



Михаил Ершов\*

## Создайте нормальные условия для бизнеса

И тогда российские компании не будут уступать конкурентам

**У**словия экономической деятельности в мире становятся все более сложными. В связи с этим отход от мягкой политики, который был запланирован регуляторами западных стран, оказался неактуален. Основные центральные банки (ФРС, ЕЦБ и др.) вновь понизили процентные ставки и оставили ликвидность в экономике на прежнем уровне или даже повысили его. Причем часто это длинные или сверхдлинные ресурсы, до 30–40 лет. Все это в целом способствовало сохранению позитивной динамики фондовых рынков и росту котировок. При этом ряд регуляторов продолжает применять отрицательные процентные ставки (причем их объявляют заранее и устанавливают на длительный период). Чтобы поддержать котировки на рынках, центральные банки даже выкупают акции частных компаний, несмотря на то что тем самым нарушается принцип равенства конкурентных условий (акции одних компаний могут покупаться, а других — нет).

\*Доктор экономических наук.

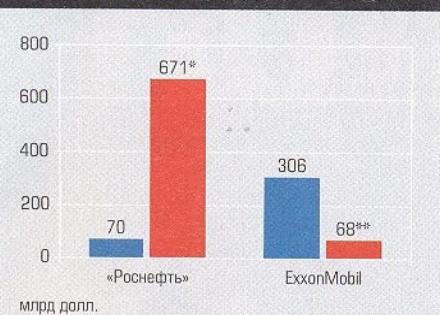
Налоговые условия для бизнеса в ряде стран становятся более комфортными. Необходимость активного вмешательства государства в создание благоприятных экономических условий в Европе и Северной Америке через регуляторов более не ставится под сомнение, напротив, все чаще можно услышать, что благоприятные условия следует сохранять до тех пор, пока не будет обеспечен стабильный рост экономики.

В таких условиях российским компаниям, борющимся за свое место на мировом рынке, приходится непросто. Они имеют дело с конкурентами, которые функционируют в гораздо более мягких условиях, в том числе с точки зрения уровня налогов и процентных ставок. Антироссийские санкции еще больше усложнили деятельность национального бизнеса, ограничив доступ к дешевым и длинным ресурсам. Традиционно российские компании решали проблемы недостаточности и дороговизны капитала на внутреннем рынке путем замещения его более дешевыми внешними средствами. Стоит подчеркнуть также, что изменения, которые за последние годы произошли в

налоговом регулировании в России (например, увеличение НДС и надбавок на НДПИ), еще больше сузили возможности компаний, снижая их потенциал.

Если бы российские компании попали в американскую налоговую и денежно-кредитную среду, они смогли бы значительно повысить показатели своей доходности, в разы увеличив капитализацию. В свою очередь, американские компании в условиях российской фискальной и monetарной политики получили бы прямо обратный эффект. Аналитики «БКС Премьер» недавно провели чрезвычайно показательный эксперимент, рассчитав гипотетическую капитализацию крупнейшей российской нефтяной компании — «Роснефти» — с помощью мультипликаторов, существующих в США и обусловленных денежно-кредитной и налоговой политикой американских властей (см. подверстку). Аналогичным образом были рассчитаны прибыль и капитализация американской ExxonMobil, которая была «помещена» в российские условия. В данный момент рыночная капитализация крупнейших нефтяных компаний России («Роснефть») и США

Сравнение фактической и гипотетической капитализации компаний



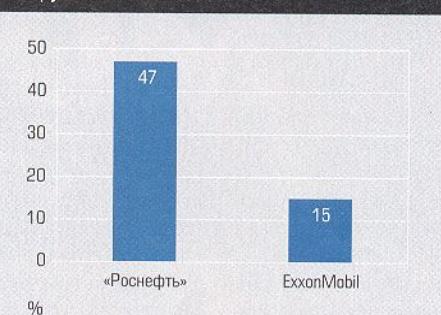
\* При деятельности в США.  
\*\* При деятельности в России.

■ Фактическая капитализация на 20.09.2019

■ Гипотетическая капитализация

Источник: БКС

Эффективная налоговая нагрузка компаний



Источник: БКС

Снижение ставки по налогу на корпоративные доходы за период 2000–2019 гг.



Источник: ОЭСР

Рыночная цена/балансовая стоимость (P/B), 1998 г.

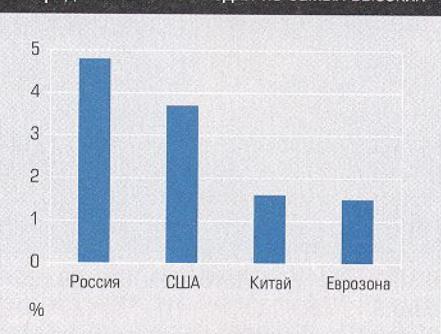


Источники: Ершов М. (2005), Forbes Global Business & Finance, 1998

(ExxonMobil) составляют 70 млрд и 306 млрд долларов соответственно, а их прибыль за прошлый год — 8,9 млрд и 20,8 млрд долларов (при этом уровень добычи жидких углеводородов «Роснефти» практически вдвое превышает аналогичный показатель ExxonMobil).

«Если бы «Роснефть» осуществляла свою деятельность в налоговых условиях США и имела бы условия финансирования как ExxonMobil, то ее чистая прибыль за 2018 год составила бы 45 млрд долларов (в пять раз больше, чем в реальности), а текущая капитализация достигла бы 671 млрд — почти в десять раз выше нынешнего уровня, — отмечается в исследовании «БКС Премьер». — Учитывая, что «Роснефть» выплачивает 50% чистой прибыли в качестве дивидендов, то дивиденды за 2018 год были бы в пять раз выше фактического уровня (что стало бы существенным драйвером улучшения инвестиционного климата в России). Напротив, если бы ExxonMobil вел деятельность в налоговых и денежно-кредитных условиях России, то его текущая рыночная капитализация составляла бы 68,1 млрд

Реальные процентные ставки по кредитам в России один из самых высоких



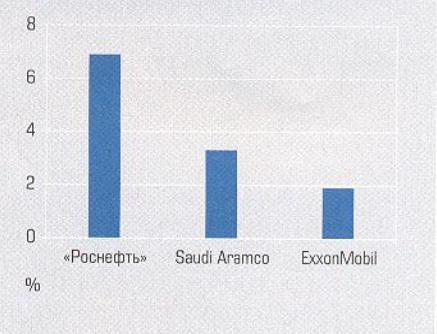
Источник: данные центральных банков

долларов — в пять раз ниже нынешней» (см. график 1).

Такая разница в оценочных показателях есть следствие ряда факторов, в первую очередь разной налоговой нагрузки компаний и разной стоимости заемного капитала. В частности, так называемая эффективная налоговая нагрузка у «Роснефти» более чем в три раза превышает этот показатель ExxonMobil (см. график 2). По итогам 2018 года доля налогов в выручке «Роснефти» составила 47%. В США уровень налогового бремени нефтяных компаний намного ниже: доля налогов в выручке ExxonMobil по итогам прошлого года составила 15%.

Известно, что компании с листингом на Лондонской фондовой бирже с 2015 года обязаны публиковать отчет о платежах государствам, в котором содержится информация обо всех платежах компаний правительствам в разбивке по странам. К сожалению, американские корпорации не публикуют подобные отчеты. Тем не менее европейские компании, работающие в США (например, BP и Shell), публикуют такой отчет. Основываясь на данных этих отчетов,

Средняя стоимость долга компаний



Источник: БКС

налоговая нагрузка BP и Shell в США составляет шесть долларов на баррель нефтяного эквивалента углеводородов, что практически в четыре раза ниже, чем фискальная нагрузка «Роснефти».

Отметим, что в США для стимулирования экономического роста с 2018 года начали проводить налоговую реформу, в ходе которой был снижен ряд налогов, в том числе налог на прибыль (с 35 до 21%), а также введены налоговые вычеты на капитальные затраты.

Более того, по оценкам ОЭСР, за двадцать лет, с 2000 года по настоящее время, большинство стран заметно снизили ставки налога на корпоративные доходы. При этом в России снижение — одно из наименьших (см. график 3).

Заметим, что именно нефтяные компании получили в Америке беспрецедентные льготы. Многие из них не платили налоги в 2018 году. A Chevron и Halliburton получили налоговые льготы из бюджета как осуществляющие долгосрочные инвестиционные проекты в тяжелых климатических условиях. В результате показатели американских компаний улучшились, а фондовый рынок оживился.

## Как рассчитаны оценочные показатели работы «Роснефти» в США и ExxonMobil в России

**Д**

ля оценки гипотетической рыночной капитализации ExxonMobil в России были определены следующие показатели:

1. Enterprise value (стоимость предприятия).
2. EBITDA и налоги.
3. Мультипликаторы EBITDA + налоги/Enterprise Value.

К показателю EBITDA + налоги ExxonMobil был применен мультипликатор стоимости предприятия, рассчитанный для «Роснефти». Таким образом, была получена оценка стоимости ExxonMobil в России. Из стоимости предприятия ExxonMobil в России отняли фактический чистый долг ExxonMobil. Таким образом получили гипотетическую рыночную капитализацию ExxonMobil в России.

Для оценки гипотетической рыночной капитализации «Роснефти» в США по данным финансовой отчетности ExxonMobil за 2018 год рассчитаны:

«В 2018 году дополнительное давление на нефтяные компании в России оказывало нерыночное регулирование внутренних цен на нефтепродукты, — подчеркивается в исследовании “БКС Премьер”. — В результате российские компании недополучали выручку. С начала текущего года увеличение налоговой нагрузки на нефтеперерабатывающую отрасль России фактически привело к убыточности этого сегмента в стране».

Согласно оценкам, «по итогам прошлого года маржа по EBITDA сегмента “Переработка, коммерция и логистика” (Downstream) “Роснефти” составила 2%, по итогам второго квартала текущего года — 0,6%. В случае ExxonMobil сегмент Downstream является не только прибыльным на уровне EBITDA, но и формирует около 30% чистой прибыли компании. Если добавить нефтехимический сегмент, то совместная с сегментом Downstream чистая прибыль составляет примерно 45% чистой прибыли ExxonMobil за прошлый год. Доля Downstream в EBITDA “Роснефти” по итогам прошлого года составляет менее 10%, доля нефтехимического сегмента и сегмента Downstream в EBITDA ExxonMobil — около 30%».

Представляется, что в целом уровень капитализации российских компаний существенно занижен. Исторически сложившаяся ситуация, когда российские компании в 1990-е годы выходили на мировой рынок в условиях высокой инфляции и практического отсутствия внутренних источников средств на инвестиции и развитие, привела к тому, что в итоге важнейшие источники капитализации оставались серьезно ограниченными.

Недостаточность денег оказывала по-нижательное воздействие на стоимость активов, которые были сильно недооценены. Еще в 2000 году мы подчеркивали, что отмечается недооценка значительной части российских внутренних акти-

1. Доли налогов, кроме налога на прибыль, в выручке.
2. Эффективная ставка налога на прибыль.
3. Средняя стоимость долга.

На следующем шаге на основании фактической выручки «Роснефти» за 2018 год были получены гипотетические суммы налогов, кроме налога на прибыль, если бы компания осуществляла деятельность в США. Далее фактические финансовые расходы «Роснефти» за 2018 год были уменьшены, как если бы компания привлекала долг на условиях ExxonMobil. При прочих равных, была получена гипотетическая прибыль «Роснефти» за 2018 год до налога на прибыль, к этому показателю была применена соответствующая ставка налога на прибыль. Мультипликатор Р/Е для получения цифры 671 млрд долларов был использован на уровне 14, по аналогии с коэффициентом для ExxonMobil.

В то время, по мнению International Fund Investment, цена российских акций выглядела во много раз привлекательнее, даже с учетом рисков, связанных с экономическими и социальными проблемами России. В частности, по сопоставимым критериям оценок акции «Газпрома» стоили почти в 700 раз меньше, чем акции, например, Exxon (International Fund Investment. 1999, № 4, р. 17). Это касалось и российского банковского сектора, вся совокупная капитализация которого была существенно ниже капитализации любого (!) крупного международного банка.

Это отражалось в показателях российского рынка (Р/В, Р/Е), которые были ниже, чем в других странах (см. график 4).

И хотя разница с показателями других стран с тех пор сократилась, она до сих пор отражает диспаритет, который российским заемщикам приходится преодолевать на рынке долевого капитала. В настоящее время у российских компаний по сравнению с американскими показатель Р/Е ниже примерно в четыре раза. (На 20 сентября 2019 года мультипликатор Р/Е российских компаний составляет 5,5x, американских — 20,2x.)

Представляется, что одной из причин недооценки компаний был низкий уровень монетизации, который еще в 1990-е годы составлял около 14%, а впоследствии хотя и повысился (в 2018 году — 45%), но по-прежнему остается ниже уровня большинства ведущих стран (как правило, выше 65%, а часто даже выше 100% — Япония, Китай и др.).

Несомненно, уровень монетизации находит свое отражение и в уровне процентных ставок: в результате ставки также оказываются для российских компаний существенно выше, чем для крупнейших конкурентов (см. графики 4 и 5).

Стоимость привлечения финансирования и его доступность оказываются суще-

ственное влияние на рыночную оценку компаний. Как отмечается в исследовании, «по итогам 2018 года средняя стоимость долга ExxonMobil составила 1,9%, “Роснефти” — 6,9% (при этом единственное доступное в условиях санкционных ограничений рублевое финансирование привлекается под ~9%)».

В США и европейских странах реальные процентные ставки приближаются к нулевым значениям, в России же последние годы сохраняется крайне высокий их уровень, что затрудняет финансирование реального сектора экономики.

Если самые развитые и мощные российские компании вынуждены платить за привлечение кредитов в два-три раза больше своих конкурентов, то для остальных компаний этот разрыв еще больше. Условия конкуренции в результате осложняются. Добавим также, что в той же ВТО рассматривается весь комплекс прямых и косвенных факторов, влияющих на конкурентные условия деятельности, и не раз отмечались precedents, когда даже второстепенные обстоятельства становились для ВТО достаточным основанием для принятия решения о неравной конкуренции и необходимости введения выравнивающих мер. Возможно, и нашим регуляторам пора задуматься о том, что могло бы способствовать выравниванию конкурентных условий для российских компаний на международном рынке.

\*\*\*

В нынешних условиях проблема поддержания экономического роста и конкуренции становится все более актуальной. Как заметил недавно президент Владимир Путин, справедливая и честная конкуренция является залогом поступательного развития. У российского бизнеса и экономики есть большой потенциал, который еще предстоит раскрыть. И важно, чтобы экономические условия этому способствовали.