

ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ ФУНДАМЕНТАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ АКЦИЙ РОССИЙСКИХ КОРПОРАЦИЙ

Пятницкий Д.В., канд. техн. наук

Рассматриваются проблемы качества инвестиционных обзоров и отражения финансовых стратегий в фундаментальной стоимости акций на примере трех крупнейших российских корпораций, оценивается политика финансирования их деятельности, доходность инвестиционных проектов, стоимость привлечения капитала. По данным инвестиционных обзоров за 2004 год прогнозируется для ОАО «Газпром» снижение, а для ОАО «ЛУКОЙЛ» повышение финансового рычага к 2010 году.

Ключевые слова: акции, инвестиционный обзор, денежные потоки, валютные облигации, стоимость акций, рентабельность.

RUSSIAN CORPORATIONS' FUNDAMENTAL SHARE VALUE ASSESSMENT PROBLEM

Pyatnitskiy D.V., Ph.D.

The article is devoted to the problems of investment survey quality and financial strategy reflection in fundamental share value by the example of three great Russian corporations it also contains the assessment of their financial policy, investment project profitability, capital formation costs. According to investment survey of 2004 there predicted the reduction of «GASPROM» PC financial instruments and the increase of those of «LUKOIL» PC.

Key words: shares, investment survey, currency flow, bond, share value, economic efficiency.

Анализ и оценка качества инвестиционных обзоров российских корпораций. Проведенный детальный анализ использования модели дисконтирования денежных потоков и оценки стоимости капитала 9 известными инвестиционными финансовыми компаниями и банками России показал, что оценку стоимости акций устойчиво работающих корпораций российские инвестиционные компании традиционно производят двумя методами: методом дисконтированных денежных потоков и методом сравнительных показателей. Причем первый метод считают основным, а второй используют, как правило, для подтверждения результатов. Большинство российских компаний при оценке фундаментальной стоимости акций пользуются работой К. Ферриса и Б.П. Пешеро [15].

Как и везде в мире, в России при использовании метода дисконтирования денежных потоков используют вариант, основанный на расчете свободного денежного потока. В редких случаях дисконтируется денежный поток, относящийся к владельцам обыкновенных акций.

Инвестиционная компания «Олма» – одна из немногих российских фирм, которые оценивают стоимость акций с учетом доли меньшинства. Используются два варианта учета доли меньшинства. Первый заключается в корректировке денежных потоков путем вычитания доли меньшинства из чистой прибыли. Второй – в корректировке стоимости корпорации путем вычитания доли меньшинства в собственном капитале корпорации. При этом стоимость корпорации определяется без учета доли меньшинства в чистой прибыли. Первый метод представляется более обоснованным, поскольку рыночная оценка доли меньшинства в собственном капитале организации может отличаться от балансовой оценки.

Инвестиционные обзоры анализировались с точки зрения прозрачности и обоснованности методики расчета истинной стоимости акций корпорации. Мы исходили из того, что потенциальный инвестор (клиент инвестиционной компании) должен иметь возможность

выполнить все расчеты с использованием представленных исходных данных самостоятельно, получив такую же оценку истинной стоимости акций, которая дана в обзоре, а в дальнейшем проверить соответствие исходных данных фактическому положению дел. Следует, однако, заметить, что само по себе соответствие фактических данных прогнозируемым не является критерием качества прогноза, поскольку на практике мог осуществиться маловероятный сценарий развития событий. Главным признаком качества инвестиционных обзоров является прозрачность информации с точки зрения потенциального клиента. Этим вопросом посвящены работы М. Лещенко, С. Мордашова, А. Иванова, Н. Андреевой, В. Демшина [1, 7, 10].

У пользователя предоставленной в обзоре информации должны возникнуть следующие вопросы:

- 1) какие денежные потоки дисконтируются;
- 2) соответствует ли ставка дисконтирования выбранным денежным потокам;
- 3) насколько полно представлены в отчете элементы, представляющие денежные потоки, и достаточно ли они обоснованы;
- 4) обоснована ли и насколько правильно определена стоимость капитала;
- 5) может ли пользователь самостоятельно получить оценку истинной стоимости акций корпорации на основе предоставленной в обзоре информации;
- 6) может ли пользователь, скорректировав отдельные параметры, влияющие на результат дисконтирования и по каким-то причинам лучше ему известные, уточнить публикуемую в инвестиционном обзоре фундаментальную оценку стоимости акций.

Принципы и методы финансовой оценки стоимости акций компаний детально описаны в работе Б. Колас [6].

Последний пункт нуждается в пояснении в связи с результатами проведенного нами исследования [12]. С использованием полученных результатов может быть уточнена стоимость капитала, в частности, путем получения оценок бета-коэффициента активов β_U , ко-

торые могут быть использованы для определения зависимости предельной стоимости капитала от суммы финансируемых инвестиций, для прогнозирования изменения структуры капитала, для прогнозирования бюджета капиталовложений. Уточненная оценка стоимости капитала может быть применена для пересчета истинной стоимости акций по исходным данным, опубликованным в инвестиционном обзоре.

Большинство российских инвестиционных финансовых компаний делают прогноз на основе подготовленной в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности за последние три года.

Анализ инвестиционных обзоров показал, что они не содержат всей необходимой информации, достаточной для воспроизведения полученных оценок фундаментальной стоимости акций пользователем информации, и это, безусловно, снижает их ценность с точки зрения инвестора и может вызвать сомнение в достоверности выводов.

Например, в обзоре «Сибнефть: успешная компания с неясным будущим» (www.zerich.ru) говорится: «В связи с развитием «дела ЮКОСа», оказывающего непосредственное влияние на риск вложений в акции компании, ставка дисконтирования в модели DFC была повышена до 16 %, что привело к пересмотру справедливой цены с сохранением рекомендации покупать». При чтении этого текста у инвестора неизбежно должны появиться вопросы о том, какая модель дисконтирования здесь используется, что отражает ставка дисконтирования: стоимость привлечения собственного капитала или средневзвешенную стоимость капитала и учитывает ли эта ставка возможность диверсификации систематического риска.

Необходим стандарт представления в инвестиционных обзорах информации в части использования модели дисконтирования денежных потоков для оценки истинной стоимости акций корпорации. В соответствии с ним информация должна быть детализирована настолько, чтобы давать возможность инвестору осуществить процедуру дисконтирования максимально возможным числом способов (теоретически имеется десять способов оценки, дающих при одинаковых исходных допущениях один и тот же результат). Это увеличит объем обзора не более чем на $1/2$ страницы, но повысит степень его надежности.

Анализ и оценка качества инвестиционных обзоров в экономической литературе Запада (<http://www.iese.edu/ciif/>) представляют собой отдельное направление исследований. Наиболее распространенные ошибки изучаются, классифицируются и систематизируются. Например, П. Фернандес (<http://www.iese.edu/ciif/>) выделяет 12 групп общих ошибок, допускаемых финансовыми аналитиками, консультантами, компаниями и инвестиционными банками Испании. Анализ инвестиционных обзоров, подготовленных в России, показал наличие тех же самых ошибок, к которым добавляется огромное количество арифметических недоразумений (это уже чисто российская специфика).

Поскольку достаточно полные инвестиционные обзоры деятельности одного и того же российского эмитента публикуются тремя-четырьмя финансовыми компаниями, актуален вопрос разработки методики сравнительного факторного анализа оценок фундаментальной стоимости акций с использованием модели дисконтирования денежных потоков. Оценки фундаментальной стоимости акций ведущих пред-

приятий России, которые дают различные инвестиционно-финансовые компании, весьма различны. За близкими конечными результатами расчетов могут стоять очень отличающиеся друг от друга предположения относительно денежных потоков, стоимости капитала. Часто (практически всегда) компании, чьи прогнозы денежных потоков оптимистичнее, чем у других компаний, используют одновременно более низкие оценки стоимости капитала. У клиента этих компаний неизбежно возникает вопрос, какова будет фундаментальная оценка акций, если использовать самые пессимистические или, наоборот, самые оптимистические прогнозы экономических показателей. С точки зрения пользователя информации, содержащейся в этих отчетах, актуален вопрос и о факторах, вызывающих отклонение этих оценок друг от друга. Наиболее приемлемыми методами анализа этих отклонений являются метод цепных подстановок и его обобщение – метод взвешенных конечных разностей.

Первым шагом в проведении факторного анализа является обеспечение сопоставимости инвестиционных обзоров. Необходимо использовать одну и ту же модель дисконтирования денежных потоков, приняв одинаковой (максимальной) глубину прогнозного периода. Большинство российских финансовых инвестиционных компаний дисконтируют свободные денежные потоки, используя модель Гордона для оценки текущей стоимости денежных потоков постпрогнозного периода. Если при оценке текущей стоимости денежных потоков постпрогнозного периода применяемая одной компанией средневзвешенная стоимость привлечения капитала меньше либо равна темпу прироста денежных потоков, прогнозируемому другой компанией, то сравнительный факторный анализ провести будет нельзя (он сохранит математический, но потеряет экономический смысл). Заметим, что во всех проанализированных инвестиционных обзорах для одного и того же эмитента такого соотношения стоимости капитала и темпа прироста не наблюдалось. С целью выявления скрытых предположений необходимо, например, с использованием электронных таблиц Excel проверить правильность полученной фундаментальной оценки стоимости акций. Опыт автора показывает, что получить опубликованный инвестиционными компаниями результат часто бывает трудно.

Второй шаг предполагает выбор факторов первого уровня. Имеет смысл рассмотреть как минимум два варианта. Первый вариант факторной системы включает следующий набор факторов первого уровня: прибыль до уплаты процентов и налогов; эффективную ставку налога на прибыль; амортизацию; изменение рабочего капитала; инвестиции; средневзвешенную стоимость капитала; заемный капитал; остаток денежных средств на начало периода; долю меньшинства. Второй вариант факторной системы включает: текущую стоимость денежных потоков прогнозного и постпрогнозного периода; заемный капитал; остаток денежных средств на начало периода; долю меньшинства.

Использование этих факторных систем, дополняющих друг друга, обеспечивает более глубокое понимание причин отклонений в оценках.

В результате такого анализа будет выявлен истинный диапазон возможных значений фундаментальной стоимости акций и принято более правильное инвестиционное решение.

Анализ возможности использования предлагаемых подходов в оценке стоимости российских

корпораций (табл. 1). В предположении, что весь прирост доходов вызван инвестициями, исходные данные инвестиционных обзоров могут быть использованы для оценки внутренней ставки доходности инвестиционных проектов. Если она окажется ниже предельной средневзвешенной стоимости капитала, то, возможно, следует уточнить ее инвестиционную программу.

Таблица 1. Анализ возможности использования предлагаемых подходов для оценки β_U российских корпораций (валютные облигации, 2.02.05)

Эмитент	Погаше- ние	Купон (% от ном.)	УТМ (% год)	r_d / r_t	$r_t / (1-\tau)$
АПРОСА	06.05.08	8,125	6,64	1,50	5,84
Альфа-банк	19.12.05	10,75	5,66	1,73	4,30
Альфа-банк	13.04.06	8,00	6,94	2,12	4,30
Банк Москвы	28.09.09	8,00	6,83	1,46	6,14
«Вимм-Билль- Данн»	21.05.08	8,50	7,97	1,79	5,86
Внешнеторг- банк	28.04.05	4,71	3,27	1,00	4,30
Внешнеторг- банк	30.07.07	5,63	3,96	0,89	5,84
Внешнеторг- банк	12.12.08	6,875	5,21	1,17	5,84
Внешнеторг- банк	12.10.11	7,50	6,07	1,30	6,14
«Вымпелком»	26.04.05	10,45	1,80	0,55	4,30
«Вымпелком»	16.06.09	10,00	7,94	1,76	5,92
«Вымпелком»	22.10.11	8,375	8,3	1,84	5,92
«Газпром»	25.04.07	9,125	4,66	1,06	5,79
«Газпром»	21.10.09	10,50	5,69	1,22	6,14
«Газпром»	27.09.10	7,80	4,95	1,06	6,13
«Газпром»	01.03.13	9,625	6,39	1,37	6,13
«Газпром»	01.02.	7,201	6,47	1,04	8,20
«Газпром»	28.04.34	8,625	7,16	1,05	8,99
Газпромбанк	04.10.05	9,75	1,68	0,96	2,30
Газпромбанк	30.10.08	7,25	5,64	1,27	5,84
Банк «Зенит»	12.06.06	9,25	8,06	1,81	5,86
«Евраз Секью- ритиз»	25.09.06	8,875	6,89	1,55	5,86
«Евраз Секью- ритиз»	03.08.09	10,875	8,50	1,84	6,09
МДМ-банк	16.12.05	10,75	5,87	1,80	4,30
ММК	18.02.05	10,00	3,04	1,75	2,29
ММК	21.10.08	8,00	7,23	1,63	5,84
МТС	30.01.08	9,75	6,56	1,48	5,84
МТС	14.10.10	8,375	7,27	1,56	6,13
Номос-банк	13.02.07	9,125	8,34	2,55	4,30
«Норильский никель»	30.09.09	7,125	7,59	1,71	5,86
«Роснефть»	20.12.04	12,75	4,59	1,03	5,86
Сбербанк	24.10.06	4,443	3,56	0,98	4,80
«Северсталь»	24.02.09	8,625	7,90	1,78	5,84
«Северсталь»	19.04.14	9,25	8,82	1,42	8,18
Банк «Петро- коммерц»	09.02.07	9,00	7,84	1,77	5,84
«Сибнефть»	13.02.07	11,50	6,10	1,37	5,86
«Сибнефть»	15.01.09	10,75	7,54	1,62	6,13
«Система фи- нанс»	14.04.08	10,25	7,22	1,62	5,86
«Система ка- питал»	28.01.11	8,875	8,09	1,74	6,13
Тюменская НК	06.12.07	11,00	5,60	1,26	5,86
Уралсиббанк	06.07.06	8,875	7,05	1,60	5,79

Поскольку доходность облигаций существенно отличается от купонной ставки, отношение обещанной ставки к безрисковой r_d / r_t при оценке текущей стоимости капитала российскими корпорациями це-

лесообразно рассчитывать как отношение доходности корпоративных облигаций к доходности российских еврооблигаций с ближайшим сроком погашения.

Если это отношение не превышает 1,3 ($1/(1-0,24)$), то β -коэффициент активов можно найти из соотношения

$$\beta = \beta_U \left(1 + (1 + nr_d(1-\tau)) \frac{L_f}{(1 + nr_t)} \right), \quad (1)$$

где β – фактический бета-коэффициент акций; n – период рефинансирования долга, лет; τ – ставка налога на прибыль; L_f – финансовый рычаг.

Если это отношение достаточно велико, то мы рекомендуем пользоваться формулой

$$\beta = \beta_U \left(1 + (1 + nr_d(1-\tau)) \frac{L_f}{(1 + nr_{SP})} \right), \quad (2)$$

где в качестве r_{SP} эвристически принимается величина $r_d^{*1,2}$.

Тем самым мы предполагаем, что с ростом процентных ставок доходность облигаций с определенного момента начинает приближаться к доходности, соответствующей случаю с заимствованием по безрисковой ставке для данного финансового рычага.

Анализ данных табл. 1 показал, что лишь 3 нефинансовые предприятия России имеют в настоящее время доходность валютных облигаций, достаточно близкую к доходности российских государственных валютных облигаций. Это «Газпром», «Роснефть» и Тюменская НК.

По облигациям, деноминированным в рублях, лишь АИЖК, «Газпром», ЛУКОЙЛ, «Мечел», «Северсталь» и СУЭК имеют приемлемую в плане возможности использования предлагаемых подходов стоимость привлечения заемного капитала.

Доходность валютных облигаций «Северстали» выходит за пределы допустимого диапазона значений ($r_b, r_t/(1-\tau)$). Для решения вопроса о возможности применения формулы (1) или (2) для оценки системного риска по «Северстали» необходимо оценить среднюю стоимость привлечения всего заемного капитала.

Выборочный анализ динамики отношения r_d / r_t во времени показал, что величина этого коэффициента для разных корпораций достаточно стабильна как по рублевым, так и по валютным облигациям.

В развитых странах (табл. 2) отношение r_d / r_t для крупнейших иностранных корпораций в большинстве случаев находится в границах необходимого для применения предлагаемых моделей диапазона ($1,1/(1-\tau)$). Лишь облигации General Motors из выборочно взятых крупнейших корпораций имеют неприемлемую для использования формулы (1) доходность к погашению.

Использование предлагаемых подходов в оценке фундаментальной стоимости акций российских корпораций. Для оценки стоимости акций S_0 , относящейся к постпрогнозному периоду, нами построена следующая модель:

$$S_0 = \frac{X(1-\tau)(1-\tau_S)(1-k)}{\rho-g} + \frac{\rho^*(1-\tau)(1-\tau_S)}{\rho-g} L_f S_0 - \frac{r_d(1-\tau)(1-\tau_S)(1+n \cdot \rho) + \rho - r}{(1+n \cdot r)(\rho-g)} L_f S_0, \quad (3)$$

где X – прибыль, генерируемая собственным капиталом корпорации; τ – ставка налога на прибыль; τ_S – ставка налога на доходы физических лиц (дивиденды); k – доля прибыли, генерируемой собственным капита-

лом корпорации, направляемая на выплату дивидендов; ρ – ставка дисконтирования, равная требуемой доходности акций фирмы, финансируемой лишь привлечением собственного капитала; g – темп прироста прибыли, генерируемой собственным капиталом корпорации, и заемного капитала; ρ^* – доходность инвестиций, финансируемых путем привлечения собственного капитала; L_f – финансовый рычаг, определяемый как отношение долга к стоимости акций корпорации; r_d – обещанная ставка процента по привлекаемому долгу; r – безрисковая ставка процента; n – период рефинансирования долга.

Таблица 2. Анализ возможности использования предлагаемых подходов для оценки β_U иностранных корпораций

Эмитент	Дата погашения	Купон (% от ном.)	20.01.05		
			YTM _C	YTM _G	r_d / r_f
AT&T	15.03.09	6,000	4,78	3,689	1,30
Citigroup	09.08.06	5,500	3,43	3,200	1,07
	01.10.10	7,250	4,31	3,689	1,17
	18.01.11	6,500	4,24	3,689	1,15
Daimler-Chrysler	15.06.10	8,000	4,7	3,689	1,27
Deutsche Telecom	15.06.05	8,250	2,92	2,676	1,09
	15.06.10	8,500	4,5	3,689	1,22
General Electric	01.12.05	6,800	3,04	2,676	1,14
	22.09.08	5,750	3,92	3,689	1,06
	19.01.10	7,375	4,16	3,689	1,13
General Motors	19.01.10	7,750	6,29	3,689	1,71
Goldman Sachs	01.10.09	7,350	4,15	3,689	1,12
	15.01.11	6,875	4,39	3,689	1,19
JP Morgan Chase	15.08.06	5,625	3,46	3,200	1,08
Morgan Stanley	15.04.06	6,100	3,24	3,200	1,01
	15.04.11	6,750	4,39	3,689	1,19
Telefonica Espania	15.09.05	7,350	2,92	2,676	1,09
Toyota Motor Co	12.06.07	7,000	3,63	3,200	1,13
Vodafone Airtch	15.02.10	7,750	4,26	3,689	1,15
В среднем	–	–	–	–	1,17

Примечание: YTM_C, YTM_G – доходность корпоративных и государственных облигации США, соответственно.

Модель состоит из двух частей. Первая часть (первое слагаемое) – это, как и ранее, модель, использованная Ф. Модильяни и М. Миллером для анализа влияния дивидендной политики на стоимость фирмы, не имеющей финансового рычага.

Вторая часть (второе и третье слагаемые) представляет собой тот вклад в стоимость акций фирмы, который вносят инвестиции, финансируемые путем привлечения заемного капитала. Предполагается, что они увеличиваются с темпом прироста g . Поскольку темп прироста известен, то известны и процентные выплаты. Долг предполагается рискованным, однако все связанные с ним выплаты должны дисконтироваться по безрисковой ставке для косвенного отражения потерь, связанных с риском банкротства.

Согласно модели прибыль фирмы состоит из двух частей. Первая часть включает доходы от собственного капитала, вторая часть – от заемного. По предположению реинвестируется $k\%$ только от прибыли, связанной с собственным капиталом. Прибыль,

связанная с заемным капиталом, полностью выплачивается в качестве дивидендов.

В этой статье на примере ряда крупнейших российских корпораций приводятся результаты сравнительного анализа практики применения методов, используемых инвестиционными компаниями России для оценки истинной стоимости акций. В плане применения предлагаемой модели необходимо указать на актуальность расчета величины β_U (бета-коэффициент активов корпорации) с учетом фактического периода рефинансирования долга n и отношения r_d / r_f . Расчет величины β_U необходим для прогнозирования финансовой политики анализируемой корпорации и оценки возможной динамики фактического β (бета-коэффициент акций корпорации). Кроме того, модель (3) может быть наряду с моделью Гордона [16] использована инвестиционными компаниями России для оценки истинной стоимости акций российских корпораций. Применение модели Гордона опирается на величину свободного денежного потока в начале постпрогнозного периода, и следовательно, амортизация и финансируемые с ее помощью инвестиции влияют на денежные потоки и на стоимость фирмы. Модель (3) построена в консервативном предположении, что амортизация и финансируемые с ее помощью инвестиции вместе не влияют на стоимость фирмы, поскольку они несут поддерживающий прежние денежные потоки характер. Поскольку в предлагаемой нами модели (3) отражен и эффект периода рефинансирования долга, и уровень возможного финансового рычага, и рентабельность будущих инвестиций, ее применение повысит прогнозную способность аналитиков. Глубина прогнозного периода сейчас составляет от 3 до 10 лет. Так же, как и модель Гордона, модель (3) может быть использована для определения текущей стоимости постпрогнозного денежного потока. В настоящее время, судя по результатам проведенного нами анализа, постпрогнозный денежный поток вносит основной вклад в стоимость исследованных российских компаний (табл. 3). Его доля в стоимости этих компаний варьирует от 56,86 до 100 %.

Проведенный нами анализ инвестиционных обзоров российских эмитентов показал, что с помощью моделей оценки стоимости акций необходимо определять не одну и даже не две (максимальную и минимальную), а несколько фундаментальных цен акций внутри наиболее вероятного диапазона. Аналитик должен найти зависимость от предпочтений разброс фундаментальных оценок. Существование равновесного диапазона вместо равновесной цены оправдывает технический анализ. Уровни поддержки, уровни сопротивления существуют внутри этого диапазона. Уровень сопротивления можно определить как максимальную фундаментальную оценку большого числа инвесторов, а уровень поддержки – как минимальную.

Сравнительный анализ оценок стоимости акций ПАО «Газпром» (табл. 4). ОАО «Газпром» – крупнейшая в мире газовая компания, которая находится под полным контролем государства, несмотря на то, что оно пока владеет менее чем половиной всех его акций (38,37 % на 28.02.2005). Около половины своей выручки «Газпром» получает за счет экспорта газа в Европу. Хотя государство как основной акционер не ставит в качестве приоритетной цели долгосрочный и устойчивый рост капитализации компании, мы полагаем, что методология теории стоимости фирмы и теории портфеля ценных бумаг приме-

нима, поскольку ее акции оцениваются рынком и влияние специфических целей мажоритарного акционера на доходность акций можно диверсифицировать. Попытки самого «Газпрома» диверсифицировать свою деятельность путем приобретения непрофильных активов снизили эффективность его деятельности. Закономерности этого процесса описаны в статье Герцога И. [2].

Таблица 3. Оценка доли стоимости российских компаний, определяемой постпрогноznым периодом, %

Инвестиционная финансовая компания	Эмитент	Глубина прогнозного периода, лет	Темп прироста свободного денежного потока, %	Доля стоимости компании, определяемая постпрогноznым периодом, %
ИК «Уником Партнер»	ОАО «АвтоВАЗ»	5	29,1	>100
ИК «АВК»	ОАО «Газпром»	7	>4	65,0
ИК «АВК»	ОАО ГМК «Норильский никель»	6	н/д	71,15
ИК «Олма»	ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания»	4	н/д	68,61
ИК «АВК»	ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания»	7	н/д	94,95
ИК «Олма»	НК «ЛУКОЙЛ»	10	5	60,32
ИК «АВК»	НК «ЛУКОЙЛ»	7	5	85,56
ИК «БАРЕЛЬ»	ОАО «Сургутнефтегаз» (обыкновенные акции)	6	7	58,56
ИК «БАРЕЛЬ»	ОАО «Сургутнефтегаз» (привилегированные акции)	6	н/д	56,86
Росбанк	ОАО «Северсталь»	3	н/д	64,03

Далее будут приведены результаты сравнительного анализа процедур дисконтирования денежных потоков, содержащихся в инвестиционных обзорах акций «Газпрома», опубликованных в Интернете двумя финансовыми компаниями: «АВК» (www.avk.ru) и «Уником Партнер» (www.unicompartner.ru). Инвестиционные обзоры «АВК» и «Уником Партнер» были подготовлены по состоянию на 13 февраля и 9 сентября 2004 г., соответственно. Расхождение в датах принципиального значения не имеет. Рассматриваемые инвестиционные обзоры не содержат всей необходимой для детальной проверки расчетов информа-

ции, однако ее достаточно для иллюстрации применения предлагаемых нами подходов.

По оценкам ИК «АВК» свободный денежный поток корпорации в течение 2003–2010 г. должен увеличиваться ежегодно в среднем на 14,8 %, а в дальнейшем темпы роста свободного денежного потока будут выше темпов роста производства в России (3–4 %) и составят 5 % в год. Потенциал роста цены составляет 20 % (текущая рыночная цена – \$1,675, фундаментальная стоимость обыкновенной акции – \$2,01). По оценкам ИК «Уником Партнер» операционная прибыль корпорации в течение 2004–2008 г. должна увеличиваться в среднем на 4 %, а в дальнейшем темпы ее роста будут постепенно снижаться до 0,5 % в год. Потенциал роста цены в течение ближайших 12 месяцев составляет 22–22,5% (текущая рыночная цена – \$2,02, фундаментальная стоимость обыкновенной акции – \$2,47).

Таблица 4. Оценка фундаментальной стоимости акций на основе прогнозов денежных потоков ОАО «Газпром», подготовленных инвестиционными компаниями «АВК» и «Уником Партнер»

Параметр, показатель	Варианты расчетов					
	ИК «АВК»			ИК «Уником Партнер»		
	1	2	3	1	2	3
Исходные данные						
Глубина прогнозного периода, лет	7	7	7	6	6	6
Период рефинансирования долга n , лет	5	7,5	10	5	7,5	10
Рентабельность инвестиций ρ^* , %	12,0	14,0	12,0	12,0	14,0	12,0
Безрисковая ставка r_f , %	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Цена долга r_d для постпрогнозного периода, %	5,2	5,6	6,0	5,2	5,6	6,0
Ставка налога на прибыль τ	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
Темп прироста доходов компании g в течение постпрогнозного периода, %	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
β_U	0,73	0,73	0,51	0,73	0,73	0,73
ρ , %	12,3	12,3	10,1	12,3	12,3	10,1
r_m (доходность рыночного портфеля)	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Результаты расчетов						
Фундаментальная стоимость акций, дол.	1,68	1,91	2,62	1,13	1,32	1,52
Средневзвешенная стоимость капитала в постпрогноznом периоде	16,0	16,1	13,2	15,3	15,6	12,9

Как видим, представленные инвестиционные обзоры содержат очень разные прогнозные оценки денежных потоков и стоимости капитала, однако процент превышения истинной стоимости акций над текущей рыночной ценой примерно совпадает (20 % в одном и 22 % в другом случае). Представляет интерес сравнение теоретических оценок стоимости акций и реальной цены в течение прогнозного периода. В декабре 2004 г. курс акций «Газпрома» достиг \$2,7, значительно превзойдя оба прогнозные значения (\$2,01 (было достигнуто в марте) и \$2,47 (было дос-

тигнуто в конце сентября)). Таким образом, в обоих случаях прогноз блестяще подтвердился в течение двух месяцев. Есть мнение, что реальная рыночная стоимость акций «Газпрома» должна составлять не менее 2,1 трлн дол., поскольку капитализация американской нефтяной компании «Эхон» превышает 310 млрд дол., а запасы «Газпрома» в 6 раз больше. Такие оценки, предполагающие линейную зависимость капитализации от величины запасов, даются в работах А. Захарова, В.Я. Медикова, Е.Е. Иродовой [3, 5, 8, 9]. Не лишне заметить, что если бы все инвесторы опирались на эту методику, то курс акций не замедлил бы подняться до указанных умопомрачительных высот. Заметим, что выдающийся аналитик России А. Илларионов предпочитает оценивать капитализацию (по минимуму), предполагая линейную зависимость стоимости акций нефтяных компаний от выручки от реализации. Его оценка, если следовать этой логике, вероятно, была бы не ниже 28–32 млрд дол. (историческая величина капитализации на 13.02.2004 г. – 39,6 млрд дол.).

Для оценки достоверности обзоров необходимо сопоставить плановые и прогнозные данные. Согласно инвестиционной программе ОАО «Газпром» на 2005 г. капитальные и финансовые вложения составят 212601,16 млн руб. (или примерно 7593 млрд дол.), в том числе капитальные вложения – 187940 млн руб. (около 6712 млрд дол.). Оба прогноза достаточно точно (9% и 5%) предсказали запланированную корпорацией величину капитальных вложений.

При практическом использовании предлагаемых нами формул под величиной n следует понимать дюрацию кредитного портфеля корпорации. В 2003 г. дюрация кредитного портфеля ОАО «Газпрома» составила 4,6 года, увеличившись по сравнению с предыдущим годом в 1,5 раза (в 2002 г. – 3 года). Этот показатель путем замещения краткосрочных банковских займов на долгосрочные еврооблигационные будет постепенно увеличен до 10 лет и таким образом приведен в соответствие со сроком окупаемости инвестиционных проектов компании.

По оценке ИК «АВК» финансовый рычаг в период 2004–2010 г. будет существенно снижен (с 22%) и составит в конце 2010 г. всего 2%. Для финансирования инвестиционной деятельности ОАО «Газпрому» будет достаточно собственных свободных денежных средств даже после выплаты 10% прибыли в качестве дивидендов. Таким образом, понижение финансового рычага должно произойти в результате благоприятной конъюнктуры на мировом рынке энергоносителей и за счет повышения внутренних цен на газ.

На наш взгляд, понижение финансового рычага противоречит цели максимизации стоимости корпорации и может быть осуществлено лишь потому, что государство как основной акционер не рассматривает эту цель как определяющую. В результате федеральный бюджет потеряет дополнительные неналоговые доходы, которые могли бы быть получены при снятии 10%-го ограничения на выплату дивидендов (дивидендная политика компании предусматривает ежегодное направление акционерам дивидендов в пределах 10% чистой прибыли) и за счет более активного привлечения заемного капитала для финансирования инвестиционных проектов.

Снижение финансового рычага должно вызвать падение отношения r_d/r . В данных же ИК «АВК» оно нереалистично возрастает с 1,07 в 2004 г. до 1,2 в 2011 г.

Оценки β_U должны различаться в соответствии с принятыми в рассматриваемых обзорах предположениями относительно текущего положения дел и развития событий в последующие годы. Если взять за основу обзор ИК «АВК», то, принимая за истинное значение β в 2011 г. равное 0,749, получим, что $\beta_U = 0,735$ ($t = 0,24$, $n = 10$, $r_d/r = 1,2$, $L = 0,02$). Это значительно выше, чем в газовой промышленности США, где $\beta_U = 0,51$. Стоимость привлечения собственного капитала (ρ_S) оказывается равной 12,35%, а стоимость привлечения заемного капитала (ρ_D) в этом случае составит 11,28%. Средневзвешенная стоимость капитала будет равна 12,33%. В момент публикации обзора средневзвешенная стоимость капитала (15,68%) была значительно выше будущей. Именно такой должна быть минимально достаточная внутренняя ставка доходности инвестиционных проектов «Газпрома». Отметим, что при повышении качества обзора могут быть получены более точные оценки. В частности, нам представляется, что поскольку отношение r_d/r на 2011 г. несколько завышено, то стоимость привлечения заемного капитала (ρ_D) составит 10,08%, а не 11,28%.

Уместно сравнить стоимость капитала с рентабельностью крупных инвестиционных проектов ОАО «Газпром» [11]. Показатель рентабельности инвестиций в данном случае будет аппроксимировать внутреннюю ставку доходности проектов. Чистый дисконтированный доход инвестиционных проектов положителен, хотя рентабельность проектов ниже полученных нами оценок стоимости капитала. Это позволяет предположить, что в расчетах чистого дисконтированного дохода использована заниженная ставка дисконтирования. Основная часть (www.kommersant.ru) из общего объема капитальных вложений (188 млрд руб.) будет направлена на строительство трубопроводов (более 120 млрд руб.), что является фактором, снижающим стоимость акций. Возможность принятия неэффективных решений в ОАО «Газпром» обусловлена давлением мажоритарного акционера.

Характерно, что рентабельность инвестированного капитала, исчисленная нами по данным ИК «АВК», повысится с 10% в начале прогнозного периода до 12% в конце прогнозного периода, оставаясь ниже относящейся к этому периоду доналоговой стоимости капитала (12,37%).

В обзоре ИК «Уником Партнер» премия за риск вложений в акции российских корпораций была принята на уровне 5,5% (!) (это явно заниженный процент.) Доходность к погашению российских еврооблигаций со сроком погашения в 2030 г. на 9 сентября 2004 г. составляла 7%. Отсюда следует, что β должен быть равен 1,1, для того чтобы стоимость привлечения собственного капитала была равна 13,6%. Ранее, в инвестиционном обзоре, от 3 ноября 2003 г. аналитики ИК «Уником Партнер» писали, что, по сравнению с 2002 г., они повышают оценку β -коэффициента с 0,8 до 0,9, отражая тем самым сближение динамики цены акций «Газпрома» с индексом РТС (в расчете которого, кстати, акции «Газпрома» не участвуют). Новая оценка β -коэффициента ИК «Уником Партнер», скорее всего, слишком далека от истины, для того чтобы взять ее за основу расчетов.

Фундаментальная стоимость акций, оцененная с применением авторских моделей по данным инвестиционных компаний «АВК» и «Уником Партнер» варьирует в широком диапазоне (от 1,13 до \$2,62). По

оценкам самих инвестиционных компаний она должна быть \$2,01 и \$2,47, соответственно. Авторские расчеты, произведенные на основе данных «АВК», дали диапазон изменения курсов акций от 1,68 до \$2,62, в который попадает собственная оценка этой компании. Текущая стоимость денежных потоков, относящихся к постпрогнозируемому периоду, определяет фундаментальную стоимость акций более чем на 76 %. Расчеты же, произведенные по данным компании «Уником Партнер», позволили оценить фундаментальную стоимость акций от 1,13 до \$1,52. Это значительно ниже собственной оценки этой компании. Значение прогнозного периода выше, хотя его глубина меньше на один год. Постпрогнозный период по данным «Уником Партнер» определяет примерно от 60 до 70 % фундаментальной стоимости акций. Главным фактором дисперсии оценок является прогноз стоимости капитала. Вторым по значимости фактором являются предположения относительно рентабельности инвестиций. В качестве третьего фактора можно назвать цену привлекаемого долга. Ожидаемый темп роста доходов корпорации в постпрогнозируемом периоде предполагался равным 5 %. Рентабельность инвестиций для этой корпорации (от 12 до 14 %), вероятнее всего, окажется ниже стоимости привлечения заемного капитала, поэтому имеет смысл ожидать, что финансовый рычаг корпорации будет ниже, чем предсказывает компания «Уником Партнер». Оценки средневзвешенной стоимости капитала находятся в диапазоне от 12,98 до 16,14 %.

Согласно опубликованным в средствах массовой информации материалам [14], общая стратегия корпорации предусматривает два направления: первое – экспансия в электроэнергетику, второе – увеличение добычи нефти. Руководство корпорации собирается превратить ее в нефтегазовую компанию с мощным электроэнергетическим сектором, доведя нефтяную составляющую до 55 %. Международные лидеры, сопоставимые с «Газпромом» (ExxonMobil, Shell), только на половину заняты продажей добытого газа. Непрофильные активы (пресса и телевидение) согласно декларируемым планам будут переданы «Газпромбанку» в обмен на энергетические объекты, которыми он владеет. В результате, по мнению экспертов Счетной палаты, капитализация монополиста в течение 5–7 лет вырастет до 300–500 млрд дол.

Задачам реализации общей стратегии корпорации подчинена ее финансовая стратегия. В 2004 г. Совет директоров компании одобрил стратегию долгосрочных заимствований до 2013 г., направленную на увеличение периода рефинансирования долга с целью приведения его в соответствие со сроком окупаемости основных проектов, который составляет 10 лет, и снижение стоимости долга. Стратегическая цель заключается в уменьшении зависимости от кредиторов без уменьшения объема инвестиций. Согласно этой стратегии доля краткосрочных заимствований будет сокращена с 45 до 25 %. Сам же объем заимствований согласно утвержденному бюджету «Газпрома» составит в 2005 г. 110 млрд руб., что на 10 млрд руб. меньше, чем в предыдущем, а в 2006 г. – 90 млрд руб.

Для осуществления этой стратегии проводится определенная финансовая политика, направленная на оптимизацию долгового портфеля. Дочерним обществам и организациям «Газпрома» устанавливаются предельные размеры заимствований. Кредитная политика заключается в привлечении исключительно длинных

кредитов у западных банков со сроком погашения до 2008, 2009 и 2014 г. Монополия решила свернуть свою вексельную программу, полностью отказавшись от выпуска векселей. Средства, привлекаемые путем эмиссии облигаций, будут направляться не только на реализацию инвестиционных проектов, но и на рефинансирование краткосрочной задолженности. Займы 2003–2004 г. будут рефинансированы путем привлечения в 2005 г. необеспеченного синдицированного кредита объемом 972 млн дол., что позволит снизить стоимость обслуживания долга на 18 млн дол.

Действия, предпринимаемые руководством монополии для реализации стратегических целей, вызывают острую критику правительства. Наибольшее недовольство вызвала произведенная «Газпромом» в начале 2005 г. переоценка основных фондов с индексом 1,72, что означает резкий рост себестоимости продукции и требуемых для рентабельной работы газовых тарифов. Кроме того, критику вызывает и тот факт, что в действительности «Газпром» не только не избавляется от непрофильных активов, но и приобретает новые, снижая эффективность своей работы. Возможно, это лишь тактический ход.

Сравнительный анализ оценок стоимости акций ОАО «Лукойл» (табл. 5, 6). НК «Лукойл» – крупнейшая вертикально-интегрированная нефтяная компания, которая занимает второе место по доказанным запасам нефти в мире [13]. На долю компании приходится около 20% добываемой в России нефти. В структуре реализации преобладают продукты нефтепереработки. Розничная сеть корпорации охватывает около 60 регионов России, ближайшее зарубежье, Прибалтику, Европу и Америку. Все это делает акции НК «Лукойла» менее чувствительными к колебаниям российского и мирового фондовых рынков. β -коэффициент акций компании, рассчитанный по индексу РТС, по оценке ИК «АВК» равен 0,66, что соответствует β -коэффициентам нефтяных (0,66) и нефтеперерабатывающих (0,62) компаний США. Доля государства в уставном капитале НК «Лукойл» составляет менее 10 %, однако наблюдается негативная тенденция к усилению его влияния на процесс принятия стратегических решений корпорации. Это может отрицательно повлиять на рост капитализации компании и повысить стоимость капитала. Стратегические цели корпорация определяет на 10 лет вперед. Этому сроку соответствует и период ее долгосрочного планирования.

Таблица 5. Сравнительный анализ темпов роста чистой операционной прибыли

Инвестиционная компания	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ИК «Олма»	0,77	0,88	0,96	1,16	1,13	1,12	1,11	1,03

Имеются различные прогнозы относительно дивидендной политики НК «Лукойл», которая будет проводиться в дальнейшем. По итогам 2002 г. компания выплатила в качестве дивидендов 30 %, а по итогам 2003 г. – 23 % чистой прибыли. Ожидается, что в будущем коэффициент дивидендных выплат составит 50 %, что соответствует средней величине этого коэффициента по западным компаниям.

Далее будут приведены результаты сравнительного анализа процедур дисконтирования денеж-

ных потоков, содержащихся в инвестиционных обзорах акций Лукойла, опубликованных в Интернете двумя финансовыми компаниями: «АВК» (www.avk.ru) и «Олма» (www.olma.ru). Инвестиционные обзоры «АВК» и «Олма» были подготовлены по состоянию на 17 марта и 26 апреля 2004 г., соответственно. Расхождение в датах не существенно. Для иллюстрации применения предлагаемых нами подходов информации, содержащейся в рассматриваемых инвестиционных обзорах, вполне достаточно, однако ее не хватает для детальной проверки и уточнения расчетов.

По оценкам ИК «АВК» свободный денежный поток корпорации в течение 2003–2010 г. должен увеличиваться ежегодно в среднем на 14,8 %, а в дальнейшем темпы роста свободного денежного потока будут выше темпов роста производства в России (3–4 %) и составят 5 % в год. Потенциал роста цены составляет 12 % (текущая рыночная цена – \$28,55, фундаментальная стоимость обыкновенной акции – \$32,07).

Таблица 6. Оценка фундаментальной стоимости акций на основе прогнозов денежных потоков НК «Лукойл», подготовленных инвестиционными компаниями «АВК» и «Олма»

Параметр, показатель	Варианты расчетов					
	ИК «АВК»			ИК «Уником Партнер»		
	1	2	3	4	5	6
Исходные данные						
Глубина прогнозного периода, лет	7	7	7	10	10	10
Период рефинансирования долга n , лет	5	5	5	10	10	10
Рентабельность инвестиций ρ^* , %	18,4	18,4	18,4	18,4	18,4	84
Безрисковая ставка r , %	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Цена долга r_d , %	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
Ставка налога на прибыль τ	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
Темп прироста доходов компании g , %	6,0	6,0	5,0	4,0	5,0	6,0
β_U	0,51	0,63	0,63	0,51	0,63	0,63
ρ , %	8,57	11,3	11,3	8,57	11,3	11,3
r_m , %	12,0	15,0	15,0	12,0	15,0	15,0
Результаты расчетов						
Фундаментальная стоимость акций, дол.	33,9	17,2	16,3	46,3	28,8	29,9
Средневзвешенная стоимость капитала в постпрогнозный периоде, %	11,2	14,7	14,7	11,1	14,6	14,6

По оценкам ИК «Олма» темпы роста операционной прибыли корпорации после 2013 г. составят 5 % в год. Потенциал роста цены в течение ближайших 12 месяцев составляет 30 % (текущая рыночная цена – \$28,26, фундаментальная стоимость обыкновенной акции – \$36,8).

Как видим, представленные инвестиционные обзоры также, как и в ситуации с «Газпромом», содержат очень разные прогнозные оценки денежных потоков и стоимости капитала, однако процент превышения истинной стоимости акций над текущей рыночной ценой в случае с «Лукойлом» различен (12 % в одном и 30 % в другом случае). В феврале 2005 г. курс акций корпорации достиг \$32,35, оправдав про-

гноз специалистов ИК «АВК». Прогноз же аналитиков ИК «Олби» в течение года не подтвердился.

Для практического использования предлагаемых нами формул оценим дюрацию кредитного портфеля корпорации. По данным финансовой отчетности НК «Лукойл» краткосрочные займы (1001 млн дол.) и текущая часть долгосрочной задолженности (411 млн дол.) по состоянию на 31.12.2003 г. составляли 1412 млн дол., а долгосрочная задолженность (без текущей ее части) – 2392 млн дол. Компания должна была погасить 1412 млн дол. в 2004 г., 415 млн дол. в 2005 г., 484 млн дол. в 2006 г., 686 млн дол. в 2007 году, 265 млн дол. в 2008 г. и 542 млн дол. в последующие годы. По данным этой же отчетности средневзвешенная процентная ставка по краткосрочным кредитам и займам составляла 4,4 %, а по долгосрочным кредитам и займам – 5,15 %. Дюрация кредитного портфеля корпорации в 2004 г. составила по нашим оценкам всего 2,5–3 года, а средневзвешенная процентная ставка по всему привлекаемому заемному капиталу – 4,95 %. Это несколько выше (на 10 %) доходности еврооблигаций России с аналогичным сроком погашения (4,5 %).

В 2003 г. дюрация кредитного портфеля НК «Лукойл» составила 4,6 года, увеличившись по сравнению с предыдущим годом в 1,5 раза (в 2002 г. – 3 года).

Анализ с использованием авторских моделей показал большой разброс оценок фундаментальной стоимости акций (от 16,34 до \$46,31). По данным двух инвестиционных компаний («АВК» и «Олма») она должна быть \$32,07 и \$36,8, соответственно. Авторские расчеты, произведенные на основе данных «АВК», дали диапазон изменения курсов акций от 16,34 до \$33,88. Более чем на 85 % фундаментальная стоимость акций определяется текущей стоимостью денежных потоков, относящихся к постпрогнозному периоду. Расчеты же, произведенные по данным «Олма», позволили оценить фундаментальную стоимость акций от 28,83 до \$46,31. Значение прогнозного периода выше, что отчасти объясняется его большей глубиной (он на три года продолжительнее). Главным фактором дисперсии оценок является выбор стоимости капитала. Вторым по значимости фактором являются предположения относительно темпа роста доходов корпорации.

Рентабельность инвестиций для этой корпорации (18,4 %) выше стоимости привлечения заемного капитала (приближенная оценка может быть осуществлена с помощью выражения $\rho^*(r_d/r)$), поэтому прогноз инвестиционной компании «АВК» относительно снижения финансового рычага вряд ли имеет смысл считать оправданным. Оценки средневзвешенной стоимости капитала находятся в диапазоне от 11,19 до 14,74 %. Предполагалось, что дюрация кредитного портфеля составит от 5 до 10 лет.

Сравнительный анализ оценок стоимости акций ОАО ГМК «Норильский никель» (табл. 7). Рассмотрим теперь другую ситуацию, принципиально отличающуюся от двух предыдущих тем, что цена привлекаемого заемного капитала выходит за границы диапазона процентных ставок, для которого характерна более сильная, по сравнению со случаем безрискового заимствования, зависимость доходности акций от финансового рычага. Для оценки стоимости капитала в этом случае можно использовать предложенную автором формулу (2).

Таблица 7. Оценка фундаментальной стоимости акций на основе прогнозов денежных потоков ОАО ГМК «Норильский никель», подготовленных инвестиционными компаниями «АВК» и «Олма»

Параметр, показатель	Варианты расчетов					
	ИК «АВК»			ИК «Олма»		
	1	2	3	4	5	6
Исходные данные						
Период рефинансирования долга n , лет	5	7,5	10	5	7,5	10
Рентабельность инвестиций ρ^* , %	14,0	15,0	16,0	14,0	15,0	16,0
Безрисковая ставка r , %	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Цена долга r_d , %	5,2	5,6	6,0	5,2	5,6	6,0
Ставка налога на прибыль τ	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
Глубина прогнозного периода, лет	6	6	6	4	4	4
Темп прироста доходов компании g , %	4	5	6	4	5	6
β_U	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65	0,65
ρ , %	9,55	9,55	9,55	10,5	10,5	10,5
r_m , %	12,0	12,0	12,0	13,5	13,5	13,5
Результаты расчетов						
Фундаментальная стоимость акций, дол.	38,1	40,6	45,0	72,0	77,8	86,6
WACC в постпрогножном периоде, %	12,0	12,2	12,3	13,5	13,6	13,7

Фундаментальная стоимость акций, оцененная с применением авторских моделей по данным инвестиционных компаний «АВК» и «Олма» варьирует в широком диапазоне (от 38,11 до \$86,59). По оценкам самих инвестиционных компаний она должна быть 75,22 и \$56,4, соответственно. Авторские расчеты, произведенные на основе данных «АВК», дали диапазон изменения курсов акций от 38,11 до \$45,00, что значительно ниже собственного прогноза этой компании. Текущая стоимость денежных потоков, относящихся к постпрогнозному периоду, определяет фундаментальную стоимость акций более чем на 60 %. Расчеты же, произведенные по данным «Олма», позволили оценить фундаментальную стоимость акций от 72,04 до \$86,59. Значение прогнозного периода выше, хотя его глубина меньше на два года. Объясняется это тем, что компания «АВК» прогнозирует радикальное снижение прибыли от основной деятельности, компания же «Олма» ожидает ее роста. Постпрогнозный период по данным «Олма» определяет более 70 % фундаментальной стоимости акций. Главным фактором дисперсии оценок является ожидаемый темп роста доходов корпорации. Вторым по значимости фактором являются предположения относительно рентабельности инвестиций. В качестве третьего фактора можно назвать цену привлекаемого долга. Рентабельность инвестиций для этой корпорации (от 14 до 16 %) выше стоимости привлечения заемного капитала, поэтому имеет смысл ожидать, что финансовый рычаг корпорации будет выше, чем предсказывают инвестиционные компании. Оценки средневзвешенной стоимости капитала находятся в диапазоне от 12,04 до 13,70 %. Предполагалось, что дюрация кредитного портфеля к 2010 г. составит от 5 до 10 лет. В 2002 г. по оценкам автора, сделанным по данным опубликованной на сайте компании консолидированной годовой финансовой отчетности за 2003 г., средний период погашения долга корпорации составлял 1,3 года, а в

2003 г. он увеличился до 1,6 года. Повышение периода рефинансирования долга является, таким образом, важным резервом увеличения капитализации ОАО ГМК «Норильский никель».

Основным фактором снижения стоимости капитала является внедренная корпорацией система управления и контроля за рисками. Эта система влияет как на величину ожидаемых денежных потоков, так и на ставку их дисконтирования. Например, увеличение числа покупателей снижает как вероятность больших убытков, повышая ожидаемую прибыль, так и систематический риск. Ответственность за управление валютным риском, риском ликвидности, риском изменения процентной ставки и кредитным риском несет Казначейство компании. Отдел продаж контролирует риск изменения цен на металлы. Путем заключения форвардных контрактов, контрактов с использованием производных финансовых инструментов, контрактов с фиксированными ценами, контрактов с установленными минимальными и максимальными ценами, предусматривающих физическую поставку металлов покупателям, снижается корреляция текущей и будущей прибыли с доходностью российского рыночного портфеля.

Высоту отношения обещанной процентной ставки по долгу к доходности суверенных еврооблигаций России компания может снизить к 2010 г. путем внедрения системы контроля за состоянием ликвидности, использования процедуры детального бюджетирования и прогнозирования движения денежных средств, получения в распоряжение достаточного количества кредитных линий, открытых в разных банках для финансирования текущей потребности в денежных средствах.

Выводы

1. Предложена оригинальная методика сравнительного факторного анализа качества оценок фундаментальной стоимости акций одного эмитента, размещенных в Интернете различными инвестиционно-финансовыми компаниями, которая позволяет выявить причины различия в оценках и оценить диапазон, в котором находится истинная стоимость акции.

2. Анализ соотношения доходности корпоративных облигаций и суверенных еврооблигаций России ближайшего срока погашения выявил те корпорации, для которых в первую очередь могут использоваться предлагаемые автором методы. Это ОАО «Газпром» и ОАО «ЛУКОЙЛ». В то же время предложено использовать эвристическую формулу (2) оценки влияния финансового рычага и периода рефинансирования долга на систематический риск для других успешно работающих российских корпораций.

Список литературы

1. Андреева Н., Демшин В. Оценка бизнеса: так ли уж хорош коэффициент « β » для расчета ставки дисконта // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 16. – С. 44–48.
2. Герцог И. Об одном легком способе обесценить предприятие // Проблемы теории и практики управления. – 2000. – № 6. – С. 49–54.
3. Захаров А. Экономические реформы и фондовый рынок // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 3. – С. 11.
4. Иванов А. Оценка рыночной активности акций // Журнал для акционеров. – 2001. – № 5. – С. 42–45.
5. Иродова Е.Е. Акционерные общества: объективные основы, двойственная природа, российская специфика и

адаптационные возможности: Монография. – М.; Иваново: МФК, Изд-во ИвГУ, 2002. – С. 136.

6. Колас Б. Управление финансовой деятельностью предприятия. Проблемы, концепции, методы: Учеб. пособие: Пер. с франц. / Под ред. проф. Я.В. Соколова. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. – С. 516–529.

7. Леценко М. Анализ инвестиционной привлекательности компаний // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 14. – С. 62–64, №15. – С. 56–58.

8. Медиков В.Я. Черный передел собственности и власти // ЭКО. – 2001. – № 1. – С. 165–166.

9. Медиков В.Я. Черный передел собственности и власти // ЭКО. – 2001. – № 4. – С. 60.

10. Мордашов С. Рычаги управления стоимостью компаний // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 15. – С. 51–54.

11. Нименья И.Н. Моделирование инвестиционной деятельности естественной монополии: (На примере ОАО «Газпром»). – Новосибирск, 1999. – 121 с.

12. Пятницкий Д.В. Стоимость привлечения капитала и теория инвестиций: Монография. – Иваново: ИГТА, 2004. – 432 с.

13. Устинов Е. Группа «ЛУКОЙЛ» в фокусе // Рынок ценных бумаг. – 2004. – № 18. – С. 26–35.

14. Федорова Е. Грамотно отдавать долги... // Рос. газ. – 17.06.2005 (№129).

15. Феррис К., Пешеро Б.П. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении: Пер. с англ. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2002. – 256 с.

16. Gordon M.J. The Investment, Financing and Valuation of the Corporation. – Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, 1961.