

УДК 338.364

Д. А. Неверов, кандидат экономических наук, доцент (БГЭУ)**ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА ФИЗИЧЕСКОГО КАПИТАЛА:
МЕТОДОЛОГИЯ РЕШЕНИЯ ПРОБЛЕМЫ**

Предложена новая методика определения ценности капитала. Ее преимущество есть следствие отсутствия недостатков, присущих традиционным общеизвестным подходам. Последние носили фрагментарный и потому противоречивый характер, «умея» выразить какое-то одно свойство ценности, игнорируя другие. Новый подход – интегрированный. Он предлагает универсальный алгоритм оценки капитала, впервые *одновременно* учитывающей абсолютные и относительные показатели эффективности функционирования капитала, а также его надежность и защищенность от рисков фиктивного капитала фондового рынка.

The present article considers the new methods of the determination of value capital. Methods takes advantage to traditional approach. The Last have fragmentary and inconsistent nature. They express only one characteristic of value, but ignore others. The new approach - integrated. Its offers the universal algorithm of the estimation of the capital, for the first time simultaneously taking into account absolute and relative factors to efficiency of the capital, as well as his(its) reliability and risk.

Введение. История экономической науки демонстрирует два подхода к определению ценности физического капитала. Первый базируется на теориях английских экономистов, оценивающих капитал как ценность производительную. Второй ведет свое начало от трудов французских физиократов, рассматривающих капитал как ценность долгосрочную, надежную, даже вечную.

В предыдущей статье [1] автором были предложены основные контуры новой методологии решения проблемы. Ее суть в синтезе подходов «английской» и «французской» теорий ценности капитала. В настоящей статье предложен окончательный алгоритм экономической оценки физического капитала.

Основная часть. Две противоположные склонности борются в каждом инвесторе: желание получить доход и стремление сохранить свой капитал. Что предпочтительнее: высокая, но рискованная прибыль или надежный небольшой процент? От ответа на этот вопрос зависит определение капитала либо как изменяющейся (самовозрастающей) ценности, либо ценности вечной, неизменной. Анализ мировых финансовых рынков толкает к последнему варианту определения. Большинство инвесторов предпочитают высоколиквидные, но мало доходные облигации правительств США и Германии высокодоходным, но более рискованным обязательствам правительств Южной Европы. Более того, инвесторы германских облигаций допускают нулевую и даже небольшую «отрицательную доходность» данных ценных бумаг в обмен на их сверхнадежность (спрос настолько поднимает рыночный курс этих бумаг, что дивиденды даже не перекрывают уровень инфляции).

Эффективность банковского сектора всегда производна по отношению к эффективности

реального сектора экономики и потому не может быть выше последней. Все мировые экономические кризисы последних десятилетий свидетельствуют в пользу данного правила. Как только доходность банковских или правительственных долговых инструментов (уместно вспомнить дефолт России в 1996 г.) начинает существенно отрываться от эффективности реальной экономики, речь заходит в лучшем случае о «надувании финансовых пузырей» на определенных рынках, в худшем – о строительстве финансовой национальной пирамиды, конец которой будет тем разрушительней, чем больше отрыв фиктивной ставки финансовой кредитной системы от реальной эффективности экономики.

Предприниматели, имеющие дело с физическими, а не портфельными инвестициями, прекрасно сознают это. Потому их не устраивает в качестве оценки капитала как классическая формула капитализированной ценности, так и многочисленные варианты дисконтированной стоимости. Когда чистый доход капитала соотносится с банковским ссудным (или депозитным) процентом, неявно предполагается, что владелец капитала соглашается на принятие рисков банковской системы. Но банковский сектор имеет свои дополнительные риски, нивелировать которые может только реальный сектор экономики, – третьего не дано. Формула же капитализированной ценности не учитывает преимущество твердо стоящего на реальной земле инвестора физического капитала. Наоборот, она предлагает ему оставить независимость, дарованную собственным бизнесом и вверить свою судьбу банкирам, имеющим склонность к выпуску сомнительных производных долговых инструментов (например, ипотечных деривативов, явившихся причиной мирового финансового кризиса 2008 года). Где

компенсация такого рода рисков? В формуле капитализированной ценности ее нет. На деле владельцы недвижимости предпочитают иметь более низкий относительный доход (в виде арендной платы) по сравнению с банковским процентом, что также подтверждает нашу гипотезу о необходимости компенсации рисков владельцев реального физического капитала в случае его продажи.

Мы предлагаем следующий выход. Предприятие может безбоязненно наращивать величину заемного капитала, пока эффективность его работы позволяет платить налоги и проценты за кредит (т. е. пока разность между рентабельностью авансированного капитала (с учетом налогов) и ссудным процентом положительна). В этом случае удельный вес заемного капитала в структуре совокупных активов будет косвенно свидетельствовать о доверии банков к данному предприятию (и чем больше удельный вес кредитов, тем выше доверие). Подчеркнем, само по себе отношение заемного капитала к собственному (так называемое «плечо финансового рычага») ни о чем говорить не может. Необходим учет знака дифференциала эффекта финансового рычага. Если этот знак положителен, тогда произведение плеча финансового рычага на разность эффективности авансированного капитала и ссудного процента дает величину, которую можно связать с надежностью предприятия. Напомним, положительный эффект финансового рычага показывает процент, на который увеличивается рентабельность собственного капитала из-за привлечения в оборот предприятия заемных средств. Этот прирост эффективности не был бы возможен в случае отсутствия доверия со стороны банков к данному бизнесу. Поэтому он (прирост) может быть использован при оценке надежности (рискованности) капитала либо инвестиционного проекта.

Но как быть с теми предприятиями, которые имеют в достаточном объеме собственные источники финансирования? У таких предприятий будет небольшой показатель эффекта финансового рычага именно в силу меньшей закредитованности, следовательно, в силу высокого показателя общей платежеспособности. Зачем брать кредит и уменьшать прибыль на величину банковского процента, если у предприятия имеется возможность наращивать экспансию без внешних заимствований? У таких предприятий доля собственного капитала будет преобладать над долей заемного, но эффект финансового рычага не покажет данного преимущества.

Увы, соотношение собственного капитала к заемному не имеет нормативов. Высокий уро-

вень долга, может, как уже говорилось, обеспечивать более высокий доход, когда экономические условия нормальны и норма прибыли проекта выше средневзвешенной ставки процента по кредитам. Однако в период застоя и стагнации возрастает риск получения убытков. Проекты «с нулевым долгом» менее рискованны, но в условиях оживленной экономической конъюнктуры они, как правило, недополучают чистый доход. В течение многих лет в займах Всемирного Банка применялось максимальное соотношение между собственным и заемным капиталом, равное 40 : 60. Для предприятий со стабильной доходностью возможно соотношение 30 : 70. Для недавно созданных компаний – 25 : 75 [2].

Мы исходим из того, что если доля собственного капитала в стоимости всех активов предприятия достигает 50%, то имущественные права потенциальных инвесторов принципиально гарантированы: в случае банкротства бизнеса они могут рассчитывать вернуть свои средства. Поэтому каждый процент, превышающий эту планку будет еще больше повышать уверенность инвестора в сохранности своего капитала.

Итак, общий алгоритм оценки капитала следующий:

1) определяется чистый текущий и потенциальный доход предприятия исходя из нормы превышения рентабельности производства над ставкой банковского процента. Чем больше разница между рентабельностью и процентом по кредиту, тем выше возможности по извлечению эффекта финансового рычага, тем выше, следовательно, должна быть оценка капитала;

2) данный доход делим на β -коэффициент чувствительности оцениваемого актива к изменениям рыночной конъюнктуры. Этим действием отражается оценка капитала фондовым рынком с учетом фактора риска ведения данного бизнеса;

3) капитализируем полученный результат. В качестве капитализатора можно использовать реальный процент по депозитам в надежном банке. Этим действием отражается готовность собственника реального физического капитала принять на себя риски банковской системы.

4) для компенсации дополнительных рисков банковской системы умножаем капитализируемую ценность на значение положительного эффекта финансового рычага;

5) в случае превышения удельного веса собственного капитала 50%-ного порога общей стоимости активов собственник капитала имеет дополнительный бонус надежности своего бизнеса, пропорциональный степени превышения данной отметки.

Внимательный читатель может заметить, что новая методика оценки капитала предлагает двойной учет производительной работы предприятия. Действительно, эффективность имеет ключевое значение, именно в силу возможности ее двойной интерпретации – как непосредственного показателя рентабельности работы предприятия, так и косвенного показателя надежности ведения бизнеса и доверия банков. Сначала эффект учитывается как нечто потенциальное – в виде возможного дополнительного чистого дохода. Затем как действительный (фактический) эффект привлечения в оборот предприятия заемных средств, свидетельствующий о доверии коммерческих банков и надежности бизнеса. Тот дополнительный процент прибыли, который получает собственник капитала от союза с банками, должен быть учтен в формуле оценки капитала, ибо он есть следствие ценности данного способа существования капитала или данного способа ведения бизнеса. Он и учитывается в методике в виде процента положительного эффекта финансового рычага.

Точно так же и для объективной оценки чего бы то ни было необходимо учитывать два момента: историю развития явления и его возможный тренд будущего (например, при характеристике человека важен как его жизненный опыт, так и потенциал, связанный с талантами и способностями).

Для теоретической и прикладной экономической науки всегда был небезынтересным вопрос об оценке капитала уникальных транснациональных и национальных компаний. Например, для нашей страны актуален вопрос о реальной стоимости активов Беларуси. Попробуем с помощью нового подхода дать оценку некоей гипотетической компании по экономическим параметрам, напоминающим «национальную жемчужину» (к сожалению, полная информация о финансово-экономической деятельности компании недоступна, поэтому речь может идти лишь о приблизительной оценке стоимости реальных активов).

Ежегодная прибыль компании – 1 млрд. 350 млн. дол. Рентабельность авансированного капитала – 70%. Ставка по депозитам по банковским вкладам в иностранной валюте в надежном банке – 6% годовых. Структура заемного и собственного капитала 45 : 55. Средневзвешенная ставка по кредитам – 10% годовых. Перспективы извлечения дополнительного чистого дохода и эффекта финансового рычага от расширения производства сомнительны из-за ухудшающейся внешнеэкономической конъюнктуры (стоимость калийных удобрений снижается второй год подряд). Тем не менее имеются планы по расширению производства на

четверть от имеющихся мощностей в случае улучшения внешнеторговых условий торговли. Требуется оценить стоимость компании с точки зрения частного покупателя из России.

Первое действие. Определяем сумму текущего и возможного дополнительного чистого дохода предприятия по формуле, представленной в источнике [1, с. 31]. Напомним, количество слагаемых дополнительного дохода определяется делением рентабельности капитала на среднюю ставку по кредитам (в нашем случае 70 : 10). Каждое новое слагаемое, из-за убывающей предельной производительности капитала, меньше предыдущего на три четверти (по условиям примера). Если же ситуация на внешних рынках улучшится, то соответственно повысятся и возможности по извлечению эффекта финансового рычага. Тогда каждое новое слагаемое будет меньше предыдущего, скажем, на треть или даже наполовину – здесь решающую роль должны играть оценки специалистов и экспертов, а также интуитивное понимание реальных перспектив развития мировых торговых рынков и возможностей данного предприятия удовлетворить их. В нашем случае величина чистого дохода составит: $1350 + (337,5 + 84,4 + 21,1 + 5,27 + 1,32 + 0,33 + 0,08) = 1800$ млн. дол. В круглых скобках заключены семь слагаемых дополнительного дохода.

Второе действие. Данный доход может быть увеличен или уменьшен с помощью β -коэффициента, отражающего риск владения данными активами участниками фондовой биржи. Так как соответствующий коэффициент отсутствует для Беларуси, воспользуемся значением «родственного» коэффициента российской компании «Уралкалий» – 1,07. Именно на такую величину необходимо уменьшить 1 млрд. 800 млн. дол. В итоге получим 1 млрд. 682 млн. дол.

Третье действие. Капитализируем доход с помощью банковского процента по вкладам в иностранной валюте. Получим чуть больше 28 млрд. дол.

Четвертое действие. Рассчитаем эффект финансового рычага для компенсации преимущества владельца надежного реального капитала над владельцем рискованного фиктивного (портфельного) капитала. Здесь немаловажное значение имеет уровень налогообложения прибыли компании. Поскольку ставки налогов отличаются в разных государствах, будут отличаться и значения эффектов. Для частного покупателя из России или из Западной Европы, либо из родной Беларуси будет иметь принципиальное значение именно уровень чистой прибыли, остающейся после уплаты всех налогов и взносов в бюджетные и внебюджетные фонды,

тогда как для правительства того или иного государства, наоборот, важен общий доналоговый уровень прибыли как источника наполнения бюджетных и внебюджетных фондов. Следует учитывать эти нюансы при определении эффекта финансового рычага. Если покупателем (продавцом) является частное лицо, необходимо учитывать коэффициент налогообложения. Если же покупатель (продавец) – государство, то рентабельность авансированного капитала уменьшать на коэффициент налогообложения прибыли не следует. В нашем случае покупателем является частное лицо из России, которое оценило уровень всех возможных налогов из прибыли в 30%. Тогда эффект финансового рычага составит: $[70 \cdot (1 - 0,3) - 10] \times 45 / 55 = +31,59\%$. На этот процент следует увеличить капитализированную стоимость. В итоге получим 36,8 млрд. дол.

Пятое действие понадобится в случае превышения уровня собственного капитала 50%-ной величины совокупных активов. В нашем примере удельный вес собственного капитала – 55%. Следовательно, итоговая оценка капитала составит $36,8 \times 1,05 = 38,64$ млрд. дол.

Кстати, со стороны потенциальных покупателей Беларуси каля из России часто можно услышать «недоуменные» вопросы по поводу недавно озвученной ее стоимости из уст Президента Республики Беларусь. Они спрашивают: почему белорусская компания должна стоить дороже Уралкалия, рыночная цена которой колеблется в районе 26–27 млрд. долларов, если выручка последней на 17% больше? Именно несовершенство существующих методик оцен-

ки капитала, не учитывающих преимущества в рентабельности и надежности ведения белорусского бизнеса, позволяет задавать подобные вопросы. Наша национальная компания имеет существенное преимущество в эффективности производства и, соответственно, сопутствующие потенциальные выгоды от этого, учитывать которые и призвана данная методика во избежание каверзных вопросов со стороны заинтересованных конкурентов.

Заключение. В статье предложен новый подход к определению ценности физического капитала. Его преимущество – в попытке нейтрализации недостатков, присущих традиционным подходам. Последние носили фрагментарный и потому противоречивый характер, «умея» выразить какое-то одно свойство ценности, игнорируя другие. Новый подход – интегрированный. Он предлагает универсальный алгоритм оценки капитала, базирующийся на синтезе французской и английской интерпретации понятия капитала. Впервые *одновременно* учитываются абсолютные и относительные показатели эффективности функционирования капитала, а также его надежность и защищенность от рисков фиктивного капитала фондового рынка.

Литература

1. Неверов, Д. А. Проблема оценки капитала и ее решение / Д. А. Неверов // Труды БГТУ. – 2012. – № 7: Экономика и управление. – С. 28–31.
2. Экономическая оценка инвестиций / под ред. М. В. Римера. – 2-е изд. – СПб.: Питер, 2011. – С. 285–286.

Поступила 22.03.2013