



Банк России



# РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ НЕФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ И ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ПО БАНКОВСКИМ КРЕДИТАМ

Аналитическая записка

А. Егоров  
А. Могилат  
Ю. Перевышин

Декабрь 2019

# СОДЕРЖАНИЕ

<b>Введение.....</b>	<b>2</b>
<b>1. Рентабельность и процентная ставка в теории и практике финансового анализа .....</b>	<b>3</b>
1.1. Теоретические аспекты.....	3
1.2. От теории к практике .....	4
<b>2. Рентабельность и ставка для российских компаний.....</b>	<b>6</b>
2.1. Характеристика исходных данных и отраслей для анализа.....	7
2.2. Рентабельность и ставка в динамике .....	7

Аналитическая записка подготовлена Департаментом денежно-кредитной политики.  
Все права защищены. Содержание настоящей записки отражает личное мнение авторов и может не совпадать с официальной позицией Банка России. Любое воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Фото на обложке: Shutterstock/FOTODOM

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12

Телефон: +7 495 771-99-99 (доб. 7-46-80)

Официальный сайт Банка России: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

## ВВЕДЕНИЕ

Кредиты банков нефинансовым организациям – важный источник финансирования инвестиций в реальном секторе экономики. Особенно этот тезис актуален, когда речь идет о долгосрочных проектах, требующих значимых финансовых вложений сегодня для получения желаемого результата завтра. Вместе с тем накопление задолженности неизбежно требует от компании нести расходы по ее обслуживанию. Обслуживание задолженности зависит от складывающихся условий на рынке кредитов, а целесообразность привлечения кредитов – от уровня рентабельности активов.

Уровень процентных ставок – один из факторов, оказывающих влияние на спрос и предложение кредитных ресурсов. В дискуссиях о доступности кредитов для нефинансовых компаний основной акцент зачастую делается на оценке жесткости или мягкости кредитных условий, на которые оказывает влияние Банк России с помощью решений по ключевой ставке. Однако, помимо действий монетарных властей, спрос и предложение кредитных ресурсов в значительной степени зависят и от других факторов. Например, целесообразность кредитования компаний с низкими финансовыми результатами остается за рамками обсуждений. Зачастую не процентные ставки, а проблемы неэффективного управления или недостаточно проработанной бизнес-модели являются причинами недоступности заемных средств. В данном материале ставится задача анализа связи между рентабельностью и процентными ставками.

Основной результат заключается в том, что сравнивать процентные ставки по привлеченным ресурсам с показателями рентабельности необходимо с учетом уровня за кредитованности компаний. В 2015–2018 гг. в экономике в целом рентабельность активов была выше уровня безубыточности; как следствие, уровень ставок по заемным средствам не являлся препятствием для инвестиционной активности.

# 1. РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ И ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА В ТЕОРИИ И ПРАКТИКЕ ФИНАНСОВОГО АНАЛИЗА

## 1.1. Теоретические аспекты

В финансовом анализе существует несколько показателей для оценки финансового результата компании в зависимости от поставленных целей. «Верхнеуровневая» оценка – валовая прибыль – рассчитывается как разница между выручкой от продаж и себестоимостью продукции. Наиболее строгая оценка финансового результата – чистая прибыль – рассчитывается за вычетом всех затрат, как производственных, так и коммерческих (управленческих) расходов по выплате процентов и налогов. Выбор показателя определяется целями анализа и является важнейшим шагом к получению корректных непротиворечивых результатов.

Для сопоставления рентабельности как оценки эффективности деятельности компании и процентной ставки как оценки стоимости ее заимствований<sup>1</sup> целесообразно использовать в качестве показателя финансового результата прибыль организации до выплаты процентов и налогов. В финансовом анализе ее обозначают EBIT. Компания может увеличивать свою задолженность по кредитам и займам до тех пор, пока расходы по ее обслуживанию<sup>2</sup> (обозначим их IP) меньше, чем прибыль до налогообложения и выплаты процентов. В предельном случае, когда  $IP = EBIT$ , компания выплатит проценты по кредитам и займам и получит нулевую прибыль. Таким образом, получаем естественное условие безубыточности:

$$EBIT > IP. \quad (1)$$

Прибыль до налогообложения и выплаты процентов можно представить в виде произведения активов компании (обозначим их буквой A) и рентабельности активов (показатель операционного ROA):

$$EBIT = A \times ROA. \quad (2)$$

Расходы по обслуживанию обязательств по кредитам и займам определяются как произведение величины обязательств (D) и процентной ставки (IR):

$$IP = D \times IR. \quad (3)$$

Таким образом, условие безубыточности (1) можно переписать в виде (4):

$$A \times ROA > D \times IR \Rightarrow ROA > D/A \times IR. \quad (4)$$

Условие (4) говорит о том, что размер прибыли компании до выплаты процентов и налогов будет достаточным для наращивания заимствований до тех пор, пока рентабельность активов будет больше, чем произведение процентной ставки и отношения кредитов и займов органи-

<sup>1</sup> Здесь и далее предметом анализа являются преимущественно кредиты банков нефинансовым организациям. Однако в силу особенностей российского стандарта бухгалтерского учета в расчетах используется величина задолженности и процентов как по кредитам, так и по займам юридических лиц. Таким образом, в рамках материала принята предпосылка о равенстве ставки по банковским кредитам ставке по займам, источником которых может быть другое юридическое лицо.

<sup>2</sup> Без учета расходов на выплату тела долга.

зации к ее активам. Следовательно, рассматривать соотношение между финансовым результатом компании и ставкой по кредитам необходимо в связке со степенью за кредитованности организации. Например, если активы компании в 2 раза превышают объем ее задолженности по кредитам и займам, то она начнет получать отрицательную прибыль, только когда рентабельность ее активов окажется в 2 раза ниже процентной ставки по долгу.

Таким образом, нельзя сделать однозначного вывода о недоступности кредитов для компании, отрасли или экономики в целом только на основе сравнения показателя рентабельности активов и ставки процента. Отношение совокупного объема кредитов и займов компании к величине активов также является важным показателем для определения доступности кредитов.

Если банк, рассматривающий заявку компании на новый кредит, понимает, что на обслуживание уже имеющихся заемных средств и привлекаемого кредита организация будет вынуждена расходовать больше, чем величина ее EBIT, то заявка одобрена не будет<sup>3</sup> даже при низких ставках процента.

## 1.2. От теории к практике

Для иллюстрации изложенных аналитических выводов на российских данных использована бухгалтерская отчетность по полному кругу юридических лиц (макроподход), а также подход с использованием микроданных компаний отдельных отраслей, применение которого имеет ряд значимых преимуществ.

Во-первых, анализ соотношения рентабельности и процентной ставки имеет значение только для компаний, имеющих заимствования, что зачастую невозможно идентифицировать на основе агрегированных форм отчетности. Во-вторых, использование микроданных избавляет от необходимости проводить дополнительные оценки для сопоставления данных, агрегированных в соответствии с ОКВЭД (предоставляются до 2017 г.) и ОКВЭД2 (предоставляются с 2017 г.). Так, отчетность предоставляется по каждой компании на основании ее уникального кода ОКПО, и значения показателей в разные годы рассчитываются по сопоставимой методологии, в связи с чем достаточно только один раз установить принадлежность компании к отрасли.

Микроданные имеют и ряд недостатков, требующих учета при анализе. Исходные данные компаний зачастую содержат методологические ошибки – например, несовпадение величины активов и пассивов, неверная размерность показателей (миллионы рублей вместо тысяч рублей) и другие. Такие компании исключались из рассмотрения. Отчетность по ряду показателей (например, процентные платежи по долгу) достаточно разрежена. Пропуски в данных по одному из показателей автоматически приводят к сужению выборки. Наконец, не все показатели из числа необходимых для анализа напрямую содержатся в отчетности. Это относится, например, к ставке по кредитам и займам. Для ее аппроксимации в ходе анализа использовано отношение процентных платежей по долгу к основной сумме долга с учетом процентов по нему. Таким образом, в качестве прокси для ставки выступает стоимость кредитов и займов компании, без дифференциации на ставки и сроки.

Для анализа уровня ставок в российской экономике в целом могут использоваться средние ставки по кредитам компаниям, рассчитываемые и публикуемые Банком России<sup>4</sup>. Банк России последовательно совершенствует методику расчета данных ставок, с тем чтобы она наиболее полно и корректно отражала конъюнктуру кредитного рынка. В частности, начиная с января 2019 г. из расчета исключаются кредиты аффилированным лицам, а также кредиты, предостав-

<sup>3</sup> Авторы понимают условность приведенного примера. Рассмотрение кредитных заявок проходит по более сложным и жестким процедурам, которые могут существенно различаться между кредитными организациями.

<sup>4</sup> [http://www.cbr.ru/statistics/pdko/int\\_rat/](http://www.cbr.ru/statistics/pdko/int_rat/).

ленные по ставкам, экстремально высоким или экстремально низким в сравнении с уровнем большинства сделок<sup>5</sup>.

При этом для оценки доступности заемных средств для инвестирования целесообразно использовать ставки по долгосрочным кредитам (на срок свыше 1 года или более 3 лет). Во-первых, краткосрочные заимствования, как правило, связаны с закрытием разрывов в графике платежей или осуществлением конкретной операции. Во-вторых, краткосрочные ставки подвержены большим конъюнктурным колебаниям и потому недостаточно надежны в качестве индикатора стоимости заимствований. В-третьих, около 80% кредитов приходится на требования сроком свыше 1 года (в том числе около 50% – на требования сроком свыше 3 лет). Поэтому ставка по долгосрочным кредитам является ключевым показателем, влияющим на процентные расходы компаний.

Помимо учета методологических особенностей исходных данных, важным вопросом анализа представляется выбор объекта – видов экономической деятельности, для которых соотношение рентабельности и ставки минимально «зашумлено». В качестве факторов «шума» могут выступать высокий уровень государственной поддержки отрасли (например, сельское хозяйство), нерыночный характер ее операций (например, в ряде сегментов электроэнергетики) и т.д. С учетом этого для анализа соотношения рентабельности и процентной ставки, помимо полного круга компаний, выбраны два различных вида экономической деятельности. Производство с длинной цепочкой добавленной стоимости:

- 1) производство машин и оборудования, за исключением транспортных средств и электрооборудования (ОКВЭД2, код 28 «Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки», далее – производство машин и оборудования общего назначения), и производство с экспортной компонентой;
- 2) металлургия (ОКВЭД2, код 24 «Производство металлургическое» и код 25 «Производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования», далее – металлургия).

Помимо упомянутого выше критерия, указанные отрасли представляют две разные модели управления кредитными ресурсами. Так, металлургия характеризуется быстро растущей рентабельностью активов и в то же время высоким уровнем долговой нагрузки. В производстве машин и оборудования прочего назначения, напротив, в 2015–2017 гг. происходила активная разгрузка от накопленных долгов. При этом масштаб роста рентабельности был относительно скромным.

<sup>5</sup> См. методологические комментарии: [http://www.cbr.ru/Content/Document/File/56116/meth\\_rates.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/56116/meth_rates.pdf).

## 2. РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ И СТАВКА ДЛЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

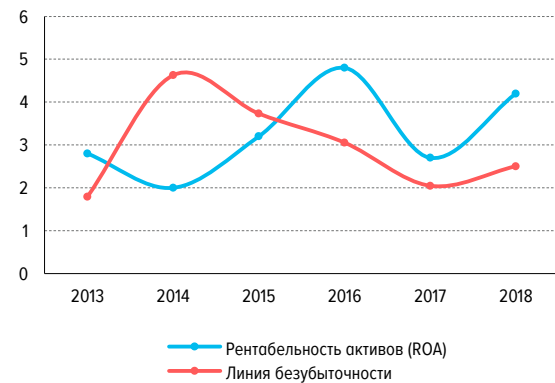
На основе данных балансов полного круга организаций анализировалась динамика показателя ROA и условия безубыточности в период 2013–2018 годов. Сумма оборотных и внеоборотных активов компаний относилась к сумме краткосрочных и долгосрочных займов и кредитов, после чего полученное соотношение умножалось на средневзвешенную по всем срокам ставку по кредитам нефинансовым организациям<sup>1</sup>, затем полученная величина сравнивалась с показателем ROA (отношение прибыли до налогообложения ко всем активам), все показатели брались на конец года. Результаты представлены на рис. 1. Из графика следует, что рентабельность активов была ниже линии безубыточности в конце 2014 года. В 2013, 2015 и 2017 гг. значения ROA и линии безубыточности были близки друг к другу, в 2016 и в 2018 гг. показатель ROA был выше линии безубыточности. Таким образом, можно сделать вывод, что уровень процентных ставок по кредитам нефинансовым организациям, сложившийся на начало 2019 г. и скорректированный на величину закредитованности компаний, был ниже, чем рентабельность активов. Следовательно, денежно-кредитные условия в этот период не препятствовали наращиванию объемов заимствований для компаний в экономике в целом.

Если рассмотреть рентабельность внеоборотных активов, долгосрочные займы и кредиты соотнести с внеоборотными активами и использовать ставку процента по кредитам нефинансовым организациям на срок свыше года (рис. 2), то рентабельность внеоборотных активов оказывалась ниже линии безубыточности в конце 2014 г., в остальные годы она находилась выше. Наконец, если рассматривать рентабельность оборотных активов, отношение краткосрочных кредитов и займов к оборотным активам и став-

<sup>1</sup> Использовалась ставка по выданным в декабре соответствующего года кредитам. Предполагается, что компании рефинансируют полученные ранее долгосрочные кредиты при снижении процентной ставки.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКТИВОВ (%)

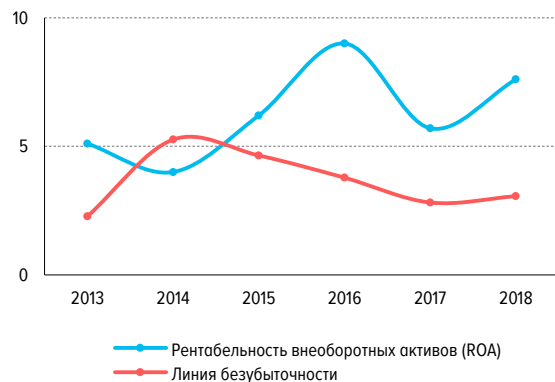
Рис. 1



Источники: бухгалтерские балансы организаций по полному кругу, расчеты авторов.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ВНЕОБОРОТНЫХ АКТИВОВ (%)

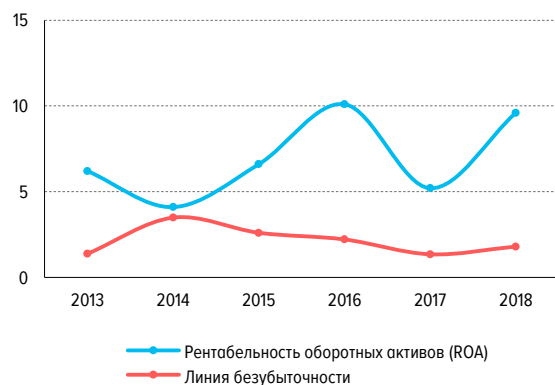
Рис. 2



Источники: бухгалтерские балансы организаций по полному кругу, расчеты авторов.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ОБОРОТНЫХ АКТИВОВ (%)

Рис. 3



Источники: бухгалтерские балансы организаций по полному кругу, расчеты авторов.



ку по кредитам сроком до 1 года (рис. 3), то в 2013 и 2015–2018 гг. рентабельность оборотных активов была выше линии безубыточности. В 2014 г. показатели были близки друг к другу.

Таким образом, денежно-кредитные условия с учетом уровня закредитованности юридических лиц в начале 2019 г. не препятствовали наращиванию как внеоборотных, так и оборотных активов российских компаний за счет банковских кредитов.

Теперь рассмотрим рентабельность и ставку по кредитам в отдельных отраслях.

## 2.1. Характеристика исходных данных и отраслей для анализа

Источник данных для анализа – система «БИР-Аналитик» агентства «Прайм». В ней представлена отчетность в российском стандарте бухгалтерского учета (РСБУ) по широкому кругу отечественных компаний, как публичных, так и непубличных. Это позволяет обеспечить полноту охвата и репрезентативность как в целом по экономике, так и в отраслевом разрезе. Данные представлены на ежегодной основе. Для анализа выбран период с 2013 по 2017 г., позволяющий работать с репрезентативной выборкой компаний по годам.

На отобранные компании, по оценкам на основе данных Росстата<sup>2</sup> и системы «БИР-Аналитик» агентства «Прайм», приходится порядка 80% активов и 70–90% выручки выбранных отраслей.

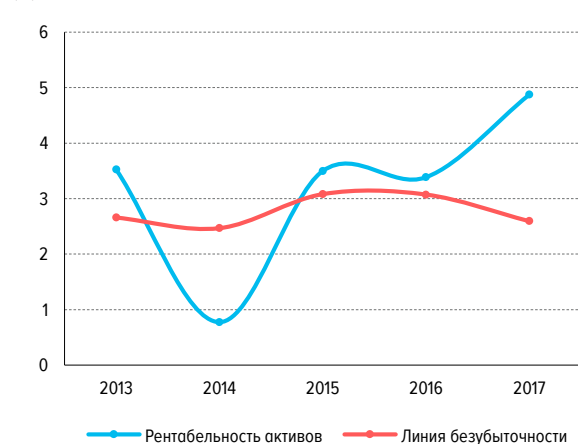
## 2.2. Рентабельность и ставка в динамике

Анализ показал, что в обеих отраслях условие безубыточности на рассмотренном промежутке времени преимущественно выполнялось (рис. 4 и 5).

Исключением является только 2014 г., когда компании отрасли производства машин и оборудования общего назначения пересек-

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКТИВОВ В ОТРАСЛИ  
«ПРОИЗВОДСТВО МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ  
ПРОЧЕГО НАЗНАЧЕНИЯ»

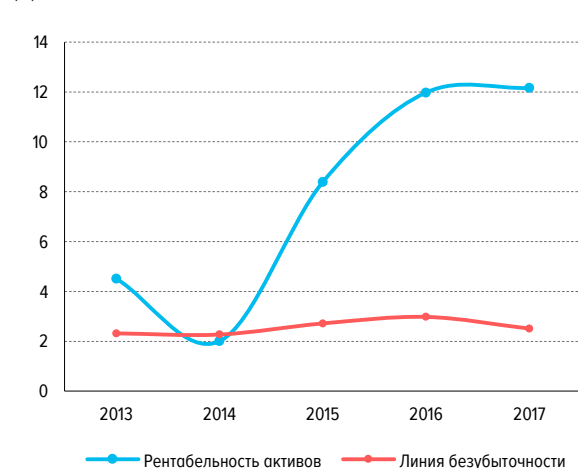
Рис. 4



Источники: «БИР-Аналитик», расчеты авторов.

РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКТИВОВ В ОТРАСЛИ  
«МЕТАЛЛУРГИЯ»

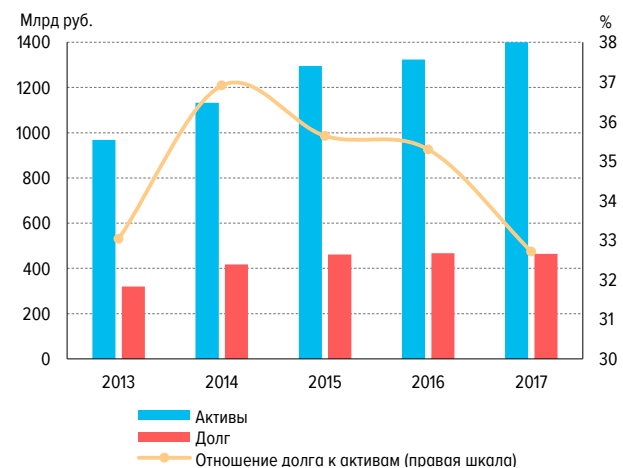
Рис. 5



Источники: «БИР-Аналитик», расчеты авторов.

ДОЛГ, АКТИВЫ И ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА В ОТРАСЛИ  
«ПРОИЗВОДСТВО МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ  
ПРОЧЕГО НАЗНАЧЕНИЯ»

Рис. 6



Источники: «БИР-Аналитик», расчеты авторов.

<sup>2</sup> Источник: сборник «Финансы России», 2018. [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc\\_1138717651859](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1138717651859).



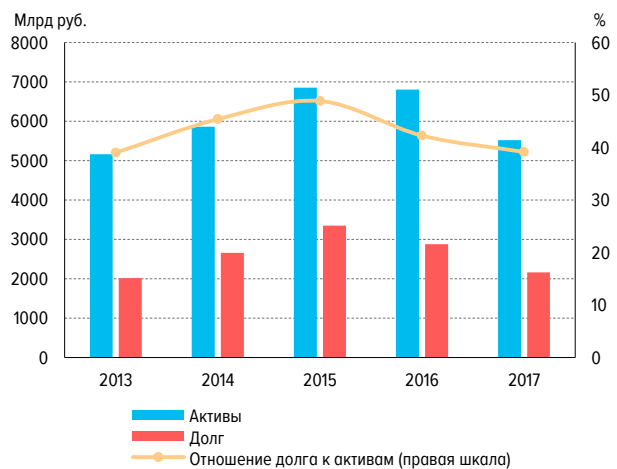
ли отметку безубыточности, а компании металлургической промышленности вплотную приблизились к ней. Данная ситуация сложилась на фоне заметного ухудшения внешних условий в России (в частности, падения цен на нефть). В результате произошедшего ослабления рубля выросла задолженность компаний в иностранной валюте и общий уровень их долговой нагрузки, что оказало влияние на финансовое положение в реальном секторе экономики.

При этом, согласно полученным оценкам, вопреки существующему в экспертном сообществе мнению, произошедшее в конце 2014 – начале 2015 г. увеличение процентных ставок по банковским операциям не оказывало значимого негативного влияния на долговую устойчивость рассмотренных отраслей. Однако ограничение доступности новых кредитов, преимущественно для наименее надежных заемщиков, привело к снижению долговой нагрузки в производстве машин и оборудования общего назначения и замедлению ее роста в металлургии (рис. 6–9). В результате уже в 2015 г. компании обеих отраслей в среднем выполняли условие безубыточности (рис. 4 и 5).

В дальнейшем уменьшение долговой нагрузки и постепенное снижение ставок по банковским операциям, в том числе благодаря смягчению денежно-кредитной политики Банка России, оказывали положительное влияние на финансовое положение в отраслях реального сектора. В производстве машин и оборудования общего назначения это способствовало сохранению среднего уровня рентабельности вблизи порога безубыточности в 2016 г. и увеличению положительного разрыва в 2017 году. При этом ставка по банковским операциям оставалась выше уровня рентабельности отрасли на протяжении всего периода. В металлургической промышленности значимое улучшение ситуации произошло уже в 2015 г. на фоне роста мировых цен на металлы и увеличения денежных поступлений для компаний отрасли, в результате чего рентабельность активов отрасли превысила среднюю стоимость ее заимствований<sup>3</sup>.

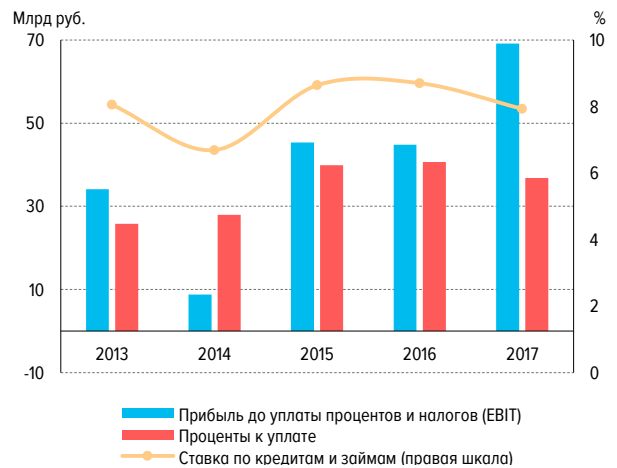
<sup>3</sup> Результат согласуется с отчетами по металлургической отрасли аналитических агентств: см., например, [www.credinform.ru/ru-RU/Publications/Article/44fb974c03e9](http://www.credinform.ru/ru-RU/Publications/Article/44fb974c03e9).

ДОЛГ, АКТИВЫ И ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА В ОТРАСЛИ «МЕТАЛЛУРГИЯ» Рис. 7



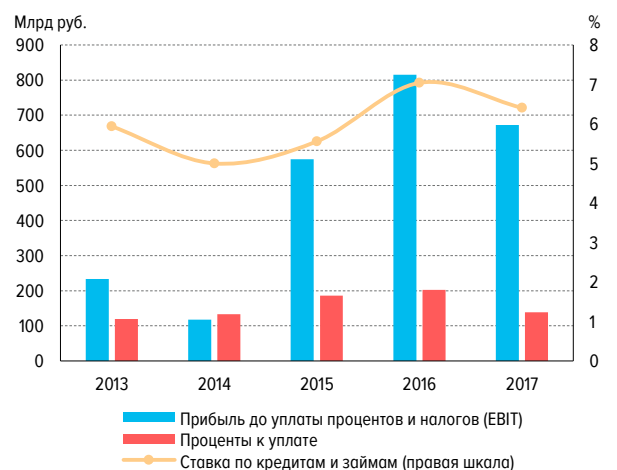
Источники: «БИР-Аналитик», расчеты авторов.

ПРИБЫЛЬ ДО УПЛАТЫ ПРОЦЕНТОВ И НАЛОГОВ, ПРОЦЕНТЫ К УПЛАТЕ В ОТРАСЛИ «ПРОИЗВОДСТВО МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ ПРОЧЕГО НАЗНАЧЕНИЯ» Рис. 8



Источники: «БИР-Аналитик», расчеты авторов.

ПРИБЫЛЬ ДО УПЛАТЫ ПРОЦЕНТОВ И НАЛОГОВ, ПРОЦЕНТЫ К УПЛАТЕ В ОТРАСЛИ «МЕТАЛЛУРГИЯ» Рис. 9



Источники: «БИР-Аналитик», расчеты авторов.

\*\*\*

Проведенный анализ показывает, что в дискуссии о финансировании инвестиций прямое сравнение процентных ставок по привлеченным ресурсам с показателями рентабельности некорректно. Вывод о совокупном финансовом результате следует делать с учетом уровня за кредитованности.

Анализ за 2013–2018 гг. по экономике в целом (по полному кругу организаций) показал, что, за исключением 2014 и 2015 гг., рентабельность активов была выше уровня безубыточности, то есть уровень ставок по заемным средствам не являлся препятствием для инвестиционной активности.

В качестве иллюстрации ситуации на отраслевом уровне были выбраны два различных вида экономической деятельности (с длинной цепочкой добавленной стоимости и с экспортной компонентой). Условие безубыточности в 2013 и 2015–2017 гг. выполнялось как в отрасли производства машин и оборудования прочего назначения, где ставка по заимствованиям превышала рентабельность активов отрасли, так и в металлургической промышленности, где наблюдалось обратное соотношение рентабельности и ставки.