## Канделаки Т.Л.

генеральный директор компании ООО "ИнфоТЭК-КОНСАЛТ", канд. техн. наук

## **п**олнота потока

информационно-аналитические основы баланса интересов государства и нефтяных компаний

Как показывают исследования, для выбора совокупности способов и технологий реализации стратегических целей и задач развития отрасли необходим научный и логически обоснованный подход. Такой подход, по нашему мнению, может заключаться в следующем. В Положениях о министерстве и ДРУГИХ ВЕДОМСТВАХ, ИМЕЮЩИХ отношение к управлению нефтяной отраслью, подробно прописаны их цели и задачи. До 90% этих задач реализуется на уровне ОСНОВНОГО ЗВЕНА - ВЕРТИКАЛЬНО интегрированных нефтяных компаний (ВИНК) и других хозяйствующих субъектов. При этом цели и задачи хозяйствующих субъектов как самостоятельных ЮРИДИЧЕСКИХ ЛИЦ ОТЛИЧАЮТСЯ ОТ целей и задач отрасли экономики.

Вот как формулируют цели и задачи нефтяной компании авторы одной из монографий<sup>1</sup>. Они полагают, что «стратегическими задачами нефтяной компании, определяющими ее экономическое выживание и процветание на рынке, являются:

- рост производительности и повышение конкурентоспособности на внутреннем и внешнем рынках;
- достижение устойчивого роста рыночной стоимости компании;
- освоение новых регионов добычи и расширение рынков сбыта продукции;
- эффективное управление активами и регулирование рынка собственных ценных бумаг;

диверсификация деятельности;

- повышение технологического уровня производства;
- реструктуризация производства и его современная организация».

Предложенный подход к определению стратегических целей компании современен и отвечает мировым представлениям о характере устремлений высшего руководства фирмы, стремящегося мыслить по-новому. Следует лишь заметить, что авторы не затруднили себя проведением необходимой декомпозиции задач, в силу чего в качестве целей порой были названы и средства их достижения. Поэтому, можно полагать, правильнее было бы сформулировать одну стратегическую цель компании следующим образом: достижение устойчивого роста рыночной стоимости компании на основе роста производительности, за счет:

- а) реструктуризации производства и диверсификации деятельности, его современной организации;
- б) повышения технологического уровня производства;
- в) освоения новых регионов добычи и расширения рынков сбыта продукции;
- г) повышения конкурентоспособности на внутреннем и внешнем рынках путем эффективного управления активами и регулирования рынка собственных ценных бумаг.

Несомненно и то, что прибыльность, значимость которой подчеркивают Ю.К. Шафраник и В.А. Крю- $KOB^2$ , ЯВЛЯЕТСЯ ОДНИМ ИЗ ОСНОВНЫХ побудительных мотивов деятельности предприятия. Однако показатель прибыли постепенно теряет свое всеобъемлющее значение при оценке результативности работы компании. Учитывая масштабы предприятий нефтяной отрасли, колоссальные объемы денежных потоков, глубокую интеграцию с другими отраслями, а также стремление большинства ВИНК к укреплению своих позиций на общемировом нефтяном рынке, на первый ПЛАН ВЫХОДИТ ПОНЯТИЕ «КАПИТАЛИЗА-ЦИИ», ТО ЕСТЬ СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ, которое охватывает значительно более широкий круг параметров, характеризующих деятельность компании. Именно по этим параметрам принимается решение о степени ее инвестиционной привлекательности, целесообразности приобретения акций фирмы, надежности вложений в компанию. Интересно, что и Президент РФ в своем Послании Федеральному собранию<sup>3</sup> дважды использует в качестве критериального, целевого показателя понятие стоимости (капитализации), оценивая достижения страны в целом, повышение кредитного рейтинга России<sup>4</sup>.

Принимая за основу приведенные соображения, попытаемся показать предлагаемый нами подход, позволяющий кардинально развить информационно-аналитическую базу для существенного повышения уровня государственного управления.

При оценке капитализации, или стоимости компании, как правило, ИСПОЛЬЗУЮТСЯ ДВО ОСНОВНЫХ ПОДХОда: доходный подход (метод дисконтированных денежных потоков) и затратный подход (стоимость чистых активов). По нашему мнению, СУТЬ ЭТИХ ПОДХОДОВ МОЖНО СВЕСТИ К следующему. Метод дисконтированных денежных потоков базируется на положении о том, что сегодняшняя стоимость компании определяется будущими денежными поступлениями. Оценка с помощью метода дисконтированных денежных потоков предусматривает приведение будущих потоков денежных средств, остающихся в распоряжении компании по итогам деятельности за каждый период, к определенному моменту времени с помощью соответствующей ставки дисконтирования, что позволяет определить их настоящую стоимость. Отсюда первый этап использования метода дисконтированных денежных потоков предусматривает выбор модели денежного потока. На практике наиболее часто используется модель, позволяющая рассчитать денежный поток для собственного капитала, так называемый «полный денежный поток». В таком денежном потоке сразу учитывается, сколько и на каких условиях для финансирования инвестиционного процесса будет привлекаться как собственных, так и заемных средств.

Работа с денежным потоком дает возможность непосредственно оценивать рыночную стоимость собственного капитала компании. Денежный поток для собственного капитала (Д) вычисляется следующим образом:

Д = чистая прибыль после уплаты налогов + амортизационные отчисления + ( - ) увеличение (уменьшение) долгосрочной задолженности + ( - ) прирост (уменьшение) собственного оборотного капитала – инвестиции в основные средства (капитальные вложения).

Ставка дисконтирования используется для определения суммы, которую заплатил бы инвестор сегодня (текущая стоимость) за право присвоения будущих денежных потоков. Вследствие риска, связанного с получением будущих доходов, ставка дисконтирования должна превышать безрисковую ставку и обеспечивать «премию» за все виды рисков, сопряженные с инвестированием в оцениваемое предприятие.

При использовании денежного потока для собственного капитала доля и стоимость заемных средств в финансировании инвестиционного проекта учтена уже в самом прогнозируемом денежном потоке. Поэтому дисконтирование денежных потоков может происходить по ставке дисконтирования, равной требуемой инвестором (с учетом рисков) минимальной доходности

вложения только его собственных средств, то есть, по так называемой ставке дисконтирования для собственного капитала.

Используемые для расчета ставки ДИСКОНТИРОВАНИЯ МЕТОДЫ СООТВЕТствуют выбранной модели расчета денежного потока, т.е. денежному потоку для собственного капитала. - это модель оценки капитальных ОКТИВОВ И МЕТОД КУМУЛЯТИВНОГО ПОСТроения. Кроме того, в том случае, если в течение прогнозного периода в деятельности оцениваемой компании не планируются мероприятия, выходящие за рамки ее текущего бизнеса, то в качестве став-КИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДОПУСТИМО ИСпользовать показатель рентабельности собственного капитала. Независимо от выбранного способа расчета ставки дисконтирования для собственного капитала, требуется расчет безрисковой ставки дохода R<sub>f</sub>. Тип ставки (номинальная или реальная) и, соответственно, ее величина зависят от того, учтено ли при расчете денежных потоков влияние инфляции.

Первый случай. Денежные потоки являются номинальными, то есть при планировании были учтены инфляционные ожидания. В этом случае ставка дисконтирования также должна быть номинальной, то есть включать в себя инфляционные ожидания:

$$N = R_f + I + (R_f \quad I),$$

где N – номинальная ставка дисконтирования;

 $R_{f}$  – реальная ставка (ожидаемая инвестором ставка дохода, без корректировки на инфляцию);

I – темп инфляции, инфляционные

ожидания за период † (средние за срок полезной жизни проекта).

Номинальная безрисковая ставка ссудного процента может быть определена по рыночной ставке доходности долгосрочных государственных облигаций (когда экономика стабильна).

Второй случай. Расчет денежного потока ведется в сопоставимых деньгах, то есть денежные потоки откорректированы с учетом инфляции, тогда при дисконтировании используется меньшая по величине реальная ставка дисконтирования R<sub>f</sub>. Реальная (без учета компенсации за инфляцию) безрисковая ставка, в свою очередь, может быть рассчитана одним из способов:

- 1.  $R_f$  = ставка по валютным депозитам в Сбербанке или других наиболее надежных банках;
- 2.  $R_f = LIBOR$  (безрисковая ставка ссудного процента только для западных компаний).

Остаточная стоимость - это доход, который будет получен в постпрогнозный период. Что будет понимать-СЯ ПОД ТЕРМИНОМ «ОСТАТОЧНАЯ СТОИмость», зависит от сценария, по которому предполагается дальнейшее развитие событий на предприятии. Расчет оценки стоимости компании методом дисконтированных денежных потоков проводится в несколько этапов. Предварительная величина текущей (приведенной к сегодняшнему дню) стоимости компании СКЛАДЫВАЕТСЯ ИЗ СУММЫ ТЕКУЩИХ СТОимостей будущих денежных потоков в прогнозном периоде и остаточной СТОИМОСТИ ПОЕДПРИЯТИЯ, Т.Е. ЕГО СТОИмости в постпрогнозный период. После определения предварительной ВЕЛИЧИНЫ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ ВНО-СЯТСЯ ИТОГОВЫЕ ПОПРОВКИ.

<sup>1</sup> Ермилов О.М., Миловидов К.Н., Чугунов Л.С., Ремизов В.В. Стратегия развития нефтегазовых компаний / Под ред. Вяхирева Р.И. – М.: Наука, 1998.

<sup>2</sup> Нефтегазовые ресурсы в круге проблем. – М.: Недра, 1997.

<sup>3</sup> Российская газета. – 19 апреля 2002 г. <sup>4</sup> В основе определения кредитного рейтинга компании лежит понятие капитализации, стоимости компании. Важно иметь в виду, что схожие методы используются и при определении кредитного рейтинга государства.

рn

## Kandelaki T.L.

Candidate of Science,
Director general,
"InfoTek-Consult" company.

## To invest correctly

The information-analytical base of the State and oil companies' interests balance

The researches show that the choice of ways and technologies for realization the strategic goals and problems of the branch development should be based on the scientific and logically valid approach. This approach in our opinion lies in the following. There are the regulations about the ministry and other departments relating to the oil branch administration that include their goals and tasks. About 90% of these tasks are usually realized on the main unit level the vertically integrated oil companies (VIOC) and other agents of management. And at the same time the goals and tasks of the agents of management as the independent juridical persons differ from the ones of the sector of the national economy. The article reviews one of the main approaches to the corporate valuation (the discounted cash flow method).