

**ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ОЦЕНКА КАПИТАЛА УГЛЕДОБЫВАЮЩИХ
ПРЕДПРИЯТИЙ КАК ИНСТРУМЕНТ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ**

Угледобывающая отрасль относится к базовым отраслям национальной экономики, так как в условиях финансового и газового кризисов только она способна обеспечить эффективную работу тепловой энергетики, металлургической промышленности и коммунального хозяйства страны. В то же время из-за недостатка в капитальных вложениях, которые ежегодно недофинансируются государством, угледобывающие предприятия имеют самый устаревший шахтный фонд в мире, сверхвысокий износ активной части основных средств, происходит снижение производственных мощностей. Большинство государственных предприятий отрасли работают на грани банкротства и функционируют только благодаря государственной поддержке.

Для сохранения энергетической, экономической и финансовой безопасности страны необходимо создание эффективной, безубыточной отрасли, которая способна обеспечить страну собственным углем и по конкурентным мировым ценам. Существенным резервом увеличения собственной угледобычи в Украине будет создание условий для приватизации жизнеспособных предприятий, закрытие безнадежно убыточных или решение вопроса о передаче их в концессию или аренду, что будет способствовать притоку инвестиций в отрасль. Однако инвесторы отдадут предпочтение тем угледобывающим предприятиям, у которых интегрированный показатель всех аспектов экономической деятельности будет наивысшим. Такой комплексной оценкой, адекватно отражающей экономическую эффективность предприятия, его финансовое благосостояние, ожидание перспектив развития, является показатель капитализации.

Теоретической и методологической основой для исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам капитализации и инвестиционного обеспечения деятельности предприятий

И. Ансоффа, Ф. Котлера, М. Портера, В. Гейца, А. Гриценко, И. Булеева, Н. Брюховецкой, А. Амоши и др. Исследования этих ученых свидетельствуют об актуальности управления капитализацией, что обусловлено следующими факторами [1, 2, 3, 4]:

рост капитализации способствует интегрированности украинских угольных компаний с зарубежным капиталом, что будет способствовать привлечению иностранных кредитных ресурсов;

капитализация является одним из факторов повышения эффективности производства, его финансового благополучия, что приводит к более рациональному использованию финансовых, материальных и трудовых ресурсов;

капитализация может осуществляться в условиях централизации производства, капитала, что обеспечит появление в отрасли новых организационно-правовых форм управления;

капитализация способствует росту ресурсного потенциала шахт за счет дополнительного привлечения инвестиций и кредитных ресурсов.

В современной западной экономической науке цель деятельности компаний (предприятий) заключается не в получении прибыли и увеличении рентабельности, а в максимизации стоимости компаний, увеличении капитала, вложении средств в развитие, т.е. в показателях, которые находят отражение в капитализации. В связи с этим украинский ученый А.Турило разработал новые методические подходы к оценке деятельности предприятия. Он предлагает ввести новую экономическую категорию, такую как «финансовый эффект» [5, с. 105]. Данная категория тесно сопряжена с капитализацией, так как отражает все финансовые отношения, которые складываются на предприятии, всю совокупность изменений в финансовой деятельности и получает конкретное выражение в главной цели деятельности.

Финансовые изменения, связанные с движением денег, формированием денежных потоков, распределением доходов, управлением капиталом и финансовыми активами, имеют все предприятия – как прибыльные, так и убыточные. При этом введение таких показателей, как финансово-экономическая убыточность ($\text{ФЭУП} = \Delta\text{РСП} / \text{РСП}_t$, где $\Delta\text{РСП}$ – изменение рыночной стоимости предприятия за период t , и РСП_t – средняя рыночная стоимость) или финансово-экономическая прибыльность предприятия (ФЭПП), поможет более объективно подходить к содержанию и формированию важных показателей оценки финансово-экономической деятельности, что даст право говорить о возможности и необходимости капитализации угледобывающих предприятий.

Цель работы заключается в разработке рекомендаций по расчету капитализации, составляющих капитала, стоимости капитала, которые следует использовать для оценки эффективности инвестиций, прогнозирования развития предприятия и обоснования стратегических решений.

Материальной основой капитализации любой национальной экономической системы выступает капитал, т.е. капитализация как экономический процесс возможна при наличии капитала и соответствующего его использования в хозяйственной деятельности.

Изучению проблем экономической сущности капитала посвящены работы ведущих классиков политической экономии: К. Маркса, А. Маршалла, Д. Рикардо, А. Смита и других авторов, в которых теоретически дано определение категории «капитал» и ее составляющих (см. таблицу).

По мнению К.Маркса, капитал – сложное понятие. Внешне он выступает в конкретных формах – в средствах производства (постоянный капитал), в деньгах (денежный капитал), в людях (переменный капитал), в товарах (товарный капитал). Но материальные носители, перечисленные выше, являются не сами по себе, а представляют производственные отношения, поэтому у капитала так много определений.

Таблица

Классификация определений экономической категории «капитал»

Источник, автор	Определение сущности «капитал»
1. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии, т. 1, кн. 1. Процесс производства [6, с.234]	Капитал – это стоимость, которая приносит добавленную стоимость, которая создается наемными работниками. Капитал постоянно находится в движении и в процессе своего кругооборота проходит три стадии: денежную, производственную, товарную
2. А. Смит. Исследование о природе и причинах богатства народов [7, с. 205]	Капитал – это запас, который используется для хозяйственных потребностей и приносит доход
3. Д. Рикардо. Соч., т. 1 [8, с. 10]	Капитал – это часть богатства, которое занято в производстве и необходимо для приведения в действие труда
4. А. Маршалл. Принципы политической экономии, т. 3 [9, с. 234]	Капитал – это совокупность вещей, без которых производство не могло осуществляться с равной эффективностью, однако они не являются бесплатными подарками природы

Однако фундаментальность этой категории мало изменилась во времени, произошли существенные изменения в ее составляющих и видах. Капитал стали изучать разные экономические науки, поэтому понятие капитала по-разному трактуется в политической экономии, финансах, финансовом менеджменте, бухгалтерском учете.

В финансовом менеджменте капитал предприятий характеризует общую стоимость средств в денежной, материальной и нематериальных формах, инвестированных в формирование его активов [10, с. 414]. И. Бланк систематизирует капитал по следующим видам: по принадлежности предприятия (собственный и заемный), по целям использования (производственный, ссудный,

спекулятивный), по формам инвестирования (финансовый, материальный, нематериальный), по объекту инвестирования (основной, оборотный), по форме нахождения в процессе кругооборота (денежный, производственный, товарный), по формам собственности (частный, государственный), по организационно-правовым формам деятельности (акционерный, паевой, государственный), по характеру использования в хозяйственном процессе (работающий, неработающий), по характеру использования собственниками (потребляемый, накапливаемый), по источникам привлечения (национальный, иностранный), по соответствию правовым нормам функционирования (легальный, «теневой»).

Г.А. Крамаренко также с позиции финансового менеджмента рассматривает капитал как часть финансовых ресурсов, используемых в хозяйственной деятельности для получения прибыли, развития предприятия, осуществления расширенного воспроизводства [11, с. 292]. При этом финансовые ресурсы предприятия могут включать: собственный капитал предприятия, заемный и привлеченный.

В экономике и финансах очень часто вместо содержания термина «капитал» используют понятие «фонды», «ресурсы», «деньги». В связи с этим разные ресурсы имеют разное наименование капитала: финансовые ресурсы (финансовый капитал), человеческие (человеческий капитал), природные (природный капитал), интеллектуальные (интеллектуальный капитал). Как составляющая часть природного капитала выступает горный капитал. Впервые категория «горный капитал» была предложена В.С. Мищенко, где она рассматривается как продукт капитализации конечного результата геологоразведывательных работ, как стоимость запасов полезных ископаемых в недрах [12, с. 30]. Такая капитализация имеет разные формы, однако по своей экономической сущности она выходит из рассмотрения запасов полезных ископаемых как разновидность производственных фондов, а, таким образом, является частью основного капитала горного предприятия. При этом горный капитал рассматривается с других позиций:

как прибыль в целом, которая идентифицируется с категорией чистой текущей стоимости капитала. В таком понимании

горный капитал объединяет прибыль, которую получает или будет получать функционирующее или вновь строящееся предприятие, и ресурсную ренту;

как добавленная стоимость, которая идентифицируется с суммой всех видов природноресурсной ренты.

Однако, в обоих случаях прибыль от освоения природных ресурсов является результатом взаимодействия промышленного капитала и специфического природного капитала, который и определяется как горный капитал.

Я.С. Витвицкий уточняет понятие «горный капитал», который имеет место при разработке нефтяных и газовых месторождений [13, с.7], и определяет его как результат капитализации природных ресурсов, производственного и интеллектуального капитала, которые задействованы при разработке полезных ископаемых.

В последующих своих работах В.С. Мищенко останавливается на модификациях горного капитала, который может выступать в различных формах учета компенсаций за геологоразведывательные работы, в разных формах сопровождения платежей типа бонусов или роялти в разных формах и методах расчета амортизации [14, 15]. Однако Я.С. Витвицкий подчеркивает, что это не столько модификация горного капитала, а разные виды его стоимостного измерения [13, с. 7].

Следует отметить, что в Международных стандартах оценки (МР 14 «Оценка стоимости объектов имущества в добывающих отраслях») приоритет отдается определению рыночной стоимости природных ресурсов [16, с. 1-12]. К добывающим отраслям в этом стандарте относят горнодобывающую и нефтегазовую отрасли, которые имеют существенные различия.

Особенности оценки стоимости природных ресурсов в горнодобывающей отрасли, к которой можно отнести и угольную промышленность, заключаются в следующем:

типичной характеристикой угольного месторождения является исчерпание или истощение природных ресурсов;

точные количественные и качественные параметры природного ресурса, представляющего экономический интерес, уста-

новить очень сложно или практически невозможно;

стадии добычи или период отработки полезного ископаемого (угля) четко определяются, но они могут расширяться за счет приращения запасов, что часто и происходит;

требуется значительный земельный отвод для установок по переработке угля, объектов инфраструктуры, а также для отвалов и удаления породы;

горнодобывающая промышленность относится к крупным отраслям в мире, играет существенную роль в современной экономике благодаря обеспечению сырьем других отраслей по их переработке (производство энергии, металла, коммунальное хозяйство, транспорт, связь);

деятельность по разведке месторождений полезных ископаемых и разработке сопряжена с высокими рисками;

главным источником стоимости месторождений природных ископаемых являются проектируемые или потенциально ожидаемые чистые денежные поступления от них. Чистые денежные поступления могут изменяться по годам, в зависимости от качественной характеристики угля, циклического характера угольных мировых рынков, цен, а также уровня производительности и затрат;

необоротные активы (включающие основные средства), специализированные производства, машины и оборудование могут сохранять сравнительно небольшую стоимость или вообще не иметь никакой стоимости;

разведываемые месторождения имеют стоимостную оценку активов, определяемую по их потенциалу для существования экономически жизнеспособных запасов, содержащихся в них;

имущественные интересы к горнодобывающим предприятиям покупаются и продаются на рынке. Многие из этих сделок (транзакций) связаны с частными интересами, такими как: соглашение о сдаче участка в аренду, об опционе либо соглашение о совместном использовании предприятия;

остаточная стоимость должна включать затраты, связанные с восстановлением окружающей среды (как обязательств, так и в виде имущественных улучшений).

Рыночная оценка стоимости угледобывающих предприятий должна основываться

на принципах наиболее эффективного использования всего имущества, поэтому необходимо рассмотреть несколько вариантов его использования, в том числе и не связанных с добычей угля (например, добыча метана или другие виды диверсификации деятельности).

При проведении рыночной оценки стоимости капитала (имущества) угледобывающего предприятия необходимо использовать три существующих подхода:

1) затратный (на основе оценки активов), который включает анализ амортизированных затрат замещения. Этот метод наиболее распространен в отрасли, учитывая высокую точность многих предприятий;

2) на основе капитализации дохода, включая дисконтированный денежный поток;

3) на основе сравнения продаж, который использует косвенные средства. Учитывая, что каждое месторождение (шахта) уникально, сопоставление транзакций часто затруднительно или неуместно. Тем не менее анализ продаж является важным инструментом, если использовать методы корректировки продаж или метод анализа коэффициентов, которые могут быть использованы для косвенного сопоставления продаж. Кроме того, такой анализ поможет рассчитать такие рыночные факторы, как: рыночная ставка дисконтированная; факторы риска; фактор неопределенности. Эти показатели используются в доходном подходе (методе дисконтирования денежных потоков).

Применение вышеназванных методов оценки зависит от стадии разработки месторождения, а применительно к конкретному предприятию – от стадии его жизненного цикла. Для удобства оценки объекты имущества шахты могут быть сгруппированы следующим образом:

объекты ресурсного имущества;
объекты имущества разработки;
объекты производственного имущества.

Исходя из концепции горного капитала предлагается кроме общепринятых видов стоимости капитала, которые рассматриваются в национальных и международных стандартах оценки, использовать дополнительные виды стоимости для угледобывающих предприятий, а именно «угольный капитал», который выступает конечным результатом

деятельности, регулирует экономические отношения в угледобыче и состоит из природного, производственного и человеческого капитала. В соответствии со спецификой угледобывающего производства угольному капиталу присущи следующие характеристики:

он связан с функционированием динамичной открытой системой производства, которая имеет классические характеристики системы: вход – производственные процессы освоения месторождения полезных ископаемых; выход – в виде добычи угля; обратная связь – в виде процесса реинвестирования (капитализации);

угольный капитал связан с финансово-экономическими ресурсами субъектов хозяйствования – материального и нематериального характера;

он всегда создает природный потенциал в виде запасов угля;

угольный капитал кроме материальной составляющей имеет форму в виде существующих отношений собственности;

ресурсы, которые генерируют угольный капитал, генерируют доходы, являются стоимостным измерителем их использования, а от этого будут зависеть интересы отдельных субъектов имущественных отношений – собственников, покупателей, инвесторов, а также самих предприятий;

угольный капитал постоянно пребывает в непрерывном движении, переходит от суммы авансированных денежных средств в товарную форму (угольную продукцию) и дальше в форму создания добавленной стоимости;

угольный капитал – это не просто сумма стоимостей, формирующих его ресурсы, ему свойственны синергические эффекты.

Исходя из вышеперечисленных свойств угольного капитала можно констатировать, что рыночная стоимость угледобывающего предприятия не может являться суммой его частей или составляющих стоимостей капитала (природного, производственного, человеческого). Могут быть собственники на отдельные активы (запасы угля, основные средства и др.), поэтому возникают требования по обеспечению оценок стоимостей отдельных интересов в собственности.

Предложение видов стоимости угольного капитала, в дополнение к общепринятым, позволит:

использовать категорию угольного капитала в качестве инвестиционного инструмента, который будет способствовать привлечению инвестиций и повышению эффективности недропользования в угольной отрасли;

выделить рентную составляющую в денежных потоках от функционирования угольного капитала, которая будет принадлежать государству как собственнику недр.

При осуществлении оценки стоимости угледобывающего предприятия прежде всего следует учитывать, что процесс разведки и разработки угольного месторождения проходит многие стадии и этапы. Каждый этап и каждая стадия эксплуатации отличается в соотношении затрат и доходов. Однако в общем для оценки угольного капитала (ресурсов и запасов ископаемого) предлагается использовать следующую формулу:

$$\text{Эу.к} = \sum_{t=t_n}^{T_k} \frac{Z_t - S_t}{(1+r)^{t-t_o}} - \sum_{t=t_n}^{T_k} \frac{k(V_{c.c} + V_{н.а})}{(1+r)^{t-t_o}},$$

где Эу.к – экономическая оценка угольного капитала на начало разработки;

Z_t – ценность добытого угля, тыс. грн;

S_t – затраты на разведку и разработку в t -м году, тыс. грн;

$V_{c.c}$ – справедливая стоимость основных средств на шахте, тыс. грн;

$V_{н.а}$ – справедливая стоимость нематериальных активов, тыс. грн;

k – коэффициент капитализации основных средств и нематериальных активов предприятия, который необходимо обосновывать, ед.;

r – ставка дисконта;

t_o – год, на момент которого производится оценка (года берутся по принятому летоисчислению);

t_n – год начала осуществления проектирования;

t – текущий год осуществления инвестиций или получения дохода;

T_k – период окончания разработки полезных ископаемых (срок службы шахты).

Следует отметить, что предложенная формула позволяет более обоснованно оце-

нить стоимость угольного капитала, так как ее числитель является именно горной рентой от использования угольных полезных ископаемых. Однако требуется более надежное обоснование коэффициентов капитализации, что будет дополнительным инструментом для стимулирования инвесторов. При этом для каждого параметра, входящего в формулу, следует разработать индивидуальную методику их определения в зависимости от того, для каких целей осуществляется оценка. Особое значение при использовании предложенных методов оценки угольного капитала будет иметь учет фактора времени.

Выводы и предложения. Использование категории угольного капитала позволяет создать эффективный механизм привлечения инвестиций на основе всех видов капитала (производственного, природного, человеческого). Предложенная методика оценки стоимости угольного капитала будет являться дополнением к существующим стандартным оценкам и обеспечит стоимостную оценку ресурсного потенциала (природного капитала), стоимостных показателей производственного капитала на всех стадиях угледобывающего производства.

Литература

1. Капіталізація економіки України / за ред. В.М. Гейця, А.А. Грищенка. – К.: Ін-т екон. та прогноз., 2007. – 220 с.
2. Грищенко А.А. Капитализация и социализация экономики в ретроспективе и перспективе / А.А. Грищенко // Методологія та практика соціологічного аналізу сучасного суспільства. – 2009. – Вип. 15. – С. 191-195.
3. Булеев И.П. Институциональные аспекты стратегии капитализации предприятий / И.П. Булеев, Н.Е. Брюховецкая // Економічний вісник Донбасу. – 2010. – № 1 (19). – С. 25-29.
4. Амоша А.И. Об инвестиционном обеспечении угледобычи в Украине / А.И. Амоша, А.И. Кабанов, Л.Л. Стариченко // Уголь Украины. – 2008. – № 7. – С. 3-6.
5. Турило А.М. Методологічні підходи до оцінки фінансової діяльності підприємства / А.М. Турило // Фінанси України. – 2007. – № 3. – С. 100-105.
6. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. – Т. 1. Кн. 1. Процесс производства капитала / К.Маркс. – М.: Политиздат, 1983. – 905 с.
7. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: Соцэкгиз, 1962. – 654 с.
8. Риккардо Д. Соч. – Т. 1 / Д. Риккардо. – М.: Политиздат, 1941. – 350 с.
9. Маршалл А. Принципы политической экономии. – Т. 3 / А. Маршалл. – М.: Политиздат, 1984. – 507 с.
10. Бланк И. Основы финансового менеджмента. – Т. 2 / И.А. Бланк. – К.: Ника-Центр, 1999. – 512 с.
11. Крамаренко Г.О. Фінансовий менеджмент: підручник / Г.О. Крамаренко, О.Е. Чорна. – Київ: центр учбової літератури, 2009. – 520 с.
12. Міщенко В. Вартісна оцінка родовищ та поняття гірничого капіталу як продукції геологорозвідувальної галузі / В.С. Міщенко, В.П. Снігар // Мінеральні ресурси України. – 1998. – № 3. – С. 30-32.
13. Витвицький Я. Економічна оцінка гірничого капіталу – інноваційний інструмент залучення інвестицій у розвиток та розробку нафтових і газових родовищ / Я.С. Витвицький // Економічний простір. – 2008. – № 9. – С. 5-13.
14. Міщенко В. Економічні пріоритети розвитку і освоєння мінерально-сировинної бази України / В.С. Міщенко – К.: Наук. думка, 2007. – 360 с.
15. Міщенко В. Геолого-економічний інструментарій надрокористування: становлення та проблеми удосконалення / В.С. Міщенко // Геолог України. – 2009. – № 1-2. – С. 41-51.
16. Международное руководство по оценке (МСО 2005) МР 14. Оценка стоимости объектов имущества в добывающих отраслях [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.valuer.ru/files/ds/MP_14.doc.

Представлена в редакцию 29.01.2013 г.