Семенюта Николай Вадимович. Фундаментальный стоимостный анализ компании: применение для целей финансового менеджмента : применение для целей финансового менеджмента : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Ростов н/Д, 2001 198 с. РГБ ОД, 61:02-8/463-1

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО СТОИМОСТНОГО АНАЛИЗА КОМПАНИИ 17

1.1 Экономическое содержание стоимости фирмы 17

1.2. Максимизация стоимости компании как целевая функция финансового менеджмента 37

1.3 Подходы к оценке стоимости компании в рыночной экономике 48

Глава 2 РАЗВИТИЕ МЕТОДОВ ФУНДАМЕНТАЛЬНОГО СТОИМОСТНОГО АНАЛИЗА КОМПАНИИ 77

2.1. Анализ и совершенствование модели дисконтированных денежных потоков 77

2.2. Анализ методов построения ставки дисконтирования 99

2.3. Методика оценки стоимости компании со сверхнизкой или отрицательной прибылью на основе модели дисконтированных денежных потоков 1 12

ГЛАВА 3. ПРАКТИЧЕСКИЕ. АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИЙ НА ПРИМЕРЕ НЕФТЕДОБЫВАЮЩЕЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ 131

3.1. Специфика оценки стоимости нефтяных компаний 131

3.2. Корректность применения фундаментального стоимостного анализа на примере нефтедобывающей промышленности России 146

Заключение 171

Список литературы 177

Приложения 189

**Введение к работе**

Характерной чертой современной российской экономики является переход от рыночной переориентации и процесса начальной трансформации экономической системы административно-командного типа к новой стадии развития, когда можно констатировать переход всей экономики на рыночную систему хозяйствования и появление рынков и отраслей, где действуют реальные рыночные конкурентные и инвестиционные механизмы. Как следствие в отношении, российского рынка, прежде всего фондового, все в большей мере применима характеристика «возникающий» (emerging). Данный статус, наряду с сохранением ориентации на добывающую промышленность как важнейшую отрасль экономики и повышенный уровень рисков инвестирования, подразумевает ведущую роль в экономике страны фондового рынка и непосредственное вовлечение национальной экономики в мировой процесс финансовой глобализации.

Именно эти стремительные изменения диктуют необходимость рассмотрения финансов отечественных предприятий в непосредственной связи с механизмами фондового рынка и вопросами инвестиционной привлекательности. Привлечение капитала крупнейшими компаниями страны за счет эмиссии акций и корпоративных облигаций на фоне либерализации межстрановых финансовых потоков открывает новые возможности по наращиванию инвестиционных ресурсов данных компаний и потенциала российской экономики в целом. В тоже время, возрастает актуальность обеспечения финансовой безопасности в отношении стратегических с экономической точки зрения российских компаний.

Учет специфики акционерного общества в условиях современной экономики, необходимость ориентации на максимизацию стоимости акций, управление стоимостью компании с особой актуальностью ставят задачу исследования феномена стоимости компании в контексте корпоративных

финансов. С теоретико-методологической точки зрения важность данных вопросов непосредственно вытекает из определения целевой функции финансового менеджмента - максимизации стоимости компании и богатства акционеров. Таким образом, необходима интеграция методик оценки стоимости компаний в инструментарий финансового менеджмента, выявление факторов стоимости с целью их учета в рамках стратегии и тактики финансового управления компанией и проведение сравнительного анализа результатов методологических разработок в данной области и эмпирических данных.

Приближение отечественного фондового рынка к состоянию «конкурентного» с элементами эффективности, накопление крупнейшими российскими компаниями финансовой истории, соответствующей международным стандартам бухгалтерского учета позволяет в полной мере использовать западный опыт в подходе к вопросам стоимости как в финансовом менеджменте, так и в микроэкономическом фундаментальном анализе, во многом формирующем на настоящем этапе информационную базу направления. Исследования з данной области дают возможность, с одной стороны, предоставить для отечественных финансовых управляющих новые технологии финансового менеджмента, отвечающие современным реалиям, с другой стороны, раскрывают механизм принятия решений иностранными инвесторами на российском рынке,

**Степень разработанности проблемы.**

Вопросы инвестиционной привлекательности компании и определения  
фундаментальной стоимости акций традиционно рассматриваются в таком виде  
финансового анализа как микроэкономический фундаментальный анализ.  
Раздел данного вида анализа, в рамках которого производится расчет стоимости  
компаний и выявление факторов стоимости (финансовых показателей к  
изменению которых наиболее чувствительно значение стоимости),

представляет собой самостоятельный раздел фундаментального и инвестиционного анализа - фундаментальный стоимостный анализ. Данный вид

анализа обеспечивает информационную базу управления стоимостью при финансовом менеджменте компании.

Работы западных авторов, посвященные фундаментальному стоимостному анализу и применению его результатов для управления стоимостью компании, сравнительно недавно вышли в свет. Прежде всего, к классическим трудам по данной тематике необходимо отнести переведенное на русский язык и вышедшее в серии «Мастерство» издательства «Олимп-бизнес» исследование Тома Коупленда, Тима Коллера и Джека Муррина «Стоимость компаний; оценка и управление» (Copeland Т., Koller Т., Murrin J. Valuation; Measuring and Managing Value of Companies - McKenzy&Company, 1996) и работу известного американского ученого Асвата Адамодара «Анализ ценных бумаг для и пвестиций и корпоративных финансов» (A, Damodaran, «Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance - John Wiley & sons, 1994). В данных работах основы теории оценки стоимости фирмы в условиях совершенного рынка, разработанные классиками финансов Модельяни и Миллером, получают практическую реализацию, значительно расширяя область исследования. Так же, необходимо отметить работу Эла Раппапорта «Создание стоимости для акционеров» (Rappaport A. Creating Shareholder Value -N.Y. Free Press. 1990), в которой он впервые ввел термин «фактор стоимости» (value driver). Актуальность исследования в данной области нашла свое отражение в появлении специальной главы, посвященной оценке стоимости акций на основе модели дисконтированных денежных потоков в шестом издании классической работы основоположников финансового менеджмента Юджина Бригхема и Луиса Гапенски - «Финансовый менеджмент (продолжение)» (Brigham E.F., Gapensky L.C. Intermediate financial management 6-th edition - The Dryden Press, 1999). Вклад в развитие данного научного направления и в смежные вопросы оценки стоимости бизнеса внесли многие западные авторы, такие как III. Пратт, Р, Милтон, Н. Кулатилака, Р. Миллс, У. Шарп, и др.

Возрастание роли интеграции методик микроэкономического фундаментального анализа и оценки стоимости компаний нашли свое отражение в ряде публикаций в отечественной специальной литературе. Прежде всего, это статьи в журнале «Рынок ценных бумаг» Шипова В., Маркова М., Жири-Делаузона Ф., Ленайзена Э. Фон, Козыря Ю, Лимитовского М., Паламарчука В. и др. Так же за последние два года опубликованы монография Валдайцева СВ. «Оценка бизнеса: управление стоимостью предприятия», посвященная оценочным методикам и теоретическим основам управления стоимостью; работа под редакцией профессора Грязновой А.Г. «Оценка бизнеса», в которой подробно исследуются методики оценки стоимости бизнеса, использующиеся в рамках оценочной деятельности. Достаточно большое количество публикаций отечественных авторов, посвященных вопросам оценки недвижимости и бизнеса, косвенно затрагивают тему данного исследования, в частности, работы профессора Федотовой М.А., Григорьева В.В., Ковалева А.П., Черняка В.З., Булычева Г.В.. Оценка имущества и стоимости предприятия рассматривается в рамках исследования вопросов антикризисного управления профессором Кошкиным В.И. и рядом других авторов. Работа Тепловой Т.В. «Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями» непосредственно затрагивает вопрос оценки стоимости компании и собственного капитала в связи с финансовым менеджментом. При анализе разделов фундаментального анализа автор выделяет анализ параметров модели дисконтированных денежных потоков как самостоятельный раздел.

Анализируя степень разработанности данной тематики западными и отечественными авторами необходимо подчеркнуть, что данная область исследования находится в стадии становления как самостоятельное направление финансового менеджмента и корпоративных финансов и только начинает осваиваться отечественными учеными. В отечественных исследованиях обращает внимание проработанность теоретических основ оценки стоимости компании. Так, видный экономист профессор Грязнова А.Г. предваряет

исследование подходов к оценке стоимости обоснованием видов стоимости, принципов оценки и т.д. Тем не менее, в отечественной литературе наблюдается определенная неоднозначность содержания методик оценки стоимости, прежде всего в отношении моделей дисконтированных денежных потоков. Так же, основная масса отечественных публикаций не содержит летальных примеров применения методик в отношении отечественных компаний-эмитентов.

Вместе с тем, практические аспекты фундаментального стоимостного анализа глубоко проработаны западными авторами, прежде всего в ставших уже классическими работах, приводимых выше. При этом, в отличие от традиций отечественной экономической школы, работы западных ученых, ориентированные на непосредственное применение в бизнесе, не содержат теоретических предпосылок исследования и в основном ограничиваются прикладными аспектами методик оценки и управления стоимостью компании. Данный подход, несмотря на огромную ценность результатов и бесспорную их корректность, по крайней мере, при применении его в условиях достаточно развитого рынка, не позволяет составить полную картину о роли стоимости компании в решении задач теории и практики финансового менеджмента и корпоративных финансов. Понимание всей совокупности факторов, как теоретико-методологических, так и практических, необходимо для поступательного научного продвижения в области анализа вопросов стоимости компании.

**Цель и задачи исследования.**

Актуальность, практическая направленность и значимость исследуемой проблемы, степень ее разработанности в финансовой науке предопределяют цель и задачи диссертационного исследования. **Целью диссертационного исследования**является развитие теоретико-методологических основ фундаментального стоимостного анализа компаний на базе интеграции методов

оценки стоимости компаний в парадигму финансового менеджмента и корпоративных финансов.

Достижение поставленной цели потребовало решения следующих задач:

1. Исследование содержания стоимости фирмы как экономической категории в связи с рассмотрением максимизации стоимости компании в качестве целевой функции финансового менеджмента. Раскрытие содержания и целей фундаментального стоимостного анализа как самостоятельного раздела фундаментального анализа и информационной базы управления стоимостью компании,
2. Анализ методов оценки стоимости компаний с точки зрения задач и целей фундаментального стоимостного анализа и финансового менеджмента,
3. Всесторонний анализ модели дисконтированных денежных потоков -основного элемента фундаментального стоимостного анализа и получаемых на ее основе ключевых факторов стоимости.
4. Разработка и уточнение практических аспектов применения модели дисконтированных денежных потоков к оценке стоимости компаний, устранение существующих в научной и методической литературе неоднозначностей и противоречий в отношении расчета входных параметров.
5. В целях разрешения противоречия между теоретическими предпосылками, лежащих в основе модели дисконтированных денежных потоков, и реальной экономической практикой разработать методики оценки стоимости компаний с отрицательной или сверхнизкой прибылью на основе рассматриваемой модели.
6. Практическая апробация предлагаемого подхода к фундаментальному стоимостному анализу компании на основе модели дисконтированных денежных потоков применительно к реальным отечественным компаниям-эмитентам с целью выявления значимости полученных результатов в условиях отечественной экономики.

**Объектом исследований**диссертационной работы являются финансовые механизмы компании, определяющие процессы движения денежных потоков, динамика и направленность которых находит свое отражение в изменениях фундаментальных характеристик компании, лежащих в основе формирования ее стоимости.

**Предметом исследования**диссертационной работы является развитие методов фундаментального стоимостного анализа и прогнозирования рыночной стоимости компаний.

**Теоретической и методологической основой**диссертационного исследования послужили труды российских и зарубежных ученых в области экономической теории, теории финансового менеджмента, корпоративных финансов, инвестиций, оценки стоимостью компании, раскрывающие теоретические основы финансов компании и формирования стоимости компании, практические аспекты финансового анализа и определения и прогнозирования стоимости компании, аналитические обзоры отечественных и зарубежных аналитических и консалтинговых агентств, в частности «Тройка диалог», «АКМ», «Ренессанс капитал», «PriceWaterHouse Coopers", «ING barings", материалы аналитического отдела «Альфа-банка», «Агрохимбанка». Эмпирическую базу исследования составили данные форм бухгалтерской отчетности и годовых отчетов крупнейших отечественных компаний нефтегазового комплекса: ОАО «Лукойл», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Сибнефть», ОАО «Татнефть», ОАО «Юкос», РАО «Газпром».

Для решения поставленных задач в диссертационной работе применялись общенаучные методы анализа: диалектического познания действительности, сравнительного и логического анализа, структурного, функционального и системного подходов. В процессе исследования использовались методы ретроспективного финансового анализа и прогнозирования финансовой деятельности предприятия. При апробации результатов исследования, в рамках сравнительного анализа использовался статистический корреляционный анализ.

Построение финансовой модели оцениваемой компании и апробация методик а отношении отечественных компаний нефтяной промышленности проводились с помощью MS Excel 98.

**Положения выносимые на защиту:**

1. Возрастание роли фондовых рынков, подчеркивающих экономическую природу фирмы как специфического инвестиционного товара, на фоне процессов финансовой глобализации предопределяет целевую функцию финансового менеджмента современной компании как соответствующую теории максимизации благосостояния собственников - максимизацию стоимости компании. В условиях либерализации межстрановых финансовых потоков данная целевая установка удовлетворяет как макроэкономическим задачам повышения эффективности, так и обеспечения финансовой безопасности.
2. Модель оценки стоимости компании и выявляемые на ее основе факторы стоимости представляют собой основное содержание стоимостного анализа - информационной базы финансового менеджмента ориентированного на максимизацию стоимости компании. Выбор модели для оценки стоимости компании и выявления факторов стоимости необходимо проводить на базе сравнительного анализа концепций теории финансового менеджмента и теоретических основ стоимостного анализа,
3. Анализ теоретических основ стоимостного анализа раскрывает взаимосвязь подходов к трактовке стоимости на основе субъективных и объективных характеристик и форм стоимости фирмы - первичных категорий, лежащих в основе ключевых стандартов стоимости, используемых в оценочной деятельности,
4. Метод оценки стоимости фирмы на основе модели дисконтированных денежных потоков является приоритетным с точки зрения степени интеграции в парадигму финансового менеджмента, теоретического обоснования с позиций теории фирмы, финансов и практической значимости в условиях современного фондового рынка. Как следствие, модель дисконтированных денежных потоков необходимо рассматривать в качестве основного элемента стоимостного

(фундаментального стоимостного) анализа компании и аналитической базы выявления факторов стоимости.

1. В целях преодоления существующей r отечественной научной литературе неоднозначности в трактовке содержания важнейшего параметра модели дисконтированных денежных потоков - свободного денежного потока за период, вывод уравнения для данного параметра (двух видов) необходимо проводить с учетом классификации денежных потоков по видам хозяйственной деятельности и основного балансового уравнения. Полученное уравнение свободного денежного потока для совокупного капитала компании позволяет определить инвестированный капитал при расчете важнейшего фактора стоимости - рентабельности инвестированного капитала.
2. При дисконтировании свободного денежного потока для совокупного инвестированного капитала необходимо использовать средневзвешенную стоимость капитала в качестве ставки дисконтирования. В целях оценки стоимости собственного капитала компании свободный денежный поток для собственников капитала следует дисконтировать по ставке получаемой на основе модели САРМ. Метод кумулятивного построения, в силу привнесения им субъективности в оценку стоимости, целесообразно применять только в случае невозможности применения модели САРМ, в частности, в рамках расчета средневзвешенной стоимости капитала компании.
3. Решение проблемы построения модели дисконтированных денежных потоков для оценки стоимости компаний со сверхнизкой или отрицательной прибылью лежит в области анализа причин низких финансовых показателей, их многоуровневой классификации и адаптации модели в соответствии с конкретной причиной.
4. Необходимым условием эффективности применении фундаментального стоимостного анализа в условиях отечественной экономики является установление взаимосвязи между фундаментальными характеристиками, получаемыми на базе данного вида анализа и фактической оцененностью российских компаний фондовым рынком. Компании нефтегазового комплекса Российской Федерации удовлетворяют основным

требованиям применимости фундаментального стоимостного анализа: уровень информационной финансовой прозрачности соответствует мировым стандартам, акции обладают достаточной степенью ликвидности. Нефтегазовый комплекс является базовым инструментом влияния на макроэкономические факторы развития экономики России. Финансы компаний данной отрасли представляют собой пример наибольшей степени корреляции микроэкономических и макроэкономических показателей эффективности.

9. Аппроксимация рыночных котировок акций крупнейшего российского нефтяного эмитента ОАО «Сибнефть» расчетной стоимостью, полученной на основе адаптированной для оценки стоимости нефтяных компаний модели дисконтированных денежных потоков, и результаты сравнительного анализа зависимости фактической оцененности компаний-эмитентов нефтегазового комплекса России фондовым рынком и их факторов стоимости, получаемых на основе фундаментального стоимостного анализа, доказывают корректность и эффективность применения инструментария фундаментального стоимостного анализа к крупнейшим отечественным компаниям нефтегазового комплекса как при управлении стоимостью данных компаний в рамках финансового менеджмента, так и при фундаментальном анализе отрасли.

**Научная новизна диссертационной работы**состоит в том, что в работе впервые осуществлено комплексное исследование широкого круга проблем, связанных с теоретическими и практическими аспектами оценки стоимости компании с учетом целей и задач финансового менеджмента, что позволило аргументировать приоритетность модели дисконтированных денежных потоков и получаемых на ее базе факторов стоимости как основы стоимостно-ориентированного финансового менеджмента.

Наиболее существенные элементы приращения научного знания состоят в следующем:

1. На основе анализа степени преобладания субъективной н объективной характеристик раскрыто экономическое содержание четырех ключевых форм стоимости: обоснованной, инвестиционной, рыночной,

внутренней (фундаментальной), лежащих в основе стандартов оценки стоимости компаний, что позволило исследовать применимость методов оценки стоимости, сформировавшихся в рамках профессиональной оценочной деятельности, в различных областях экономической науки, включая финансовый менеджмент и инвестиции.

1. Доказана приоритетность метода оценки стоимости компании на основе модели дисконтированных денежных потоков с позиций целей и задач финансового менеджмента, что обусловлено высокой степенью интеграции концептуальных основ, инструментария финансового менеджмента и принципиальной :югической схемы модели; а также тем, что факторы стоимости, выявляемые на основе модели, предоставляют финансовому менеджменту инструмент непосредственного управления стоимостью компании.
2. Осуществлен вывод уравнения свободного денежного потока для собственного капитала и свободного денежного потока для совокупного инвестированного капитала исходя из основного балансового уравнения и классификации денежных потоков по видам хозяйственной деятельности. Результаты вывода позволяют устранить неоднозначность, существующую в отечественной литературе, в отношении алгоритма вычисления свободного денежного потока и повысить точность оценки стоимости компании на основе модели дисконтированных денежных потоков.
3. Предложена методика оценки стоимости компании на основе модели дисконтированных денежных потоков при сверхнизкой или отрицательной прибыли на основе многоуровневой классификации причин сверхнизкой или отрицательной прибыли.
4. Сформулирован ряд требований, представляющих собой преломление допущений модели ценообразования опционов Блэк-Шоулса для случая «реальных опционов», которым должен удовлетворять инвестиционный процесс, осуществляемый компанией для корректности применения при ее оценке теории ценообразования опционов в качестве дополнения модели дисконтированных денежных потоков.

6. Основываясь на результатах исследования отраслевой специфики фундаментального стоимостного анализа компаний нефтяной промышленности, доказана аппроксимация с допустимо малой степенью погрешности котировок акций отечественного нефтяного эмитента прогнозной стоимостью акции, полученной на основе модели дисконтированных денежных потоков.

*1,*Доказана корректность применения предложенного подхода к фундаментальному стоимостному анализу к крупнейшим отечественным компаниям на основе выявления тесной корреляционной связи фактической оценепности рынком стоимости крупнейших компаний нефтяной промышленности России и РАО «Газпром» и финансовых показателей полученных в рамках фундаментального стоимостного анализа.

**Практическая значимость исследования**состоит в том, что предлагаемый в исследовании подход к построению основного элемента фундаментального стоимостного анализа - модели дисконтированных денежных потоков и получаемых на ее основе факторов стоимости позволяет повысить эффективность управления капиталом на основе раскрытия механизмов формирования стоимости компаний-эмитентов и обеспечения ее прогнозных опенок.

Предложенная схема оценки стоимости компании па основе модели  
дисконтированных денежных потоков позволяет значительно повысить  
универсальность и эффективность использования результатов оценки в  
отношении прогнозной цены ценных бумаг компаний как при  
внутрифирменном управлении, так и при инвестициях в ценные бумаги  
компании. Непосредственному внедрению в финансовую практику  
предложенного подхода к фундаментальному стоимостному анализу  
способствует проверка эффективности использования модели

дисконтированных денежных потоков и анализа факторов стоимости в отношении крупнейших отечественных компаний нефтяной промышленности и РАО «Газпром».

Предоставляемый на основе анализа инструментарий мониторинга взаимосвязи фундаментальных показателей компаний нефтегазовой отрасли и их относительной капитализации позволяет проводить макроэкономический фундаментальный анализ в рамках программы повышения финансовой безопасности ключевых бюджетообразующих компаний страны.

Результаты исследования могут быть использованы в учебном процессе по дисциплинам «Финансовый менеджмент», «Рынок ценных бумаг и биржевое дело», «Инвестиции», «Оценка стоимости бизнеса», «Антикризисное управление».

**Апробация результатов работы**

Основные положения диссертационного исследования докладывались на международных, межрегиональных научно-практических конференциях, **а**также на ежегодных конференциях преподавателей и молодых ученых в Ростовском Государственном Экономическом университете, публиковались в тематических сборниках. По теме диссертационного исследования опубликовано 7 работ общим объемом 12,1 п.л.

Отдельные положения диссертационного исследования нашли

применение в преподавания дисциплин специализации «Финансовый менеджмент».

**Структура работы**

Диссертационное исследование состоит из введения, трех глав, включающих восемь параграфов, заключения, списка используемой литературы и приложений.

Во введении обоснованы актуальность темы диссертационного исследования, определены ее цель и задачи, изложены защищаемые положения и научная новизна работы.

В первой главе раскрывается экономическое содержание стоимости фирмы и обосновывается максимизация стоимости компании как целевая

функция финансового менеджмента, а также определены подходы к оценке стоимости компании в условиях рыночной экономики.

*Во*второй главе осуществлен анализ модели дисконтированных денежных потоков и ставки дисконтирования, определены направления совершенствования алгоритма модели. Предложена методика оценки стоимости компании со сверхнизкой или отрицательной прибылью на основе модели дисконтированных денежных потоков.

В третьей главе исследовано влияние отраслевой специфики на построение модели дисконтированных денежных потоков и решена проблема корректности применения фундаментального стоимостного анализа на базе данной модели в условиях отечественной экономики на примере важнейшей бюджетообразующей отрасли.

В заключении сформулированы выводы и обобщения по результатам диссертационного исследования

## Экономическое содержание стоимости фирмы

Последнее десятилетие в России практика эффективного использования теоретических результатов и опыта западной школы финансового менеджмента сталкивалась с объективными экономическими трудностями переходного периода: неразвитостью, в полной мере, рыночных механизмов, несовершенством нормативно-правовой базы, слабым информационным обеспечением инвестиционного процесса, факторами обусловленными общей нестабильностью экономической и политической ситуации. Усилия большинства российских ученых, работающих в данной области, были направлены на адаптацию западных методик к российским условиям . Но многие, в том числе концептуальные, результаты достигнутые в рамках западной, прежде всего американской, школы финансового менеджмента корпоративных финансов, остались незатронутыми в должной степени в силу преобладающего значения специфики транзитивной экономики.

Наряду с сохранением влияния специфичных для России экономических условий в практике управлении финансами современного отечественного предприятия, последние несколько лет все большее значение в данной области приобретает вовлечение российской экономики в общемировой процесс экономической глобализации, возрастания либерализации межстрановых финансовых потоков и движения капитала. На фоне данного феномена, учитывая современный уровень экономического развития России и соответствующий уровень рисков, не позволяющих рассчитывать на иные источники финансирования, кроме как на венчурный капитал, а также колоссальную недоинвестироваипость предприятий реального сектора, мировые финансовые потоки могут расцениваться как основной источник серьезных инвестиций. Для иностранных инвесторов Россия - большой, стратегически важный, но далеко не единственный объект инвестирования, конкурирующий с другими стратегическими полигонам. Данные конкурентные отношения налагают определенные требования в отношении экономической, прежде всего, финансовой политики, как на макро, так и микро уровнях.

Внимание к данным процессам со стороны исполнительной и законодательной власти находит свое отражение в усилиях по стандартизации системы бухгалтерского учета, нормативно правовой базы , разработке системы мер по предупреждению спонтанного роста инфляции. На настоящем этапе ограниченное, относительно общего числа, количество российских компаний и корпораций реально взаимодействуют на постоянной основе с иностранным капиталом посредством отечественного и зарубежного фондовых рынков. Тем не менее, среди их числа ведущие компании нефтегазового комплекса, предприятия связи и транспорта, обеспечивающие значительную долю поступлений в бюджет.

## Анализ и совершенствование модели дисконтированных денежных потоков

С другой стороны данная модель представляет собой экстраполяцию метода оценки доходности инвестиционного проекта (метод чистой приведенной стоимости) на оценку компании, функционирование которой рассматривается, как осуществление совокупности инвестиционных проектов. Первым шагом в адаптации данной теоретической модели к практическому применению является переход от бесконечной суммы к конечному алгоритму вычисления. Допущение о бесконечном жизненном цикле фирмы связано с ориентацией теории финансового менеджмента на анализ деятельности акционерных обществ и «Теорию максимизации благосостояния акционеров», как формулирующей цель управления компанией. Невозможность оценки денежных потоков на бесконечном временном промежутке диктует необходимость наложения ограничений на длительность периода динамичного изменения стоимости фирмы и выбора момента в будущем, после которого оценка свободных денежных потоков будет подменена остаточной стоимостью (Terminal value). Длительность прогнозного периода непосредственно связана с периодом конкурентного преимущества, что подчеркивали в своих работах классики корпоративных финансов Модельяни и Миллер . Определение величины остаточной стоимости аналогично вычислениям в модели дисконтированных дивидендов (модели Гордона)3 и исходит из предположения, что после определенного момента в будущем свободные денежные потоки фирмы будут равномерно возрастать. В качестве значения скорости роста может рассматриваться общий рост экономики страны. При этом обращает па себя внимание тот факт, что, в силу концепции временной стоимости денег, денежные потоки в первые годы периода прогнозирования значительно дороже с позиций настоящего момента в сравнении с последующими поступлениями- Следовательно, допущение относительно постпрогнозного периода вносит незначительную погрешность в модель. Тогда остаточная стоимость может быть оценена следующим образом.

## Специфика оценки стоимости нефтяных компаний

Исследование роли фундаментальных характеристик компании в процессе формирования ее стоимости позволило выявить тесную связь основных концепций финансового менеджмента и анализируемой модели оценки стоимости компаний. Полученные алгоритмы фундаментального стоимостного анализа для оценки стоимости компаний, расчета факторов стоимости и учета нестандартных финансовых результатов компаний могут с уверенностью использоваться как инструменты управления стоимостью компании в силу их органичной интеграции в современную концепцию фирмы. Тем не менее, важным условием для успешного применения описываемого инструментария фундаментального стоимостного анализа, как в портфельном инвестировании, так и при управлении компанией, ориентированном на наращение капитализации, является отсутствие противоречий между теоретическими предпосылками, лежащими в основе теоретического обоснования методов оценки (прежде всего, модели дисконтированных денежных потоков) и реальной экономической действительностью. Очевидно, что, несмотря на абсолютную корректность постулатов теории, неразвитость, замкнутость экономики, отсутствие конкурентных механизмов и т.д. способны полностью нивелировать практическое значение методик разработанных на их основе,

Результаты оценки капитализации компании на основе модели дисконтированных денежных потоков могут значительно расходиться с фактической капитализацией. Данная разница, даже с учетом погрешности оценки, может привести к отсутствию информативной ценности. С одной стороны, с учетом достаточной степени финансовой прозрачности оцениваемой компании или компаний это будет негативно, с точки зрения степени развитости, характеризовать фондовый рынок, с другой стороны -будет служить препятствием к применению фундаментальных, не чисто эмпирических методик оценки стоимости и ее управления. Таким образом, в целях выяснения практической значимости рассматриваемых в данном исследовании методик фундаментального стоимостного анализа применительно к российской экономике, необходимо провести исследование взаимосвязи того, как инвесторы практически оценивают стоимость акций отечественных компаний, обращающихся на фондовом рынке и расчетных результатов, полученных на основе модели дисконтированных денежных потоков. Если в качестве объекта исследования выбирать эмитента, не являющего лидером среди крупнейших компаний (как, например, Лукойл или Газпром) и не имеющего исключительные инвестиционные преимущества в сравнении с остальными эмитентами отрасли, то положительные результаты анализа могут быть распространены, с некоторой степенью вероятности, и на остальные компании-эмитенты со сходными характеристиками, представляющие отрасль на фондовом рынке. Подкрепление данных результатов анализом взаимосвязи оцененности компаний фондовым рынком и соответствующих им значений факторов стоимости может позволить судить об эффективности фундаментального стоимостного анализа в отношении эмитентов данной отрасли.

Исследование вопроса применимости к отечественным компаниям фундаментального стоимостного анализа требует наличия в российской экономике эмитентов, удовлетворяющих, по крайней мере, двум требованиям, Первое - уровень информационной финансовой прозрачности должен соответствовать мировым стандартам. Второе - акции компании-эмитента должны обладать значительной степенью ликвидности. С уверенностью к данному виду компаний можно отнести около двухсот ведущих российских.