

ОЦЕНКА ФУНДАМЕНТАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА В СИСТЕМЕ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА: МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ И ПРАКТИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

*Е.С. ПУЧКИНА, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономического анализа, статистики и финансов, Кубанский государственный университет
e-mail: patikekaterina@rambler.ru*

*Н.С. ТОЛСТОВ, магистрант кафедры экономического анализа, статистики и финансов, Кубанский государственный университет
e-mail: ntolstov@yahoo.com*

Аннотация

Обращающиеся на организованном рынке ценные бумаги компаний находятся в отрыве от базисной авансированной стоимости, что приводит к их неадекватной оценке. В статье проведен анализ стоимости акций крупной нефтяной публичной компании и произведена оценка ее активов. Сделан вывод, что использование фундаментальной стоимости в системе финансового менеджмента позволяет нивелировать влияние стихийных факторов на текущую рыночную стоимость компании, тем самым повысив адекватность оценки бизнеса.

Ключевые слова: оценка бизнеса, фундаментальная стоимость, рыночная стоимость, недооценка акций рынком, несовершенство рыночного механизма.

Акцент на рост рыночной капитализации компании как одного из основных показателей результатов деятельности финансового руководства хозяйствующих субъектов определяет необходимость формирования инструментария управления и практических методик ее оценки для выявления возможных тенденций изменений, резервов и формирования рекомендаций [4].

И акционеры, и потенциальные инвесторы заинтересованы получить наиболее точную оценку стоимости фирмы, учитывающую все основные аспекты и условия ее финансово-хозяйственной деятельности. При этом стоит учитывать, что рыночный механизм несовершенен [8]. Рынок не всегда в состоянии

оперативно и адекватно оценить финансовое состояние и перспективы развития той или иной компании, а иногда и вовсе подвержен панике или внешнему воздействию. В связи с этим ценные бумаги компаний в разные моменты времени могут быть как переоценены, так и существенно недооценены [2]. Таким образом возникает необходимость в оценке фундаментальной стоимости, способной отразить реальное финансово-хозяйственное положение фирмы и сгладить влияние стихийных факторов на текущую рыночную стоимость ее акций.

Целью данной статьи является определение степени различия между текущей рыночной и фундаментальной стоимостями компании в определенный промежуток времени. Для достижения данной цели определим фундаментальную стоимость ПАО «Татнефть» на основе годовой финансовой отчетности и сравним полученную стоимость с котировками акций данной компании на Московской бирже.

В соответствии с федеральным стандартом при оценке необходимо использовать доходный, затратный и рыночный подходы [6]. Использование трех подходов позволяет произвести разносторонний анализ компании, что в конечном итоге дает возможность максимально полно отразить особенности ее финансово-хозяйственной деятельности. При этом каждый подход имеет ряд методов, для применения которых необходимо четко представлять особенности деятельности как самой компании, так и ее отрасли в целом.

К особенностям нефтяного бизнеса можно отнести следующее:

– нефтегазовые предприятия требуют очень больших вложений капитала, что обуславливает очень большой период окупаемости инвестированных вложений;

– ввиду чрезмерной капиталоемкости нефтегазовой отрасли необходимо оценивать весь инвестированный капитал компании;

– на котировки акций компаний, преимущественно действующих в нефтяной отрасли, оказывает существенное влияние динамика мировых цен на нефть;

– в мире очень мало нефтегазовых компаний, которые относятся к развитым рынкам. Помимо этого стоит отметить, что очень мало нефтегазовых компаний имеют высокую степень диверсификации бизнеса, которая позволяет компенсировать риски, связанные с геологоразведкой и ценами на нефть.

Что касается финансово-хозяйственной деятельности ПАО «Татнефть», необходимо принимать во внимание, что компания имеет прибыльную историю финансово-хозяйственной деятельности, банкротства в ближайшем будущем не ожидается, компания является публичной и имеет свободно обращающиеся на рынке акции.

Учитывая данные особенности, в рамках доходного подхода наиболее пригодным методом оценки выбранных предприятий является метод дисконтирования денежных потоков. Использование данного метода является обоснованным в случаях, когда предприятие функционирует продолжительное время и имеет положительный финансовый результат, находится на стадии роста или имеет стабильные темпы экономического развития.

Помимо выбора метода расчета согласно доходному подходу необходимо определить:

– модель денежного потока;

– продолжительность прогнозного периода;

– методику прогноза;

– модель расчета ставки дисконта.

Так как одной из особенностей нефтяной отрасли является чрезвычайная капиталоемкость, то необходимо осуществлять расчеты согласно модели денежного потока для всего инвестированного капитала. Таким образом, помимо показателей, формирующих поток для собственного капитала, необходимо произвести прогноз процентов к уплате анализируемых предприятий. Так как проценты по задолженности вычитались из прибыли до налогообложения, то при возвращении их необходимо скорректировать на величину ставки налога на прибыль [1].

Одним из ключевых и самых сложных вопросов при оценке стоимости предприятия методом дисконтирования денежных потоков является определение длительности прогнозного периода. Увеличение длительности прогнозного периода позволяет увеличить число наблюдений, что повышает степень математической обоснованности стоимости компании. Однако с увеличением продолжительности прогнозного периода становится сложнее прогнозировать основные показатели финансовой деятельности [7]. В практике развитых стран Запады прогнозный период в среднем составляет от 5 до 10 лет. Для целей данной статьи возьмем прогнозный период в 10 лет.

После определения срока прогнозирования можно приступить к прогнозированию основных показателей, необходимых для составления прогнозного баланса. Прогноз составляется в соответствии с методикой процента от продаж, подробно описанной в статье С.И. Крылова «Прогнозирование бухгалтерского баланса коммерческой организации методом процента от продаж» [3].

Прогноз выручки осуществляется на основе ретроспективных данных о темпах роста, а отдельные статьи отчета о финансовых результатах представляют собой среднюю долю прогнозируемого показателя от выручки. Для расчета денежного потока в отчете о финансовых результатах потребуется прогноз чистой прибыли и процентов к уплате. Для расчета используются данные финансовой отчетности ПАО «Татнефть» за 2011–2014 гг. В целях определения реального экономического роста все показатели скорректированы на величину инфляции. Рассчитаем относительные показатели, необходимые для прогноза методом процента от продаж. Данные представлены в табл. 1.

Таким образом, средний реальный темп прироста выручки ПАО «Татнефть» составляет 1,41% в год, при этом средняя норма прибыли составляет 18,76% от величины выручки, а проценты к уплате – 1,18%. Имея данные показатели можно сделать прогноз статей отчета о финансовых результатах, необходимых для расчета денежного потока (табл. 2).

Перед тем как приступить к составлению прогноза бухгалтерского баланса, согласно методу процента от продаж необходимо определить прогнозируемую норму распределения чистой прибыли. Это необходимо для того, чтобы корректно рассчитать значение нераспределенной прибыли в 3-м разделе бухгалтерского баланса. Расчет нормы распределения представлен в табл. 3.

Оценка фундаментальной стоимости бизнеса в системе финансового...

Таблица 1

Данные, необходимые для прогноза отчета о финансовых результатах ПАО «Татнефть»

Показатель	Год				Среднее
	2011	2012	2013	2014	
Абсолютные показатели					
Выручка, млн р.	376 424	376 950	376 255	392 358	–
Проценты к уплате, млн р.	4 278	5 893	4 489	3 308	–
Чистая прибыль, млн р.	64 843	72 935	66 085	82 061	–
Относительные показатели					
Темпы прироста выручки, %	–	0,14	–0,18	4,28	1,41
Доля процентов к уплате в выручке, %	1,14	1,56	1,19	0,84	1,18
Норма прибыли, %	17,23	19,35	17,56	20,91	18,76

Таблица 2

Прогноз показателей отчета о финансовых результатах, млн р.

Показатель	Год						
	2015	2016	2017	2018	2019	...	2024
Выручка	397 897	403 514	409 210	414 987	420 846	...	451 402
Проценты к уплате	4 711	4 777	4 845	4 913	4 983	...	5 344
Чистая прибыль	74 659	75 713	76 782	77 866	78 965	...	84 698

Таблица 3

Расчет нормы распределения чистой прибыли

Наименование показателя	Год		
	2011	2012	2013
Обыкновенные акции			
Количество обыкновенных акций, шт.	2 178 690 700	2 178 690 700	2 178 690 700
Дивиденды на акцию, р.	7,08	8,6	8,23
Итого дивиденды по обыкновенным акциям, тыс. р.	15 425 130	18 736 740	17 930 624
Привилегированные акции			
Количество привилегированных акций, шт.	147 508 500	147 508 500	147 508 500
Дивиденды на акцию, руб.	7,08	8,6	8,23
Итого дивиденды по привилегированным акциям, тыс. р.	1 044 360,18	1 268 573,10	1 213 994,96
Норма распределения чистой прибыли			
Всего дивидендов, тыс. р.	16 469 490	20 005 313	19 144 619
Чистая прибыль, тыс. р.	54 880 875	66 668 688	63 850 140
Норма распределения, %	30,01	30,01	29,98
Средняя норма распределения, %	30		

Имея темпы прироста выручки и норму распределения чистой прибыли, можно приступить к составлению прогноза бухгалтерского баланса ПАО «Татнефть», необходимого для расчета денежного потока. Прогнозный баланс представлен в табл. 4.

Последним показателем, необходимым для расчета денежного потока, является амортизация. Так как нет возможности проанализировать основные средства данной компании, прогноз амортизационных отчислений строится на основе усредненного коэффициента износа основных средств.

Имея все необходимые показатели, рассчитаем величину денежного потока с помощью модели для всего инвестированного капитала. Данные представлены в табл. 5.

Как видно из таблицы, ПАО «Татнефть» имеет достаточно внушительный денежный поток относительно своей величины активов. Основная составляющая денежного потока – чистая прибыль. Предприятие имеет внушительный денежный поток от финансовой деятельности, основу которого состав-

ляет прирост нераспределенной прибыли. Существенное снижение величины совокупного денежного потока обеспечивается денежным потоком от инвестиционной деятельности, основной составляющей которого является изменение величины долгосрочных финансовых вложений.

После расчета величины денежного потока согласно методу дисконтирования денежных потоков необходимо определить модель расчета ставки дисконта. По нашему мнению, целесообразно использовать модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Расчет величины средневзвешенной стоимости капитала представлен в табл. 6.

Имея величину денежного потока и ставку дисконта, рассчитаем стоимость оцениваемой компании согласно доходному подходу. Для этого необходимо разделить величину денежного потока на показатель средневзвешенной стоимости капитала, предварительно переведя его в индекс. Таким образом, стоимость ПАО «Татнефть», полученная доходным подходом, составит 824 930 717 тыс. р.

Таблица 4

Прогнозный бухгалтерский баланс ПАО «Татнефть», млн р.

№ пп	Показатель	Год					
		2014	2015	2016	2017	...	2024
1	2	3	4	5	6	7	8
АКТИВЫ							
1	Постоянные активы	224 085	271 924	320 439	369 638	...	734 039
1.1	Нематериальные активы	308	308	308	308	...	308
1.2	Результаты разработок и исследований	324	324	324	324	...	324
1.3	Нематериальные поисковые активы	4 257	4 257	4 257	4 257	...	4 257
1.4	Материальные поисковые активы	1 134	1 134	1 134	1 134	...	1 134
1.5	Основные средства и кап. вложения (ОС)	121 312	123 025	124 761	126 523	...	139 568
1.6	Доходные вложения в мат. ценности	1 889	1 889	1 889	1 889	...	1 889
1.7	Фин. вложения (долгосрочные) (ДФВ)	61 630	107 756	154 534	201 972	...	553 328
1.8	Прочие постоянные активы	33 232	33 232	33 232	33 232	...	33 232
2	Текущие активы	355 268	360 284	365 370	370 528	...	408 731
2.1	Запасы (ПЗ)	35 695	36 199	36 710	37 228	...	41 067
2.2	НДС по приобретённым ценностям	4 309	4 370	4 431	4 494	...	4 957
2.3	Дебиторская задолженность (ДЗ)	82 514	83 679	84 860	86 058	...	94 931
2.4	Фин. вложения (краткосрочные) (КФВ)	197 518	200 307	203 134	206 002	...	227 242
2.5	Денежные средства (ДС)	34 917	35 410	35 910	36 417	...	40 171
2.6	Прочие текущие активы	316	320	325	329	...	363
	БАЛАНС	579 354	632 208	685 809	740 166	...	1 142 771

Оценка фундаментальной стоимости бизнеса в системе финансового...

Окончание табл. 4

1	2	3	4	5	6	7	8
ПАССИВЫ							
3	Капитал и резервы	485 090	537 351	590 350	644 097	...	1 042 182
3.1	Уставной капитал	2 326	2 326	2 326	2 326	...	2 326
3.2	Переоценка постоянных активов	9 800	9 800	9 800	9 800	...	9 800
3.3	Добавочный капитал без переоценки (ДК)	253	253	253	253	...	253
3.4	Резервный капитал (РК)	1 342	1 342	1 342	1 342	...	1 342
3.5	Нераспределённая прибыль	471 369	523 630	576 629	630 376	...	1 028 462
4	Постоянные обязательства	43 493	43 493	43 493	43 493	...	43 493
4.1	Кредиты и займы	3 144	3 144	3 144	3 144	...	3 144
4.2	Отложенные налоговые обязательства	10 372	10 372	10 372	10 372	...	10 372
4.3	Оценочные обязательства	29 976	29 976	29 976	29 976	...	29 976
5	Текущие обязательства	50 771	51 364	51 966	52 576	...	57 096
5.1	Кредиты и займы (ККиЗ)	8 740	8 740	8 740	8 740	...	8 740
5.2	Кредиторская задолженность	38 648	39 194	39 747	40 308	...	44 464
5.3	Доходы будущих периодов	4	5	5	5	...	5
5.4	Оценочные обязательства	1 722	1 747	1 771	1 796	...	1 982
5.5	Прочие обязательства	1 656	1 679	1 703	1 727	...	1 905
	БАЛАНС	579 354	632 208	685 809	740 166	...	1 142 771

Таблица 5

Расчет денежного потока ПАО «Татнефть», млн р.

Показатель	Год										Итого
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Основная деятельность											
Чистая прибыль	74 659	75 713	76 782	77 866	78 965	80 080	81 210	82 357	83 519	84 698	795 847
Проценты к уплате	3 769	3 822	3 876	3 931	3 986	4 042	4 099	4 157	4 216	4 275	40 173
Амортизация	1 991	1 907	1 934	1 962	1 989	2 017	2 046	2 075	2 104	2 134	20 160
Отнять изменение суммы оборотных активов, в том числе											
КФВ	2 788	2 828	2 868	2 908	2 949	2 991	3 033	3 076	3 119	3 163	29 724
ДЗ	1 165	1 181	1 198	1 215	1 232	1 249	1 267	1 285	1 303	1 322	12 417
Запасы	504	511	518	526	533	541	548	556	564	572	5 372
Прочие ТА	4	5	5	5	5	5	5	5	5	5	47
Прибавить изменение суммы краткосрочных пассивов, в том числе											
КЗ	546	553	561	569	577	585	593	602	610	619	5 816
Прочие ТО	48	48	49	50	50	51	52	53	53	54	508
Итого основная деятельность	76 550	77 519	78 613	79 723	80 849	81 990	83 148	84 321	85 512	86 719	814 945
Инвестиционная деятельность											
Отнять изменение суммы внеоборотных активов, в том числе											
ОС	1 713	1 737	1 761	1 786	1 811	1 837	1 863	1 889	1 916	1 943	18 256
ДФВ	46 126	46 778	47 438	48 108	48 787	49 476	50 174	50 882	51 601	52 329	491 698

Окончание табл. 5

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Итого инвестиционная деятельность	47 839	48 514	49 199	49 894	50 598	51 313	52 037	52 772	53 517	54 272	509 954
Финансовая деятельность											
<i>Прибавить изменение величины собственных средств, в том числе</i>											
Накопленный капитал	52 261	52 999	53 747	54 506	55 275	56 056	56 847	57 649	58 463	59 289	557 092
Итого финансовая деятельность	52 261	52 999	53 747	54 506	55 275	56 056	56 847	57 649	58 463	59 289	557 092
Совокупный денежный поток	80 972	82 004	83 161	84 335	85 526	86 733	87 958	89 199	90 459	91 736	862 083

Таблица 6

Расчет средневзвешенной стоимости капитала ПАО «Татнефть»

Показатель	Год		
	2011	2012	2013
Собственный капитал			
Собственный капитал, тыс. р.	328 873 802	378 457 138	421 696 037
Обыкновенные акции, шт.	2 178 690 700	2 178 690 700	2 178 690 700
Дивиденды на 1 обыкновенную акцию, р.	7,08	8,60	8,23
Дивиденды по обыкновенным акциям, тыс. р.	15 425 130	18 736 740	17 930 624
Привилегированные акции, шт.	147 508 500	147 508 500	147 508 500
Дивиденды на 1 привилегированную акцию, р.	7,08	8,6	8,23
Дивиденды по привилегированным акциям, тыс. р.	1 044 360	1 268 573	1 213 995
Итого дивиденды, тыс. р.	16 469 490	20 005 313	19 144 619
Стоимость собственного капитала, %	5,01	5,29	4,54
Заемный капитал			
Заемный капитал, тыс. р.	163 993 749	126 163 199	111 621 228
Проценты к уплате, тыс. р.	3 620 561	5 386 623	4 337 004
Стоимость заемного капитала, %	2,21	4,27	3,89
Средневзвешенная стоимость капитала			
Доля собственного капитала, %	66,73	75,00	79,07
Доля заемного капитала, %	33,27	25,00	20,93
Средневзвешенная стоимость, %	4,08	5,03	4,40
Среднее значение, %	4,50		

Далее для нахождения фундаментальной стоимости необходимо применить затратный подход к оценке бизнеса. Так как ликвидация данной компании в ближайшее время не планируется, с точки зрения затратного подхода целесообразно использовать метод стоимости чистых активов. Данный выбор обусловлен

тем, что выбранная компания обладает значительными материальными активами и ожидается, что предприятие по-прежнему будет действующим.

Порядок расчета чистых активов утвержден Приказом Минфина России [6]. При этом в целях оценки стоимости затратным

подходом, необходимо произвести корректировку балансовой стоимости. Согласно Г.Н. Роновой, корректировка может производиться путем пересчета бухгалтерского баланса по изменению курса национальной валюты в сравнении с долларом США. На рис. 1 показана динамика курса доллара за 2014 г.

Средневзвешенный курс доллара по отношению к рублю составил 38,53 руб. за доллар, что составляет 117,32% по отношению к началу анализируемого периода. Расчет стоимости чистых активов с учетом корректировки на курс доллара представлен в табл. 7.

Помимо стоимости ресурсов, затраченных на создание капитала, и ожидаемых доходов необходимо принимать во внимание конъюнктуру рынка и отношение инвесторов к данной компании [10]. Для этого применяется рыночный подход к оценке бизнеса, основной целью которого является определение рыночной стоимости хозяйствующего субъекта, основываясь на данных компаний-аналогов, чьи акции обращаются на бирже, или же на результатах уже проведенных сделок.

Так как «Татнефть» является публичным акционерным обществом, для определения рыночной стоимости необходимо рассчитать

величину рыночной капитализации. Для этого понадобятся данные о структуре капитала и стоимости обыкновенных и привилегированных акций. Данный подход представляет наибольший интерес при оценке, так как предполагается, что рыночная стоимость максимально полно учитывает риски, связанные с конкретным предприятием. Расчет рыночной капитализации ПАО «Татнефть» представлен в табл. 8.

Таким образом, в результате применения основных подходов к оценке бизнеса ПАО «Татнефть» имеет 3 отличные друг от друга стоимости. Результаты представлены в табл. 9.

Различия в стоимости вызывает необходимость проведения процедуры согласования результатов оценки основными подходами в итоговую стоимость. Для этой цели нами был выбран метод анализа иерархий, разработанный Томасом Саати. На сегодняшний день данный метод получил очень широкое распространение в странах Запада, особенно в США. Суть метода можно изобразить в виде трехуровневой иерархии, изображенной на рис. 2.

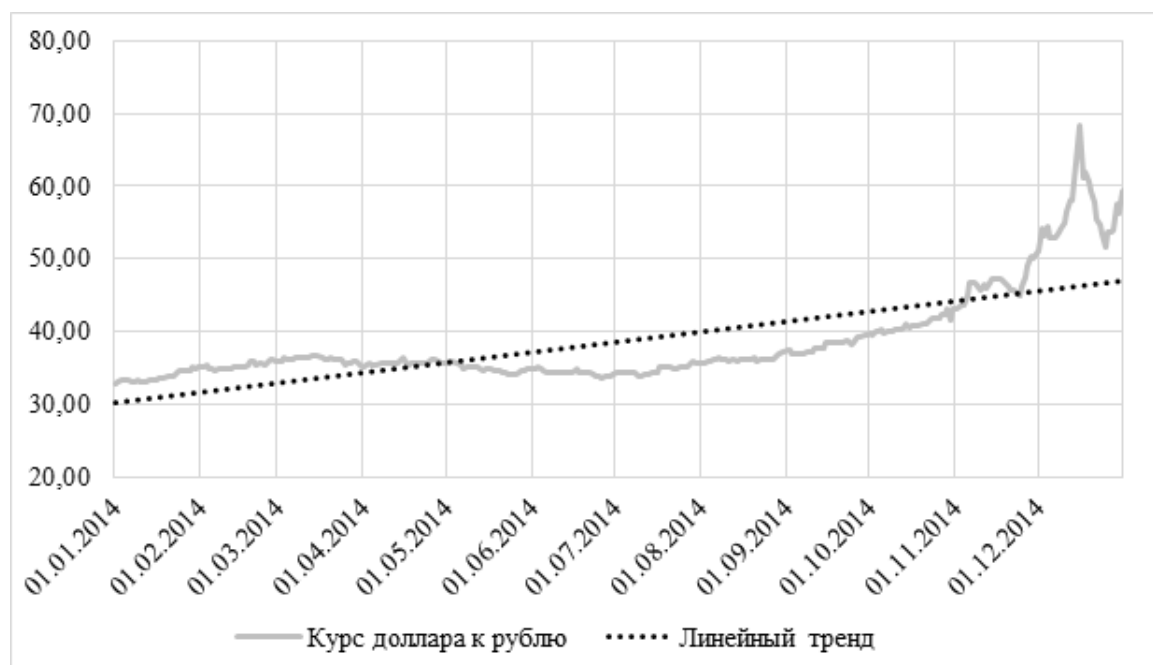


Рис. 1. Динамика курса доллара по отношению к рублю (источник: холдинг брокерских услуг «Финам». URL: www.finam.ru)

Таблица 7

Расчет стоимости чистых активов согласно затратному подходу

Наименование показателя	Балансовая стоимость	Стоимость с учетом корректировки
<i>Активы, принимаемые к расчету</i>		
Нематериальные активы и результаты исследований и разработок	631 854	741 310
Поисковые активы	5 390 681	6 324 512
Основные средства	121 311 933	142 326 869
Доходные вложения в материальные ценности	1 888 783	2 215 978
Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения	259 147 865	304 040 200
Прочие внеоборотные активы	33 232 298	38 989 148
Запасы	35 695 104	41 878 588
НДС по приобретенным ценностям	4 308 690	5 055 087
Дебиторская задолженность	82 513 760	96 807 666
Денежные средства и денежные эквиваленты	34 916 922	40 965 601
Прочие оборотные активы	315 630	370 307
Итого активы, принимаемые к расчету	579 353 520	679 715 266
<i>Пассивы, принимаемые к расчету</i>		
Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	3 144 387	3 689 091
Прочие долгосрочные обязательства	40 348 382	47 337 956
Краткосрочные обязательства по займам и кредитам	8 739 722	10 253 709
Кредиторская задолженность	38 648 323	45 343 394
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	-	-
Прочие краткосрочные обязательства	3 378 559	3 963 829
Пассивы, принимаемые к расчету	94 259 373	110 587 979
Стоимость чистых активов	485 094 147	569 127 287

Таблица 8

Расчет рыночной капитализации ПАО «Татнефть» в рамках сравнительного подхода

Наименование показателя	Значение для ПАО «Татнефть»
Количество обыкновенных акций, шт.	2 178 690 700
Стоимость обыкновенных акций на конец периода, р.	228,50
Количество привилегированных акций, шт.	147 508 500
Стоимость привилегированных акций на конец периода, р.	134,1
Рыночная капитализация, тыс. р.	517 611 715

Результаты оценки ПАО «Татнефть» с позиции основных подходов, тыс. р.

Подход	Результаты оценки ПАО «Татнефть»
Доходный	824 930 717
Затратный	569 127 287
Рыночный	517 611 715

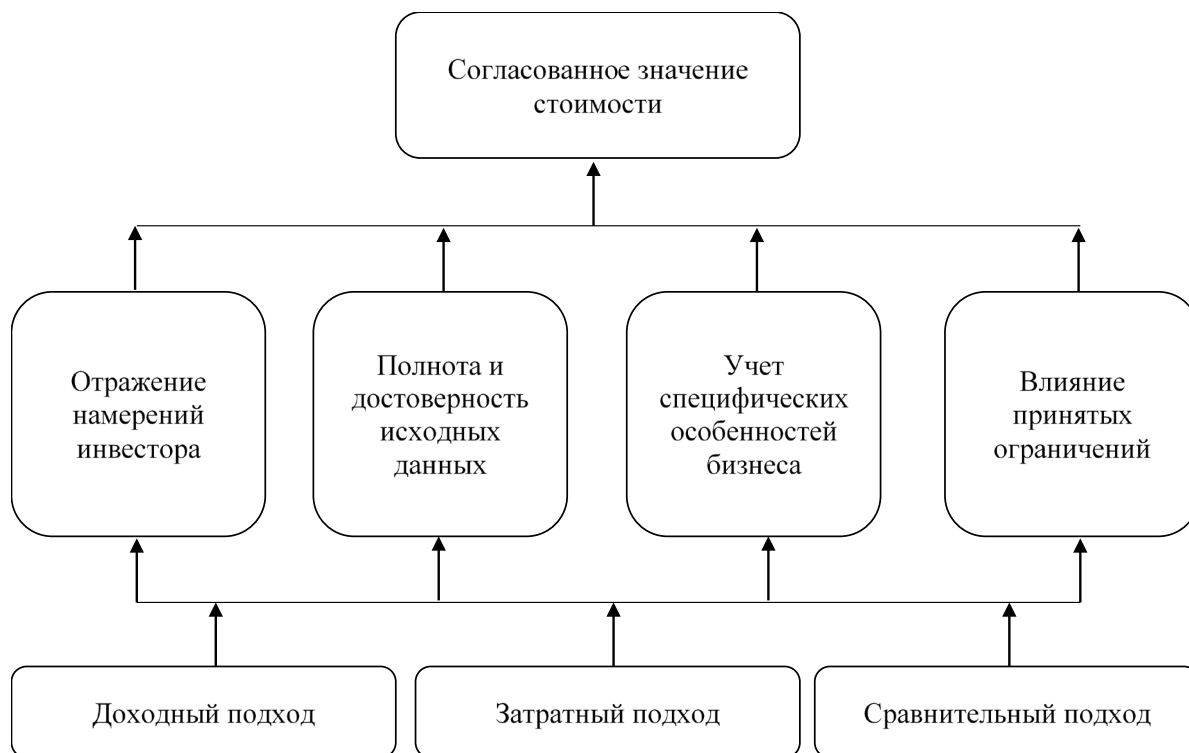


Рис. 2. Трехуровневая иерархия метода анализа иерархий Т.Л. Саати [7]

Данный метод сводится к составлению и решению матриц парных сравнений. На нижнем уровне между собой попарно сравниваются подходы и определяются весовые коэффициенты каждого из подходов с позиции каждого из критериев. На среднем уровне происходит попарное сравнение значимости критериев. На верхнем уровне происходит расчет весовых коэффициентов основных подходов с учетом нижнего и среднего уровней. Подробно данный метод описан в работах Т.Л. Саати и других авторов [9, 11].

В целях определения фундаментальной стоимости проведем попарное сравнение подходов относительно каждого из критериев, составим обратно-симметричные матрицы, определим собственные вектора и рассчи-

таем вектора приоритетов путем приведения собственных векторов к 1. Попарное сравнение подходов согласно нижнему уровню иерархии и получившиеся вектора приоритетов представлены в табл. 10.

После определения векторов приоритетов нижнего уровня необходимо перейти на средний уровень, в соответствии с которым провести попарное сравнение самих критериев. Данные приведены в табл. 11.

Далее для нахождения весовых коэффициентов каждого из основных подходов необходимо из векторов приоритетов нижнего уровня составить матрицу и умножить ее на вектора приоритетов среднего уровня. Наглядно данный процесс показан на рис. 3.

Таблица 10

Матрицы парных сравнений значимости критериев относительно основных подходов

Подход	Доходный	Затратный	Рыночный	Вектор
Отражение намерений инвестора				
Доходный	1	6	5	0,7259
Затратный	1/6	1	1/2	0,1020
Рыночный	1/5	2	1	0,1721
Полнота и достоверность исходных данных				
Доходный	1	2	1/3	0,2385
Затратный	1/2	1	1/4	0,1365
Рыночный	3	4	1	0,6250
Учет специфических особенностей деятельности компании				
Доходный	1	1/4	1/2	0,1365
Затратный	4	1	3	0,6250
Рыночный	2	1/3	1	0,2385
Влияние принятых ограничений				
Доходный	1	3	1/3	0,2583
Затратный	1/3	1	1/5	0,1047
Рыночный	3	5	1	0,6370

Таблица 11

Матрица парных сравнений значимости критериев

Критерий	Отражение намерений инвестора	Качество и количество данных	Учет специфики деятельности	Влияние принятых ограничений	Вектор
Отражение намерений инвестора	1	1/2	3	1/3	0,1699
Качество и количество данных	2	1	4	1/2	0,2844
Учет специфики деятельности	1/3	1/4	1	1/5	0,0729
Влияние принятых ограничений	3	2	5	1	0,4728

$$\begin{array}{c|cccc|}
 & \text{Намерения} & \text{Данные} & \text{Специфика} & \text{Ограничения} & \\
 \hline
 \begin{array}{c} D \\ 3 \\ P \end{array} & \begin{array}{c} 0,7259 \\ 0,1020 \\ 0,1721 \end{array} & \begin{array}{c} 0,2385 \\ 0,1365 \\ 0,6250 \end{array} & \begin{array}{c} 0,1365 \\ 0,6250 \\ 0,2385 \end{array} & \begin{array}{c} 0,2583 \\ 0,1047 \\ 0,6370 \end{array} & \times \begin{array}{c} \text{Критерии} \\ 0,1699 \\ 0,2844 \\ 0,0729 \\ 0,4728 \end{array} \\
 \hline
 & & & & & = \begin{array}{c} D \\ 3 \\ P \end{array} \begin{array}{c} 0,32 \\ 0,16 \\ 0,52 \end{array}
 \end{array}$$

Рис. 3. Расчет весовых коэффициентов методом анализа иерархий

Оценка фундаментальной стоимости бизнеса в системе финансового...

Для определения итоговой величины фундаментальной стоимости необходимо умножить результаты основных подходов на соответствующие им весовые коэффициенты и сложить получившиеся значения. Таким образом, фундаментальная стоимость ПАО «Татнефть» составит 624 733 593 тыс. р.

Имея величину фундаментальной стоимости компании, рассчитаем фундаментальную стоимость ее долевых ценных бумаг. Для это-

го найдем долю капитализации обыкновенных акций в общей величине капитализации и, соблюдая пропорцию, отдельно определим величины капитализации для обыкновенных и для привилегированных акций. Получившиеся значения разделим на соответствующее количество акций и получим фундаментальную стоимость каждой ценной бумаги (табл. 12).

Таблица 12

Расчет фундаментальной стоимости на 1 акцию

Показатель	Рыночная оценка	Фундаментальная оценка
Стоимость, тыс. р.	517 611 715,00	624 733 593,00
Обыкновенные акции		
Количество обыкновенных акций, шт.	2 178 690 700,00	
Стоимость обыкновенных акций на конец периода, р./ед.	228,50	275,79
Капитализация обыкновенных акций, тыс. р.	497 830 824,95	600 858 966,22
Доля капитализации обыкновенных акций в общей капитализации, %	96,18	
Привилегированные акции		
Количество привилегированных акций, шт.	147 508 500,00	
Стоимость привилегированных акций на конец периода, р./ед.	134,10	161,85
Капитализация привилегированных акций, тыс. р.	19 780 889,85	23 874 626,78
Доля капитализации привилегированных акций в общей капитализации, %	3,82	

Проведенные расчеты, продемонстрировали, что акции ПАО «Татнефть» недооценены рынком на 20,7%, что в абсолютном выражении составляет 107 121 878 тыс. р. Несмотря на то что текущая рыночная стоимость ПАО «Татнефть» выше чистой стоимости активов, менеджменту компании необходимо принимать меры, направленные на увеличение инвестиционной привлекательности ценных бумаг. Основным риском, зависящим от степени оценки финансовых инструментов компании рынком, является недостаток внешнего финансирования. Финансовые ресурсы на рынке ограничены, особенно в условиях изоляции банковского сектора от рынка иностранного капитала, что существенно увеличивает стоимость всех источников привлечения де-

нежных средств. Котировки акций служат инвестору одним из показателей связанного с данной компанией риска, который учитывает качество менеджмента, сферу деятельности, охват рынка и множество других немаловажных факторов.

Таким образом, можно сделать вывод, что использование оценки фундаментальной стоимости в системе финансового менеджмента, позволяет существенно сгладить влияние стихийных факторов на текущую рыночную стоимость компании. Это соответствует интересам как собственника компании, желающего знать реальную стоимость имущества, так и потенциального инвестора, стремящегося выгодно разместить финансовые ресурсы или заработать на операциях с ценными бумагами.

Библиографический список

1. Бутко Д.С., Мамий Е.А. Денежные потоки и прибыль в системе финансовых характеристик деятельности фирмы // Научные исследования: от теории к практике. 2015. №3(4). С. 284–286.
2. Козырь Н.С. Реструктуризация бизнеса и оценка его стоимости // Наука и экономика. 2010. №2. С. 95–99.
3. Крылов С.И. Прогнозирование бухгалтерского баланса коммерческой организации методом процента от продаж // Финансовый вестник: финансы, налоги, страхование, бухгалтерский учет. 2010. № 4. С. 42–46.
4. Налюшняя Ю.В., Рындина И.В. Проблемы осуществления сделок слияний и поглощений в финансовом секторе // Научные труды Sworld. 2013. Т. 38. №4. С. 15–17.
5. Об утверждении Порядка определения стоимости чистых активов: Приказ Минфина России от 28.08.2014 № 84н (зарегистрировано в Минюсте России 14.10.2014 N 34299) // СПС «КонсультантПлюс».
6. Об утверждении Федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО № 1)»: Приказ Министерства экономического развития РФ от 20.05.2015 г. № 297 // СПС «КонсультантПлюс».
7. Оценка стоимости предприятия / Г.Н. Ронова, П.Ю. Королев, А.Н. Осоргин [и др.]: учеб.-метод. комплекс. М., 2008.
8. Пенюгалова А.В., Аипов А.Н. Рынок российских коллективных инвестиций в условиях снижения темпов развития национальной экономики // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. №24. С. 18–22.
9. Харитонов С.В., Улитина Е.В., Дик В.В. Применение метода анализа иерархий при согласовании результатов оценки // Прикладная информатика. 2012. №6 (42). С. 108–113.
10. Шевченко И.В., Цогт Н. Оценка бизнеса и алгоритм инвестиционной привлекательности предприятия // Экономика устойчивого развития. 2013. №4(16). С. 205–210.
11. Thomas L. Saaty. Decision making with the analytic hierarchy process // Int. J. Services Sciences. 2008. Vol. 1. № 1. P. 83–98.