

УДК 658.114.45:622.3:658.14/17

Е.В. Воронина**ОЦЕНКА СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА
НЕФТЕГАЗОВЫХ КОРПОРАЦИЙ**

Рассмотрены возможности использования существующих методов оценки стоимости собственного капитала для отечественных нефтегазовых корпораций. Доказано, что модель М. Гордона и модель CAPM не могут применяться для оценки акционерного капитала корпораций ввиду невозможности верификации основных параметров моделей. Для оценки стоимости акционерного капитала предложено использовать показатель соотношения между выплаченными дивидендами и рыночной ценой акции корпорации-эмитента.

Ключевые слова: стоимость капитала, корпорация, дивиденд, акционерный капитал.

Совершенствование существующих методик оценки стоимости собственного капитала вызвано необходимостью разработки соответствующего инструментария для корпоративных структур нефтегазовой отрасли, формирующих, по оценкам, до 40% капитализации отечественного рынка ценных бумаг. С точки зрения автора, показатель капитализации, традиционно рассчитываемый как произведение количества обращающихся акций на их рыночную стоимость, есть мера эффективности деятельности акционерного общества только для рынка ценных бумаг. В то же время для акционеров, при прочих равных условиях, показателем эффективности деятельности выступает тот уровень дивиденда, который они получают на вложенный капитал по итогам финансового года.

Помимо этого, в финансовой отчетности акционерный капитал представлен в номинальной оценке, неадекватно отражающей его реальную стоимость ввиду существенного расхождения между номинальной и рыночной ценой акций нефтегазовых корпораций России.

Стоимость капитала представляет собой сумму, которую корпорация уплачивает владельцам предоставленного капитала (собственного и заемного) за его использование, относительно общей его суммы. Собственный капитал (в частности, акционерный (уставный)) выступает первоначальным источником финансовых ресурсов любого предприятия, даже если корпорация совсем не прибегает к заимствованиям, владельцы собственного капитала ожидают определенный уровень доходности на вложенные ими средства. Кроме этого, стоимость капитала является одним из факторов, влияющих на оценку всего бизнеса, поскольку превышение рентабельности активов над средневзвешенной стоимостью капитала выступает условием финансового роста корпорации.

Количество известных методов оценки стоимости собственного капитала (как зарубежных, так и отечественных) вызывает необходимость их адапта-

ции к оценке, проводимой для корпораций конкретной отрасли экономики – нефтегазовой.

Отечественными авторами (И.А. Бланк, В.В. Бочаров, В.Н. Незамайкин, И.Л. Юрзинова) предлагается оценивать стоимость используемого корпорацией в отчетном периоде собственного капитала укрупненно – как процентное соотношение между суммой чистой прибыли, направленной на выплату дивидендов за отчетный период, и средней величиной собственного капитала. Показатель рассчитывается по формуле [1. С. 170; 2. С. 119; 3. С. 41]:

$$K_E = \frac{P_n^A}{\bar{E}} \times 100\%, \quad (1)$$

где K_E – стоимость используемого собственного капитала корпорации в отчетном периоде, в %; P_n^A – сумма чистой прибыли, направленная на выплату дивидендов за отчетный период; $\bar{E}$ – средняя величина собственного капитала корпорации в отчетном периоде.

В такой интерпретации экономический смысл показателя сводится к тому, сколько рублей чистой прибыли, направленной на выплату дивидендов по итогам года (иначе – общая сумма дивидендных выплат), приходится на рубль среднегодового размера собственного капитала.

Проведенные расчеты стоимости собственного капитала нефтегазовых корпораций ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Газпром нефть», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «НК «Роснефть» показали, что ее значение за последние пять лет имеет тенденцию к сокращению, находится в пределах от 2,14% по итогам 2009 г. у ОАО «Сургутнефтегаз» до 12,88% у ОАО «Газпром нефть» по итогам 2007 г. В среднем по всем корпорациям стоимость собственного капитала в период 2006–2010 гг. составляет 4,62%, при этом если по итогам 2006 г. среднее значение показателя было равно 6,04%, то по итогам 2010 г. – 2,81%. Тенденцию снижения стоимости собственного капитала в динамике, с точки зрения собственников, следует рассматривать как негативный фактор, поскольку она свидетельствует о сокращении суммы прибыли, приходящейся на рубль используемого собственного капитала.

Недостаток такой методики расчета заключается в том, что не учитывается текущая рыночная цена обращающихся акций корпорации. Кроме этого, доля прибыли, направляемой на выплату дивидендов, может колебаться год от года, в теории открытое акционерное общество может и вовсе не выплачивать дивиденды, тогда стоимость собственного капитала будет равна нулю. Это означает, что в течение отчетного периода собственный капитал явился бесплатным для корпорации источником финансирования, но не отражает реальной стоимости источника, так как отказ от выплаты дивидендов может быть обусловлен ожиданием еще большей будущей доходности, при этом рыночная цена акций может продолжать расти.

В этой ситуации более обоснованным считаем использование в знаменателе формулы только акционерного капитала, поскольку использование в расчете всей суммы собственного капитала увеличивает знаменатель и, как следствие, занижает стоимость собственного капитала. Более логичным представляется стоимость таких источников, как добавочный капитал и не-

распределенная прибыль, приравнивать к стоимости акционерного капитала. В то же время в формах финансовых отчетов, составленных по зарубежным стандартам, и добавочный капитал, и нераспределенная прибыль включаются в состав акционерного капитала. Авторы работ [1. С. 171; 2. С. 119] предлагают стоимость источника «нераспределенная прибыль» приравнивать к стоимости акционерного капитала, в контексте поэлементной оценки добавочный и резервный капитал ими игнорируется.

Поэлементная оценка стоимости собственного капитала отличается наибольшей сложностью в сравнении с заемным капиталом, что обусловлено недетерминированным уровнем доходности данного источника. Основной проблемой выступает оценка акционерного капитала, так как стоимость остальных источников (добавочного капитала и нераспределенной прибыли) приравнивается к стоимости акционерного капитала, а стоимость резервного капитала приравнивается к нулю, поскольку у всех рассматриваемых корпораций он уже сформирован и не претерпевает изменений. Следует отметить, что на стоимость всего собственного капитала это существенно не повлияет, так как удельный вес данного источника в общей их сумме незначителен – не превышает 1%.

Рассмотрим особенности оценки стоимости акционерного капитала. Большинство авторов [1, 2, 4, 5] предлагается оценку капитала, представленного обыкновенными и привилегированными акциями, проводить раздельно, поскольку размер дивиденда по привилегированным акциям фиксирован. На наш взгляд, такое разделение в отношении акционерного капитала нефтегазовых корпораций является излишним, так как большинство корпораций (ОАО «Газпром», ОАО «НК «Роснефть», ОАО «ЛУКОЙЛ») не имеет привилегированных акций в составе акционерного капитала (только ОАО «Сургутнефтегаз» и ОАО «ТНК-ВР» используют данный источник финансирования, его удельный вес в общей сумме собственного капитала составляет максимально 0,6%). Кроме этого, методические различия в оценке стоимости обыкновенного и привилегированного акционерного капитала отсутствуют, т.е. стоимость этих видов акционерного капитала обусловлена только различием в их цене и сумме выплачиваемых на них дивидендов.

Стоимость обыкновенного акционерного капитала может быть определена различными методами, используемыми в отечественной и зарубежной практике: с использованием стоимости дивиденда, с использованием дивидендного дохода на акцию, с помощью модели роста дивиденда (модели М. Гордона), метода расчета на основе прибыли, с использованием коэффициента прибыли на акцию, модели оценки стоимости основных активов на рынке ценных бумаг (САРМ). В общем виде все эти методы основаны на сопоставлении дивидендов (или прибыли на акцию) с номинальной или рыночной ценой акции. Результаты же расчетов могут существенно различаться по причине значительной разницы между рыночной и номинальной стоимостью акции. Рассмотрим проблемы применения каждого из этих методов подробнее.

В зарубежной практике наиболее распространенными (можно даже сказать классическими) методами оценки стоимости акционерного капитала являются методы с использованием модели Майрона Гордона и модели оценки стоимости основных активов на рынке ценных бумаг (САРМ). Содержание

указанных моделей подробно рассмотрено и в зарубежной, и в отечественной литературе [1, 2, 4, 5], однако использование указанных методик оценки в отношении капитала отечественных предприятий зачастую ограничено в связи с недостаточной информационной базой по отечественному рынку ценных бумаг.

Модель М. Гордона (метод расчета прироста дивидендов) была разработана для учета ожиданий акционеров относительно сумм получаемых ими дивидендов – даже если на выплату дивидендов направляется небольшая доля полученной прибыли, акционеры остаются владельцами реинвестированной (нераспределенной) ее части. Прибыль, которая остается в компании и эффективно используется, может вызвать будущий рост прибыли и дивидендов, а также стоимости капитала, инвестированного акционерами. Исходя из этого, акционеры ожидают, что дивиденды и рыночная стоимость их акций будут возрастать из года в год, а не останутся неизменными.

В этой модели инвестор (потенциальный акционер) рассматривается как покупатель будущего потока дивидендов. Если мы дисконтируем поток будущих дивидендов и предположим, что они имеют постоянный коэффициент роста, то получим следующую формулу [4. С. 834; 5. С. 195]:

$$R_E = D_1 / P_0 + g, \quad (2)$$

где R_E – стоимость источника «акционерный капитал» (обязательная прибыль с акционерного капитала); D_1 – ожидаемые дивиденды следующего периода; P_0 – текущая цена акций (рыночная цена на момент оценки); g – темп прироста дивидендов.

Для использования модели М. Гордона необходимо оценивать ставку прироста дивидендов g (величина P_0 используется по отчетным данным). Это можно сделать двумя способами: использовать ранее установленные ставки или прогнозы аналитиков о будущем приросте ставок. Поскольку такие прогнозы неизбежно носят вероятностный характер, то логичнее использовать при расчете среднее арифметическое значение. Но можно взять дивиденды за последние 5–10 лет, вычислить ежегодные ставки прироста и определить среднее арифметическое.

Основным ограничением для использования метода при оценке стоимости акционерного капитала отечественных нефтегазовых корпораций является неравномерность темпов прироста дивидендных выплат. Начиная с 2007 г. только ОАО «ТНК-ВР», ОАО «ЛУКОЙЛ» и ОАО «НК «Роснефть»» придерживались политики прироста дивидендных выплат относительно предыдущего периода, при этом если ОАО «НК «Роснефть»» ежегодный процент прироста дивиденда сохраняет на уровне 20%, то прирост дивиденда ОАО «ТНК-ВР» и ОАО «ЛУКОЙЛ» за последние пять лет неравномерен – от 3 до 77% и от 4 до 19% соответственно. ОАО «Сургутнефтегаз» и ОАО «Газпром нефть» сократили объем дивидендных выплат в 2009 г. на 21 и 34% соответственно.

Также компании не объявляют размера дивидендов, которые следует ожидать акционеру в следующем периоде, т.е. оценка параметра D_1 тоже будет носить вероятностный характер.

Таким образом, необходимость экспертного оценивания двух из трех параметров модели М. Гордона делает полученную в результате стоимость акционерного капитала условной, поэтому мы считаем невозможной ее применение в отношении капитала отечественных нефтегазовых корпораций.

Модель оценки стоимости долгосрочных (капитальных) активов (САРМ) сводится к тому, что стоимость капитала (ожидаемая доходность финансового актива) складывается из двух частей: безрисковой ставки и надбавки за риск данного актива:

$$R_E = R_f + \beta_E \times (R_M - R_f), \quad (3)$$

где R_f – процентная ставка при отсутствии риска (ставка доходности по государственным дисконтным ценным бумагам), в % годовых; β_E – оцененный систематический риск собственных активов, рассчитывается централизованно такими агентствами, как Barra International, Merryll Lynch и др., определяется как коэффициент регрессии уравнения связи между доходностью конкретной акции и доходностью рынка в целом (биржевого индекса); R_M – ожидаемая прибыль на рынке, среднегодовая доходность рыночного портфеля (среднегодовой прирост биржевого индекса, такого как S&P500 в США, FTSE в Англии и т.п.), в % годовых.

Использование модели САРМ для оценки стоимости акционерного капитала отечественных корпораций имеет мало практического смысла, что обусловлено следующими причинами:

Во-первых, неоднозначен вопрос определения безрисковой ставки в России. В условиях экономической системы с развитым рынком ценных бумаг ставка R_f принимается равной доходности государственных обязательств, чаще всего казначейских векселей, по условиям выпуска близких к российским государственным облигациям.

Во-вторых, выводя среднерыночные премии, западные экономисты основываются на анализе периода длиной в 50 и более лет. Тренд же отечественного рынка неоднороден в связи с незначительной его историей и высоким уровнем волатильности.

В-третьих, определение коэффициента систематического риска β (бета) также является проблемой. Расчеты показывают [6], что коэффициенты β , определенные статистическим методом по отдельным ценным бумагам на рынке России, существенно зависят от временных интервалов, которые принимаются для расчета доходности и в целом нестабильны во времени.

Существуют исследования отечественных инвестиционных компаний (например, ИГ АТОН, инвестиционной компании ЗАО «Профинвестсервис»), посвященные поиску новых методов оценки бета-коэффициента для российских компаний и практическому применению модели САРМ. Значения бета-коэффициентов, рассчитанные тем или иным методом, существенно разнятся из-за допущений и ограничений, принимаемых в их расчете субъектом оценки.

По оценке источника [6], все значения бета-коэффициентов для публичных компаний России укладываются в диапазон от 1 до 2. Значения β российских «голубых фишек» и наиболее ликвидных акций второго эшелона без учета долговой нагрузки находятся в диапазоне от 1 до 1,25 [6]. Также оцен-

ки бета-коэффициента существенно разнятся из месяца в месяц даже для одной и той же компании.

Таким образом, применение модели оценки стоимости капитальных активов в условиях России сопряжено с целым рядом трудностей, поскольку получение любого параметра модели (R_f , R_m , β) представляет собой практическую проблему. В случае неверной оценки даже одного из параметров вероятность получения ошибочной стоимости капитала значительно возрастает.

Наиболее адекватными для оценки стоимости акционерного капитала корпорации являются методы, предполагающие использование стоимости дивиденда и цены акции. Именно дивиденд отражает ту цену, в которую обходится корпорации использование предоставленного акционерами капитала.

Дивиденд – это часть имущества акционерного общества, изымаемая его акционерами пропорционально их долям в уставном капитале в размере, не превышающем совокупного объема не изъятной ранее чистой прибыли [4. С. 872].

В общем виде экономический смысл методов оценки с использованием дивиденда и цены акции сводится к тому, сколько рублей дивидендов выплачено на рубль стоимости акции. Разночтения в применении методов связаны с тем, с какой именно ценой соотносить дивиденд – с номинальной или рыночной. Если в знаменателе формулы использовать номинальную цену, то итоговый показатель стоимости будет существенно завышен, поскольку она в десятки и даже сотни раз отличается от рыночной стоимости. Так, если номинальная стоимость акций неизменна с момента создания всех отечественных нефтегазовых корпораций и не превышает 1 руб., то рыночные котировки обыкновенных акций в системе ЗАО «ММВБ» на 31.12.2010 г. составили (по цене открытия): ОАО «ТНК-ВР» – 92 руб., ОАО «ЛУКОЙЛ» – 1729,87 руб., ОАО «НК «Роснефть» – 204,01 руб., ОАО «Газпром нефть» – 118,7 руб., ОАО «Сургутнефтегаз» – 29,313 руб.

С точки зрения автора, показателем, отражающим действительную стоимость акционерного капитала корпорации, является дивидендная доходность – отношение выплаченного дивиденда к рыночной цене акции:

$$K_z = \frac{D}{P_m} \times 100\%, \quad (4)$$

где K_z – цена акционерного капитала; D – дивиденд на акцию; P_m – рыночная цена акции.

Используя данный метод, в расчете стоимости капитала учитываются ожидания акционера и рыночная конъюнктура, так как они находят отражение в цене акции.

Следует отметить, что если для осуществления инвестиционной деятельности компания планирует увеличение акционерного капитала за счет дополнительной эмиссии акций, то стоимость дополнительного капитала будет несколько выше, чем стоимость имеющегося капитала и нераспределенной прибыли. Это объясняется возникновением расходов, сопровождающих каждую эмиссию ценных бумаг (эмиссионных затрат). Поэтому размер дополнительно привлекаемого акционерного капитала фактически уменьшается на

сумму эмиссионных расходов. В остальном стоимость дополнительного акционерного капитала рассчитывается с помощью рассмотренных выше методов.

В заключение можно сделать вывод о том, что выбор метода оценки стоимости акционерного капитала оказывает существенное влияние на полученный результат. Для отечественных нефтегазовых корпораций основой расчета стоимости акционерного капитала является соотношение между суммой выплаченных дивидендов и рыночной ценой акций корпорации-эмитента.

Литература

1. *Бланк И.А.* Управление формированием капитала. К.: Ника-Центр, 2000. 512 с.
2. *Бочаров В.В.* Корпоративные финансы. СПб.: Питер, 2001. 256 с.
3. *Незамайкин В.Н., Юринова И.Л.* Финансы организаций: менеджмент и анализ: Учеб. пособие. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Эксмо, 2005. 512 с.
4. *Ковалев В.В.* Финансовый менеджмент: теория и практика. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2010. 1024 с.
5. *Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б.* Основы корпоративных финансов: Пер. с англ. под общ. ред. Ю.В. Шленова. М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. 720 с.
6. *Теплова Т.В., Родина В.А.* Тестирование преимуществ перехода от традиционного бета-коэффициента как меры рыночного риска в конструкции CAPM к прогнозному бета-коэффициенту с учетом степени ликвидности акций [Электронный ресурс] / Лаборатория анализа финансовых рынков; Государственный университет – Высшая школа экономики. – Aton's Beta.pdf. – Загл. с экрана. Режим доступа: www.aton.ru (дата обращения: 03.02.2011).