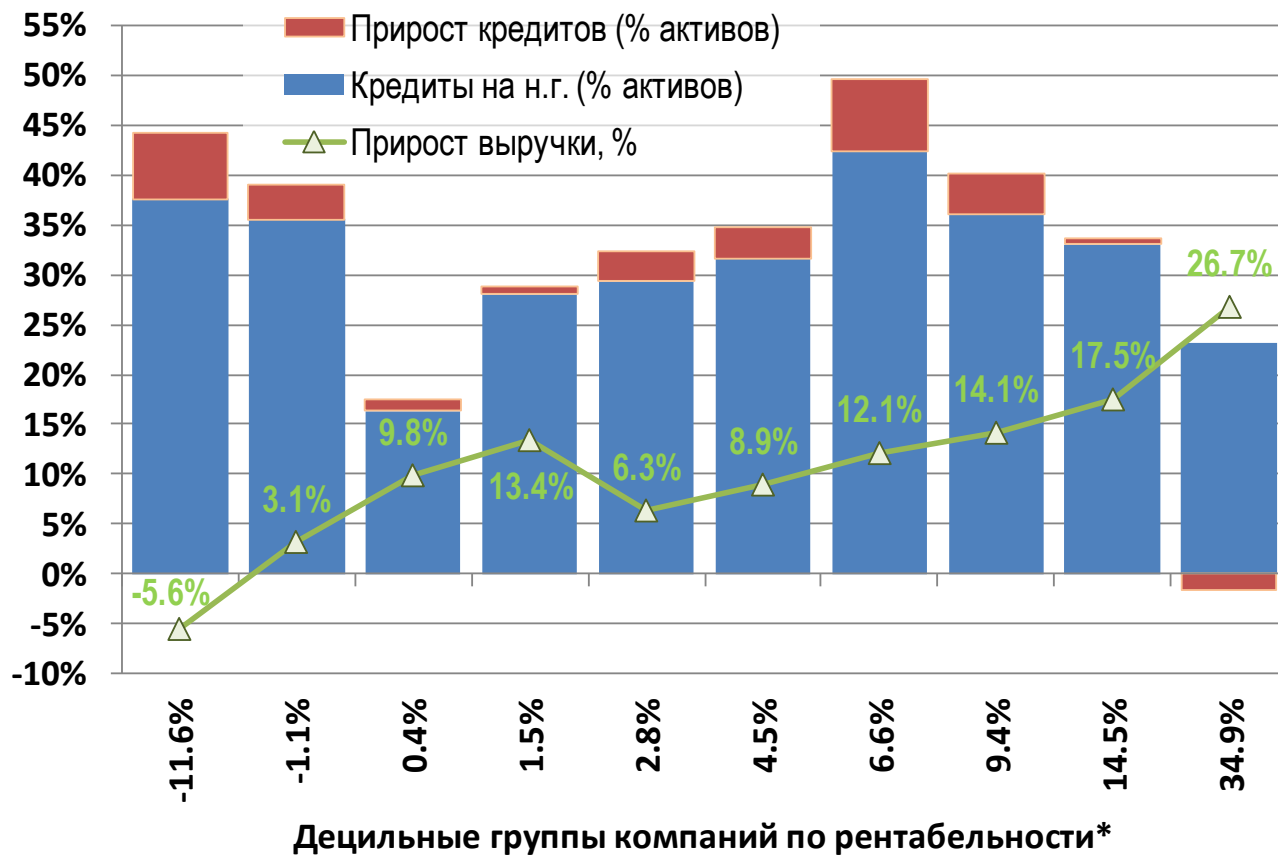
\*\* взвешенный процентиль (вес – активы), указана средняя рентабельность активов для каждого дециля

# Заёмные средства, рентабельность и рост: обрабатывающая промышленность России (2017)



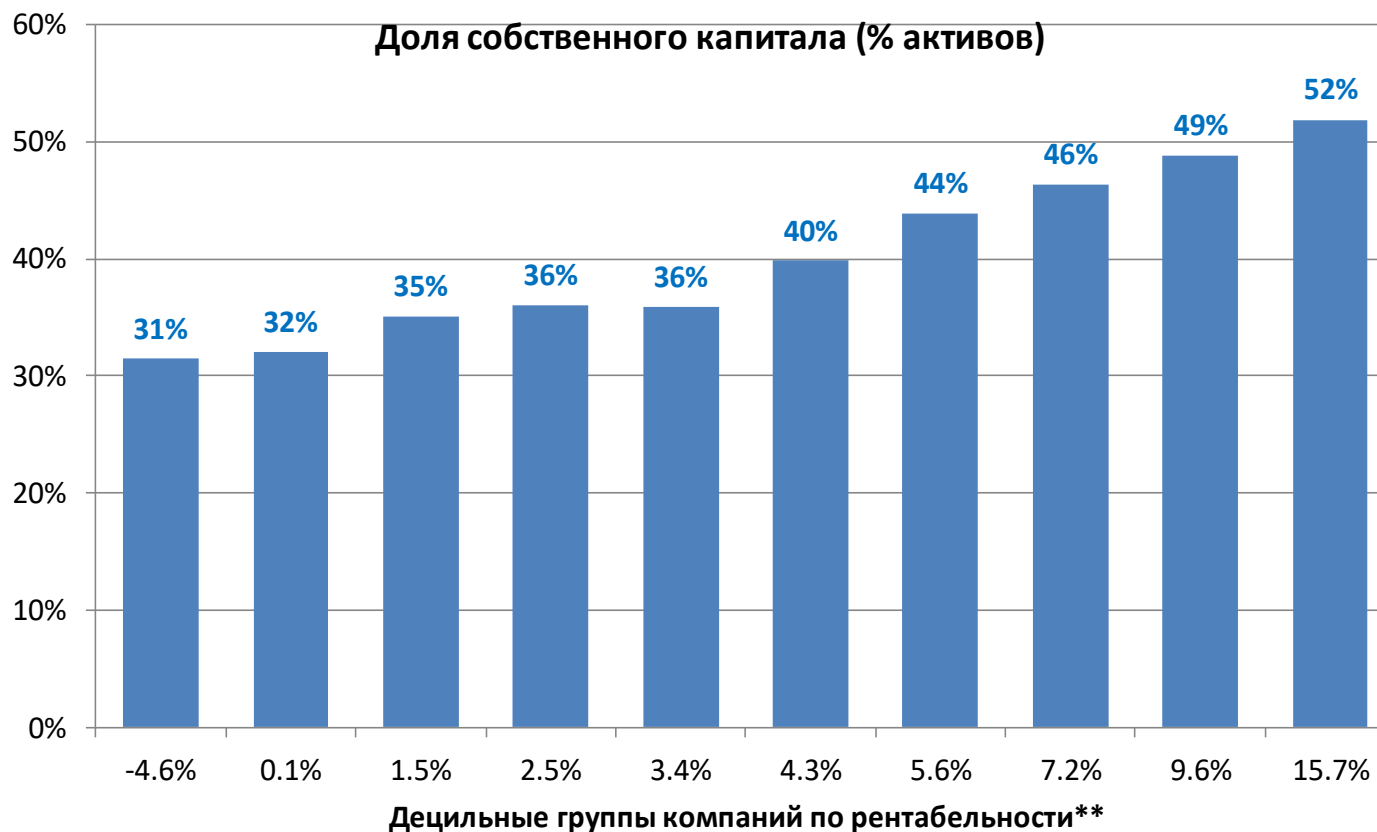
\* взвешенный процентиль (вес – активы), указана средняя рентабельность активов для каждого дециля

# Заёмные средства, рентабельность и рост: нефинансовые компании России (2017)



\* взвешенный процентиль (вес – активы), указана средняя рентабельность активов для каждого дециля нефинансовые компании – за вычетом торговли, нерыночных и персональных услуг

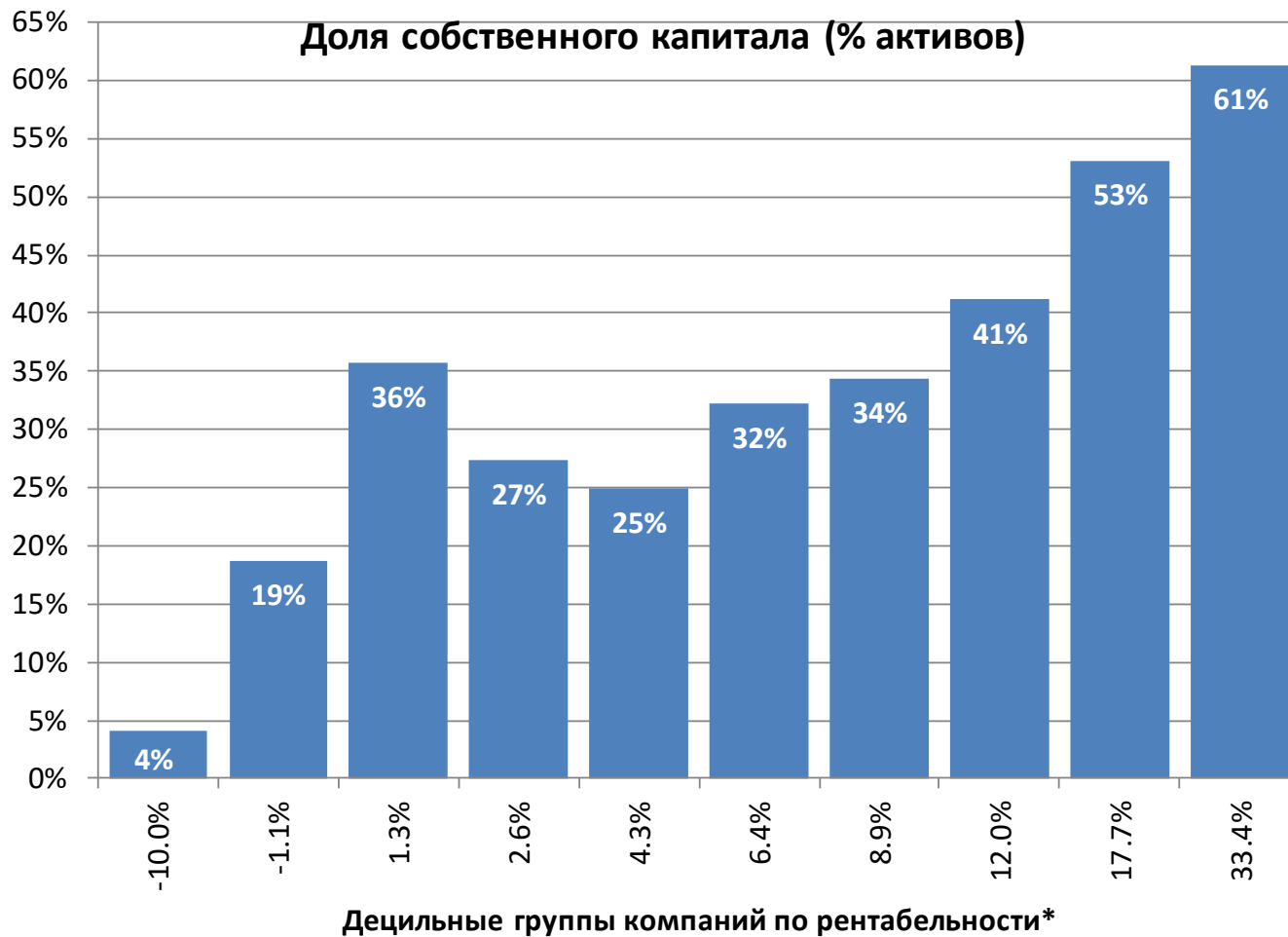
# Рентабельность и обеспеченность собственным капиталом: обрабатывающая промышленность КЕКС\*



\* Крупнейшие Европейские Континентальные Страны (Германия, Франция, Италия)

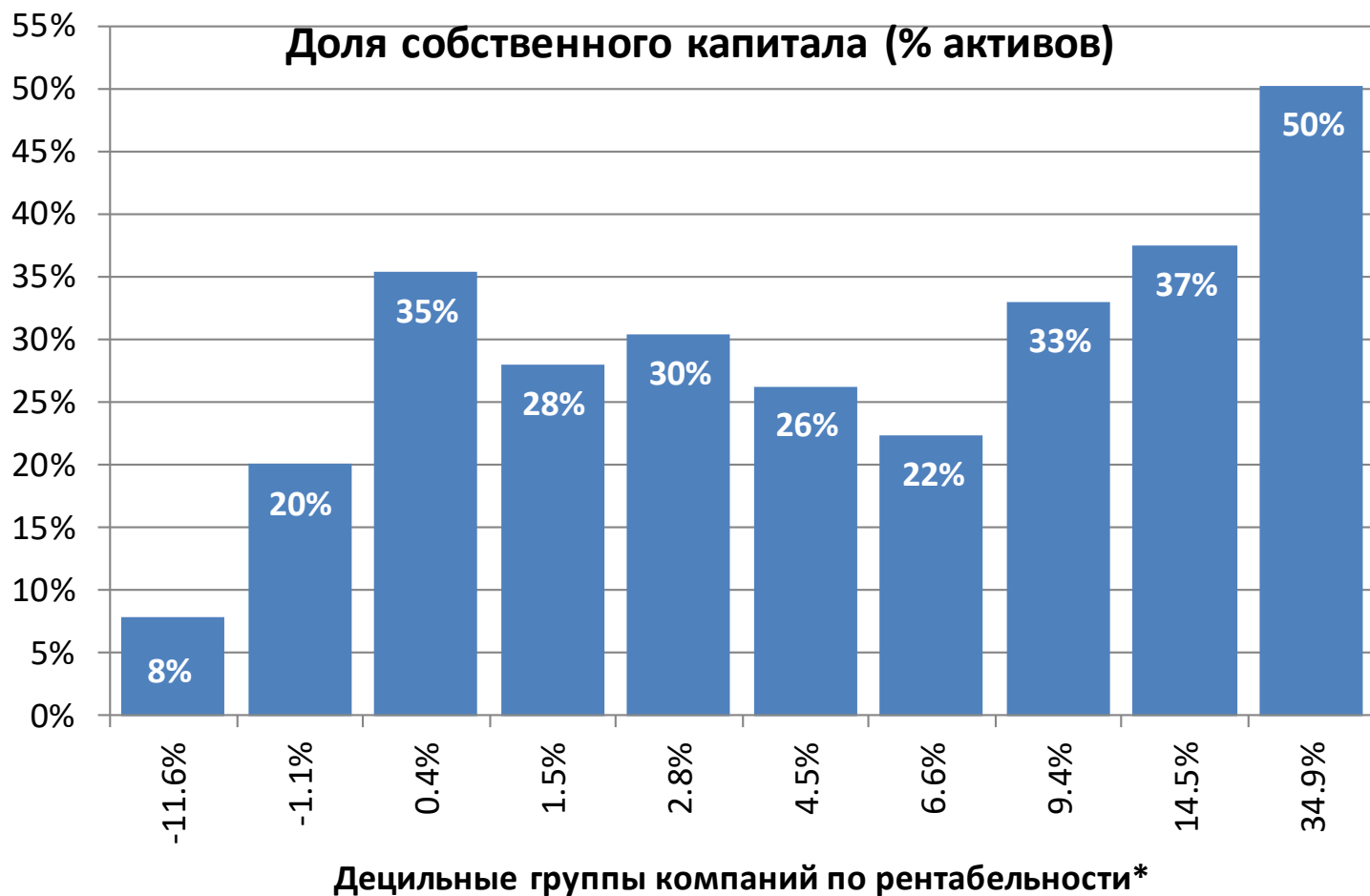
\*\* взвешенный процентиль (вес – активы), указана средняя рентабельность активов для каждого дециля

# Рентабельность и обеспеченность собственным капиталом: обрабатывающая промышленность России (2017)



\* взвешенный процентиль (вес – активы), указана средняя рентабельность активов для каждого дециля

# Рентабельность и обеспеченность собственным капиталом: нефинансовые компании России (2017)



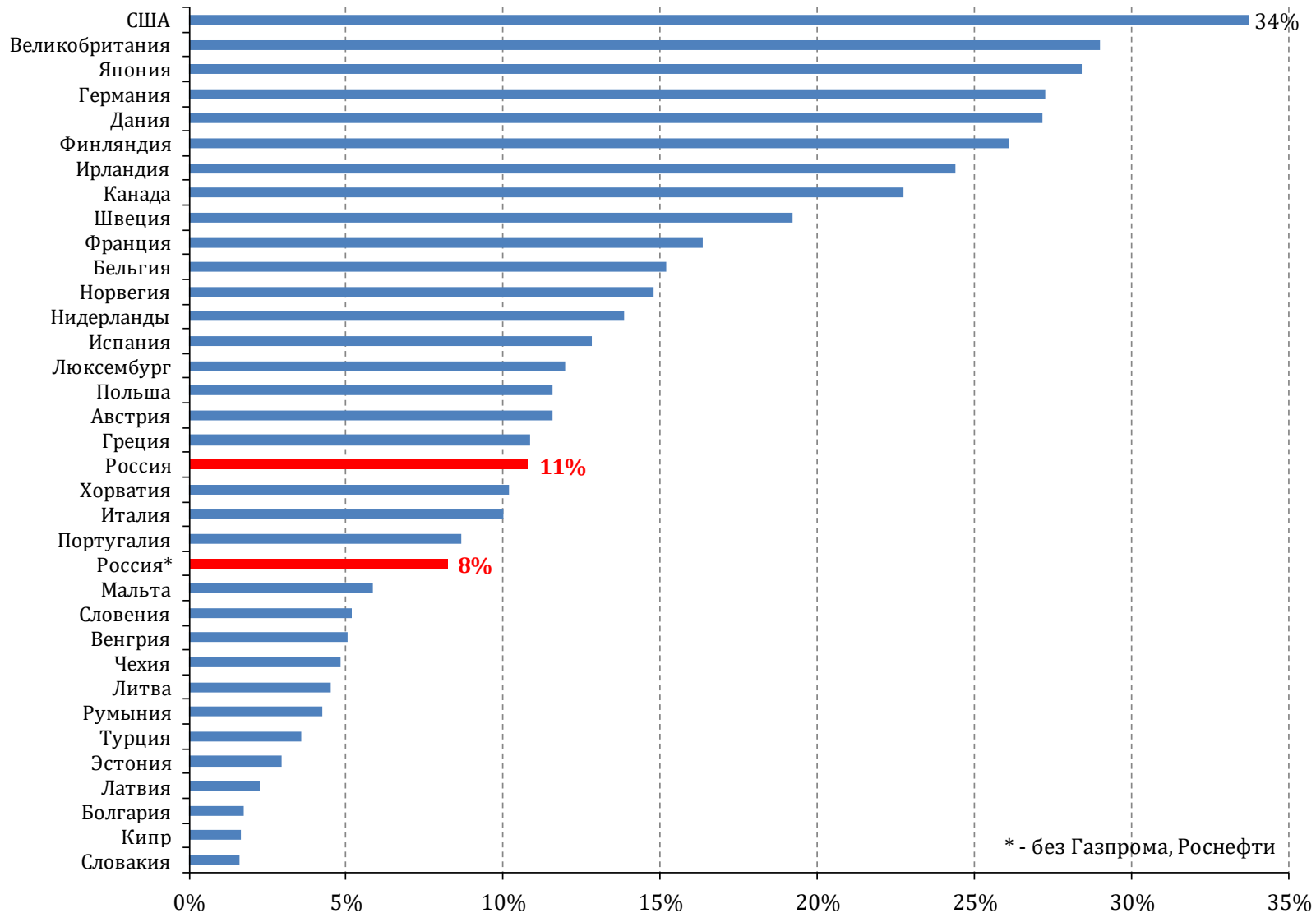
\* взвешенный процентиль (вес – активы), указана средняя рентабельность активов для каждого дециля нефинансовые компании – за вычетом торговли, нерыночных и персональных услуг

# Кейсы по различным сегментам

Компания	Ставка %	Рент-ть (ЕБИТ/СФР к активам)	Примечание
<b>Сегмент I (Кредитование быстрорастущих бизнесов)</b>			
АО "АВИАКОМПАНИЯ "РОССИЯ"	12,3%	23,8% / 21.2%	В целом по Группе показатели близкие
ОАО "СЕВЕРНОЕ МОЛОКО"	12.6%	11.3% / 7.5%	Ставка выше рынка, но, видимо, на уровне нормальных рублевых кредитов для «средних компаний из обработки»
ООО "ПАКЕТТИ-ГРУПП"	13.6%	12.3% / 3.3%	
<b>Сегмент II (Обычное кредитование)</b>			
Мегафон	9,9%	7,7% / 2,4%	
"АГРОКОМПЛЕКС" им. Н.И.ТКАЧЕВА	13,7%	7,7% / -1,9%	Рублевые кредиты
"АКРОН"	7,7%	11,9% / 6,0%	Часть обязательств – в валюте
<b>Сегмент III (Реализовавшийся «моральный риск»)</b>			
UTair (ПАО)	4,2%	3,3% / -0,8%	Обязательства в валюте, предложения о реструктуризации (с ↓%)
<b>Сегмент V (Зомби-кредитование)</b>			
ГК Мечел	10,5%	2,9% / -6,0%	Займы от связанных сторон, берущих кредиты у банков (%↑)
"Современные технологии обработки древесины"	8,0%	-5,4% / -13,9%	В прошлом быстрорастущая, столкнувшаяся с проблемами

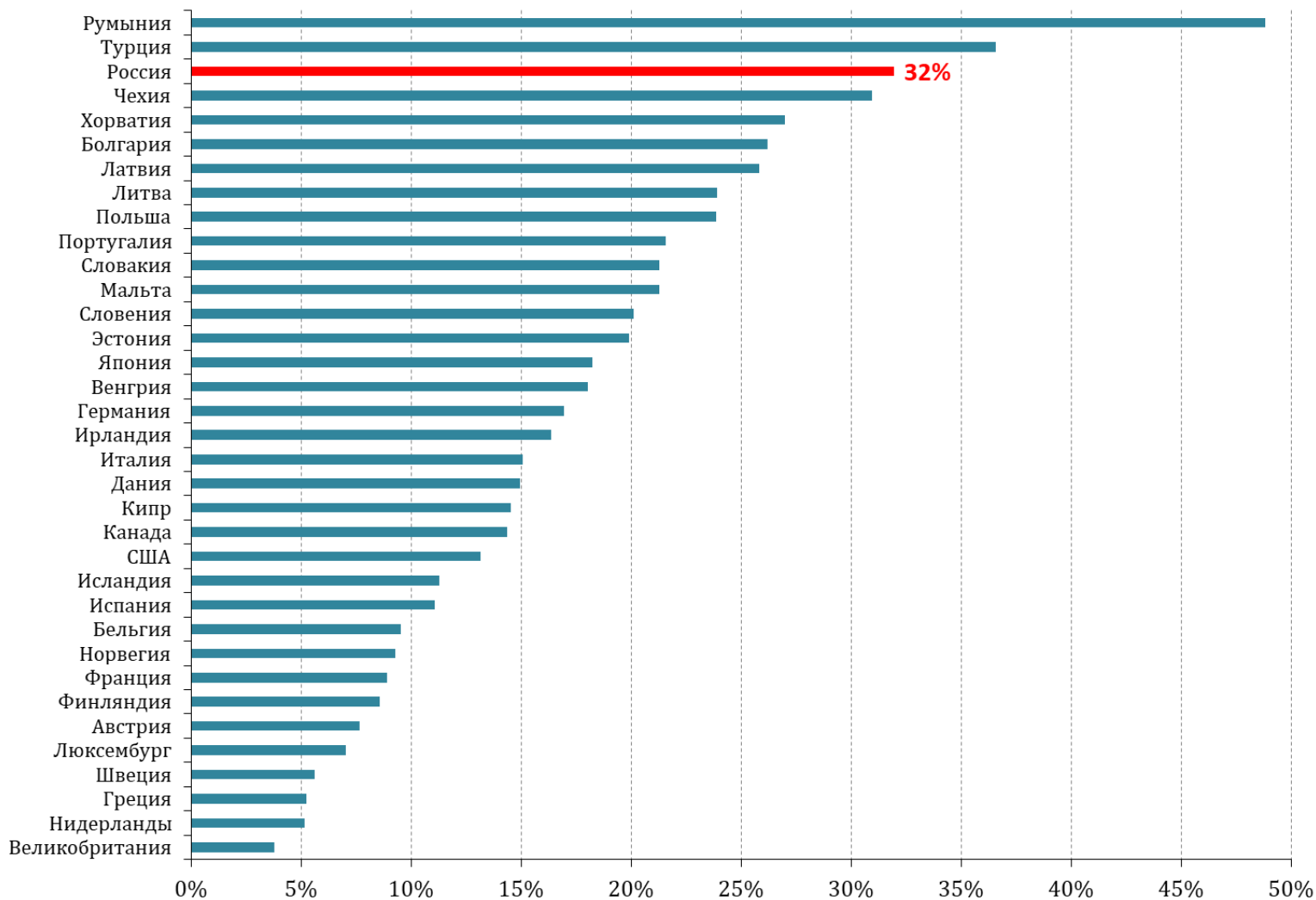


# Доля акций, прошедших листинг на биржах, в обязательствах нефинансовых корпораций (по данным балансов финансовых активов и обязательств СНС, Россия -2018 г., другие страны – 2017 г.)



\* - без Газпрома, Роснефти

# Доля кредиторской задолженности и прочих обязательств в обязательствах нефинансовых корпораций (по данным балансов финансовых активов и обязательств СНС, Россия -2018 г., другие страны – 2017 г.)



# Предпочтительные направления развития инструментов корпоративного финансирования

---

- Расширение возможностей кредитования быстро растущих бизнесов (сегмент I) посредством развития проектного финансирования, с опорой на механизмы стимулирующего банковского регулирования
  - Снятие с банковского кредита несвойственной ему функции квази-инструмента вынужденного участия банков в капиталах компаний (сужение сегмента III «реализовавшийся моральный риск»)
    - упрощение процедур эмиссии акций нефинансовых компаний, стимулирование прохождения компаниями реального сектора биржевого листинга
    - упрощение деятельности фондов прямых инвестиций (с привлечением средств как корпоративных инвесторов, так и банков)
  - Ограничение чрезмерной роли межфирменного кредитования путем развития факторинга, упрощения эмиссии коммерческих бумаг, возможно
  - В целом - снижение полной стоимости корпоративного банковского кредита для ослабления чрезмерной роли межфирменного кредитования
  - Выявление в рамках надзора скрытой аффилированности компаний и банков (в том числе между застройщиками и банками-держателями эскроу-счетов) с опорой на возможности «больших данных»
-

---

**Спасибо  
за внимание!**