Содержание.

Введение

Глава I. Акционерные общества.

* 1. Основные положения об акционерном обществе
  2. Открытое и закрытое акционерные общества
  3. Образование акционерного общества
  4. Управление акционерным обществом

Глава II Совет директоров

2.1. О регулярных вопросах и моменте проведения заседания совета

2.2. О стратегических и чрезвычайных вопросах

2.3 Организация заседаний совета

2.4. Подготовка вопросов к заседанию совета

Глава III

Практика: «Максимализация рыночной стоимости компании, как основной критерий эффективности вертикальной интеграции (на примере ОАО НК «Лукойл»)

Заключение.

Список литературы

Приложение 1. «План работы совета директоров на 2001-2002 год».

**1.1. Основные положения об акционерном обществе.**

1. АО признается общество, уставный капитал которого разделен на определенное число акций; участники акционерного обществ (акционеры) не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, в пределах стоимости принадлежащих им акций.

Акционеры, не полностью оплатившие акции, несут солидарную ответственность по обязательствам акционерного общества в пределах неоплаченной части стоимости принадлежащих им акций.

2. Фирменное наименование акционерного общества должно содержать его наименование и указание на то, что общество является акционерным.

3. Правовое положение акционерного общества и права и обязанности акционеров определяются в соответствии с настоящим Кодексом и законом об акционерных обществах.

Особенность правового положения акционерных обществ, созданных путем приватизации государственных и муниципальных предприятий, определяются также законами и иными правовыми актами о приватизации этих предприятий.

**1.2. Открытое и закрытое акционерные общества.**

1. Акционерное общество, участники которого могут отчуждать принадлежащие им акции без согласия других акционеров, признается открытым акционерным обществом. Такое акционерное общество вправе проводить открытую подписку на выпускаемые ими акции, их сободную продажу на условиях, устонавливаемых законом и иными правовыми актами.

Открытое акционерное общество обязано ежегодно публиковать для всеобщего сведения годовой отчет, бухгалтерский баланс, счет прибылей и убытков.

2. Акционерное общество, акции которого распределяются только среди его учредителей или иного заранее определенного круга лиц, признается закрытым акционерным обществом. Такое общество не вправе проводить открытую подписку на выпускаемые им акции, либо иным образом предлагать их для приобретения неограниченному кругу лиц.

Акционеры закрытого акционерного общества имеют преимущественное право приобретения акций, продаваемых другими акционерами этого общества.

Число участников закрытого акционерного общества не должно превышать числа, установлненного законом об акционерных обществах, в противном случае оно подлежит преобразованию в открытое акционерное общество в течение года, а по истечении этого срока – ликвидации в соблюдаемом порядке, если их число не уменьшится до установленного законом предела.

В случаях, предусмотренных законом об акционерных обществах, закрытое акционерное общество может быть обязано публиковать для всеобщего сведения документы, указанные в пункте 1 настоящей статьи.

**1.3. Образование АО.**

1. Учредители акционерного общества заключают между собой договор, определяющий порядок осуществления ими совместной деятельности по созданию общества, размер уставного капитала общества, категории выпускаемых акций и порядок их размещения, а также иные условия, предусмотренные законом об акционерных обществах.

Договор о создании акционерного общества заключается в письменной форме.

2. Учредители акционерного общества несут солидарную ответственность по обязательствам, возникшим до регистрации общества.

Общество несет ответственность по обязательствам учредителей, связанным с его созданием, только в случае последующего одобрения их действий общим собранием акционеров.

3. Учредительным документом акционерного общества является его устав, утвержденный учредителями.

Устав акционерного общества помимо сведений, указанных в [пункте 2 статьи 52](http://www.garweb.ru/project/law/doc/10064072/10064072-006.htm#5202) настоящего Кодекса, должен содержать условия о категориях выпускаемых обществом акций, их номинальной стоимости и количестве; о размере уставного капитала общества; о правах акционеров; о составе и компетенции органов управления обществом и порядке принятия ими решений, в том числе о вопросах, решения по которым принимаются единогласно или квалифицированным большинством голосов. В уставе акционерного общества должны также содержаться иные сведения, предусмотренные законом об акционерных обществах.

4. Порядок совершения иных действий по созданию акционерного общества, в том числе компетенция учредительного собрания, определяется законом об акционерных обществах.

5. Особенности создания акционерных обществ при приватизации государственных и муниципальных предприятий определяются законами и иными правовыми актами о приватизации этих предприятий.

6. Акционерное общество может быть создано одним лицом или состоять из одного лица в случае приобретения одним акционером всех акций общества. Сведения об этом должны содержаться в уставе общества, быть зарегистрированы и опубликованы для всеобщего сведения.

Акционерное общество не может иметь в качестве единственного участника другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица.

1.4. Управление в акционерном обществе

1. Высшим органом управления акционерным обществом является общее собрание его акционеров.

К исключительной компетенции общего собрания акционеров относятся:

1) изменение устава общества, в том числе изменение размера его уставного капитала;

2) избрание членов совета директоров (наблюдательного совета) и ревизионной комиссии (ревизора) общества и досрочное прекращение их полномочий;

3) образование исполнительных органов общества и досрочное прекращение их полномочий, если уставом общества решение этих вопросов не отнесено к компетенции совета директоров (наблюдательного совета);

4) утверждение годовых отчетов, бухгалтерских балансов, счетов прибылей и убытков общества и распределение его прибылей и убытков;

5) решение о реорганизации или ликвидации общества.

Законом об акционерных обществах к исключительной компетенции общего собрания акционеров может быть также отнесено решение иных вопросов.

Вопросы, отнесенные законом к исключительной компетенции общего собрания акционеров, не могут быть переданы им на решение исполнительных органов общества.

2. В обществе с числом акционеров более пятидесяти создается совет директоров (наблюдательный совет).

В случае создания совета директоров (наблюдательного совета) уставом общества в соответствии с законом об акционерных обществах должна быть определена его исключительная компетенция. Вопросы, отнесенные уставом к исключительной компетенции совета директоров (наблюдательного совета), не могут быть переданы им на решение исполнительных органов общества.

3. Исполнительный орган общества может быть коллегиальным (правление, дирекция) и (или) единоличным (директор, генеральный директор). Он осуществляет текущее руководство деятельностью общества и подотчетен совету директоров (наблюдательному совету) и общему собранию акционеров.

К компетенции исполнительного органа общества относится решение всех вопросов, не составляющих исключительную компетенцию других органов управления обществом, определенную законом или уставом общества.

По решению общего собрания акционеров полномочия исполнительного органа общества могут быть переданы по договору другой коммерческой организации или индивидуальному предпринимателю (управляющему).

4. Компетенция органов управления акционерным обществом, а также порядок принятия ими решений и выступления от имени общества определяются в соответствии с настоящим Кодексом законом об акционерных обществах и уставом общества.

5. Акционерное общество, обязанное в соответствии с настоящим Кодексом или законом об акционерных обществах публиковать для всеобщего сведения документы, указанные в [пункте 1 статьи 97](http://www.garweb.ru/project/law/doc/10064072/10064072-009.htm#97) настоящего Кодекса, должно для проверки и подтверждения правильности годовой финансовой отчетности ежегодно привлекать профессионального аудитора, не связанного имущественными интересами с обществом или его участниками.

Аудиторская проверка деятельности акционерного общества, в том числе и не обязанного публиковать для всеобщего сведения указанные документы, должна быть проведена во всякое время по требованию акционеров, совокупная доля которых в уставном капитале составляет десять или более процентов.

Порядок проведения аудиторских проверок деятельности акционерного общества определяется законом и уставом общества.

Глава II. Совет директоров АО.

О сроках планирования

В соответствии с законодательством в настоящее время выборы нового состава совета директоров АО проходят фактически в середине года, поэтому и период работы совета не совпадает с периодом финансового года предприятия.

В связи с этим возникает вопрос: "Как совет директоров должен планировать работу, ориентируясь на свой "жизненный цикл" или на "жизненный цикл" АО, т.е. на финансовый год?".

Кроме того, встает проблема преемственности политики совета директоров. Если совет нового состава, сформированный в середине года, будет предлагать план, заметно отличающийся от политики предыдущего совета, то исполнительный орган АО может оказаться дезориентированным.

Из этого следует, что вновь избранному совету директоров следует составлять план не "своей работы" (как данного состава совета), а план работы совета директоров как органа АО независимо от его состава.

Планирование работы совета должно подчиняться следующим требованиям:

* ориентироваться на "жизненный цикл" АО, т.е. на финансовый год, а не на период полномочий членов совета директоров;
* обеспечивать преемственность политики совета директоров.

Чтобы удовлетворять этим требованиям, план работы совета директоров должен составляться на финансовый год, но с разбивкой по полугодиям. Период планирования должен охватывать второе полугодие текущего года и весь следующий год. При этом план на второе полугодие следующего за избранием года составляется как примерный. Новый состав совета директоров сможет при планировании своей работы скорректировать его, но **за основу для обсуждения должен быть принят именно примерный план.** Этим обеспечивается преемственность.

О периодичности и количестве заседаний

Опыт нашего АО показал, что для нас оптимальная плановая частота заседаний совета - один раз в квартал. При этом сохраняется возможность внеплановых заседаний.

При таком подходе на период до конца следующего года предстоит запланировать не менее 6 заседаний совета. В это количество не включены заседания, связанные с процедурой подготовки годовых собраний акционеров.

О регулярных вопросах и моменте проведения заседаний

Если принято решение проводить заседания ежеквартально, то предстоит определиться, когда удобнее собирать совет: ближе к началу или к окончанию квартала? Решение зависит от выбора приоритетной регулярной управленческой функции, которую намерен осуществлять совет:

* **Если исходить из того, что этой функцией является краткосрочное планирование,** т.е. совет директоров будет утверждать планы деятельности АО на следующий квартал, **то заседания следует проводить в конце отчетного квартала незадолго (недели за две) до планового квартала.**
* **Если исходить из того, что приоритетной функцией совета является контроль (наблюдение) за ходом исполнения ранее утвержденного годового плана в поквартальной разбивке и его (хода) промежуточная оценка,** то на заседаниях совета следует заслушивать промежуточные отчеты исполнительного органа о результатах предыдущего периода. В таком случае **заседания совета можно приурочить к моменту подготовки АО ежеквартальной финансовой отчетности, т.е. проводить их примерно через месяц после окончания квартала.**

Что же касается рассмотрения квартальных планов, то менеджмент обязан сам инициировать рассмотрение вопроса советом, если по какой-то причине сочтет необходимым внести изменения в план, а также уведомить членов совета об угрозе существенного невыполнения плана за соответствующий период

Первый тип работы (краткосрочное планирование) подразумевает большую степень вмешательства совета директоров в управление текущей деятельностью АО. Для каких-то компаний это приемлемо. Однако в Положение о совете директоров нашего АО внесен принцип невмешательства совета в оперативную деятельность исполнительного органа.

Следовательно, заседания совета директоров должны быть посвящены рассмотрению и оценке промежуточных результатов деятельности АО в соответствии с поквартальными ориентирами, утвержденными советом в годовом плане.

О регулярных ежегодных вопросах

Совет директоров обязан ежегодно утверждать годовые планы АО, подготовленные исполнительным органом, рассматривать годовые отчеты исполнительного органа собранию акционеров, но во многих компаниях отчет собранию предоставляет исполнительный орган АО - генеральный директор, а совет директоров о своей работе перед собранием не отчитывается. Отчет о работе совета фактически заслушивает сам совет. Он не долеж дублировать отчетность исполнительного органа. Отчет должен быть посвящен оценке соответствия деятельности АО стратегическим ориентирам и роли совета директоров в стратегическом планировании и контроле.

Кроме этого **совет директоров должен ежегодно рассматривать вопрос о вознаграждениях исполнительному органу и членам совета по итогам года.**

Из-за их "деликатного" характера, эти вопросы следует рассматривать совместно с обсуждением проекта годового отчета в период подготовки к годовому собранию акционеров.

**В работе совета директоров необходимо также учитывать специфику АО как холдинга** (если таковая имеется), т.е. в повестку следует внести рассмотрение вопросов управления дочерними и зависимыми обществами.

О стратегических и чрезвычайных вопросах

В соответствии со ст. 65 закона "Об акционерных обществах" **к исключительной компетенции совета директоров относится "определение приоритетных направлений деятельности общества".**

рекомендуем внести в план работы совета вопрос об утверждении среднесрочной или долгосрочной (если получится) стратегии на период от 3 до 5 лет. Этот документ должен включать в себя перечень направлений деятельности компании и оценку их приоритетов, поскольку несколько направлений не могут иметь наивысший приоритет.

После принятия указанного документа **в повестку каждого заседания совета следует включать детальное рассмотрение отдельных направлений деятельности АО, отраженных в стратегическом документе.**

Решения совета директоров по этим направлениям могут принимать форму соответствующих политик. Например, "о кадровой политике" и т.п. Политика должна отвечать не на частные, а на принципиальные вопросы.

При периодичности заседаний 4 раза в год совет директоров в плановом порядке может рассмотреть в среднем 4 политики в год. Если самих политик в соответствии с ключевыми областями управления будет 6-8, то каждая из них будет повторно рассматриваться примерно один раз в 1,5-2 года.

**В повестку каждого заседания рекомендуется включать не менее одного стратегического вопроса, связанного с контролем исполнения стратегического плана**

**2.3. Организация заседаний совета**

В связи с невысокой частотой заседаний возрастают требования к интенсивности и к результативности работы членов совета.

Каждое заседание должно быть посвящено одному краткосрочному вопросу, одному – стратегическому.

Не стоит забывать о дисциплинирующем правиле: **на каждом заседании необходимо доводить до сведения членов совета информацию о выполнении предыдущих решений**

Также необходимо **организовывать заседания совета в "режиме максимального погружения" его членов в проблематику рассматриваемых вопросов.**

Возможно, в регламенте заседания имеет смысл отводить на углубленное рассмотрение вопросов больше времени: квартальные отчеты - 1-1,5 ч, стратегические вопросы - 1,5-2,5 ч, годовые вопросы - примерно 1,5-2 ч. Прочие вопросы - до 1 ч.

Общая продолжительность заседания составит примерно 5-7 часов.

На заседания, посвященные специальным вопросам, рекомендуется приглашать тщательно подобранных и имеющих авторитет по соответствующим темам внешних экспертов: ученых, преподавателей, практиков.

Это позволит создать при АО некое подобие "независимого экспертного совета", и сохранить при этом конфиденциальность.

**2.4. Подготовки вопросов к заседаниям совета директоров**

Особую роль в подготовке вопросов отводят секретарю совета, которому должна быть оказана соответствующая поддержка.

Основные принципы подготовки материалов:

* **Подготовка всех материалов в электронной форме,** позволяющая оперативно пересылать их по электронной почте
* **Своевременность подготовки материалов.**
* **Полнота представленных материалов.** Недопустимо, чтобы докладчик на заседании
* **достаточность) материалов.** Несолидно, когда докладчик перегружает членов совета непринципиальными деталями.
* **Аналитичность материалов.** Материалы должны подаваться в форме, облегчающей анализ. Несолидно, когда данные отчета невозможно сравнить с планом и с базовым периодом.
* **Грамотное оформление.** Несолидно, когда членам совета раздают листочки, из которых непонятно к какому вопросу повестки относится материал и кто его автор.
* **Наличие проекта решения совета директоров по вопросу.** Формулировка проекта решения должна не только указывать на "принятие к сведению", но и содержать рекомендации исполнительному органу.

**Применение вышеперечисленных принципов позволит сформировать "регулярный" план работы совета.**

**Глава III**

Практика: «Максимализация рыночной стоимости компании, как основной критерий эффективности вертикальной интеграции (на примере ОАО НК «Лукойл»)

Важнейшим критерием эффективности проводимой компанией вертикальной интеграции является ее способность в процессе дальнейшего функционирования в долгосрочном плане создавать стоимость. Вертикально интегрированная акционерная компания должна получать отдачу на инвестированный капитал, т.е. рентабельность вложенного капитала должна быть равна или быть больше затрат на привлечение капитала. В противном случае компания уничтожает стоимость.

Метод дисконтированных денежных потоков (Disconted Cash Flow – DCF) создает полную картину всех факторов, влияющих на стоимость компании. При оценке будущих денежных потоков предприятия учитывается ставка дисконта, отражающая присущий ему риск.

Дополнительным критерием служат рентабельность инвестированного капитала относительно средневзвешенных затрат на капитал и темпы роста компании.

До тех пор, пока рентабельность вложенного капитала превосходит средневзвешаные затраты на капитал, являющийся ставкой дисконта, равняющий для денежного потока, более высокие темпы роста ведут к созданию большей стоимости.

Рентабельность инвестированного капитала и доля прибыли, которую компания направляет на свое развитие, служит основой формирования свободного денежного потока, а его величина влияет на стоимость акционерной компании. Этот показатель является важным для анализа прежде всего потому, что в нем отражается логическая согласованность между числителем и знаменателем, например, если включить какой-то актив в инвестированный капитал, то доход, связанный с этим активом, должен входить в NOPLAT.

Рентабельность инвестированного капитала (ROIC) определяется следующим образом: ROIC =NOPLAT/IC (1.1.) где IC – инвестированный капитал; NOPLAT – средний (нормализованный) уровень чистой операционной прибыли – все не учтенные при ее исчислении налоговые платежи.

NOPLAT является показателем чистой операционной прибыли компании от основной деятельности за вычетом скорректированных налогов. Этот показатель получают на основе показателей EBIT – это прибыль от основной деятельности, которую компания получила бы, не имея она долга. При расчете EBIT вычитают амортизацию основных средств.

IC представляет собой сумму оборотных средств в основной деятельности, чистых основных средств и чистых прочих активов.

В развитых странах оценка эффективности инвестиций основывается на определении денежных потоков предприятия (cash flow) т.е. реальных денежных поступлений (cash inflow) и денежных расходов (cash outflow). Краеугольным камнем экономического анализа является прогнозирование денежных потоков предприятия, а не прибыль от деятельности.

Следовательно, важнейшей задачей руководства предприятия является контроль за реальными денежными суммами, привлекаемыми из бизнеса, а для серьезного анализа и долгосрочного прогнозирования – разработка концепции эффективности бизнеса, по которой можно с достаточной степенью точности определить будущие денежные потоки.

Поэтому оценку эффективности бизнеса следует производить на основе фактических денежных поступлений и отчислений, т.е. денежных потоков за конкретный период времени, а в целях обеспечения сопоставимости разновременных платежей использовать дисконтирование денежных потоков по ставке требуемой, минимально приемлемой доходности на вложенный капитал – по определенной ставке дисконта.

Свободный денежный поток компании (FCF) – это ее реальный денежный поток от основной деятельности, т.е. суммарный посленалоговый денежный поток, формируемый компанией, на который могут претендовать кредиторы и акционеры.

FCF=TCF-TI, где TCF – валовый денежный поток, (1.2)

TI – валовые инвестиции.

FCF = (NOPLAT+A) - (ChWC + CapEx) = NOPLAT – NI, (1.3)

где NOPLAT – средний (нормализованный) уровень чистой операционной прибыли – все не учтенные при ее исчислении налоговые платежи, изымаемые из денежных потоков фирмы; А – амортизация;

ChWC – прирост оборотных средств;

NI – чистые инвестиции.

Особую роль в формировании стоимости компании играют ожидания, связанные с будущим созданием стоимости.

Очень важно правильно определить свободный денежный поток, чтобы ни в коем случае не допустить несоответствия между денежным потоком и ставкой дисконтирования, используемой для расчета стоимости компании.

Перечислим основные экономические показатели, необходимые для расчета свободного денежного потока:

1. **Валовый денежный поток** – это совокупный поток денежных средств, создаваемый компанией,. Сумма, доступная для реинвестирования в поддержание и развитие бизнеса.
2. **Изменение оборотных средств** – это сумма, которую компания инвестирует в операционные оборотные средства за период. Рабочий капитал равен разнице между чистым текущим активом (текущие активы – сумма денежных средств и краткосрочных финансовых вложений) и чистыми текущими пассивами (текущие пассивы – краткосрочные кредиты и займы).
3. **Капитальные затраты –** расходы на приобретение новых и замещение старого недвижимого имущества, производственных помещений и оборудования (т.е. долгосрочных материальных активов). Величину капитальных затрат можно расчитать, пользуясь балансом и отчетом о прибылях и убытках, как прирост чистых основных средств плюс амортизационные отчисления за период.
4. **Валовые инвестиции –** это сумма всех расходов компании на новый капитал, включая оборотные и основные средства, а также прочие активы[[1]](#footnote-1).

Средневзвешаные затраты на капитал (WACC) выступают в роли ставки дисконтирования (т.к. представляют собой временную стоимость денег), посредством которой вычисляется приведенная стоимость денежных потоков компании. Показатель WACC представляет собой стоимость всех источников долгосрочного финансирования бизнеса.

При выборе ставки дисконтирования будем руководствоваться стоимостью капитала компании. Фактически, это ставка доходности, которую стремятся получить кредиторы на вложенный капитал.

Различные проекты и предприятия имеют разные факторы риска. Следствием вертикальной интеграции является сокращение несистематических рисков. А концентрация рисков на конкретном крупном инвесторе (например, холдинговой компании) и совокупное снижение несистематических рисков ведет к увеличению стоимости компании, особенно в долгосрочной перспективе.

При проведении оценки эффективности вертикальной интеграции возникает вопрос: что первично – финансовые или финансовые оценки? В нефтяной промышленности анализ возможностей должен проводится раньше, чем финансовые расчеты, так как корректность финансовой концепции зависит не только от ее обоснованности, но и от того, какими данными о состоянии нефтяной отрасли, от имеющихся ресурсах компании, о ее производственной мощности, о спросе на производимую продукцию.

Аналитики полагают, что определение стоимости компании с помощью модели дисконтированных денежных потоков является одним из лучших механизмов оценки эффективности вертикальной интеграции в нефтяной промышленности, т.к. позволяет учесть долгосрочные перспективы деятельности компании и потенциал роста ее денежных потоков.

Для применения стоимостного подхода, базирующегося на модели дисконтированных денежных потоков компании (DCF) важно определить приведенную стоимость денежного потока в течение определенного прогнозного периода (для нефтяной промышленности оптимальным является 10 лет, что связано с чрезвычайно капиталоемкостью этого бизнеса), а также приведенную стоимость денежного потока постпрогнозного периода. (Terminal Value). Правильно оценить стоимость денежного потока постпрогнозного периода является очень важным, т.к. на ее долю приходится 55% и выше совокупной стоимости компании.

Такой высокий удельный вес Terminal Value обусловлен высокими капиталоемкими затратами и вовлечением оборотных средств на начальном этапе функционирования предприятия и осуществления проекта, что в будущем принесет значительное увеличение денежного потока. Существуют различные методики расчета Terminal Value: долгосрочный прогноз, формула бессрочного растущего денежного потока, формула факторов стоимости, формула факторов стоимости и формула трех стадий роста.

Формула бессрочного растущего свободного денежного потока основана на том, что свободный денежный поток компании растет постоянными темпами g, следовательно:

Terminal Value = CF1/r-g, (1.4.), где CF1 – свободный денежный поток в первый постпрогнозный год;

r – средневзвешаные затраты на капитал;

g – ожидаемые темпы роста свободного денежного потока.

Формула факторов стоимости основана на формуле бессрочного растущего свободного денежного потока, но учитывая влияние факторов стоимости – темпов роста и рентабельности инвестированного капитала (ROIC)

Terminal Value = NOPLAT1 \* (1-g/ROIC)/(r – g), (1.5), где r – средневзвешаные затраты на капитал;

g – ожидаемые темпы роста NOPLAT;

ROIC – рентабельность инвестированного капитала;

NOPLAT1 – нормальный уровень прибыли от основной деятельности за вычетом скорректированных налогов в первый постпрогнозный год.

Когда рассчитана Terminal Value, можно определить итоговую оценочную стоимость компании Eguity Value (EV), которая равна:

EV=TCV + I – ND (1.6)

, где TCV – общая корпоративная стоимость компании;

I - стоимость инвестиций;

ND – стоимость чистого долга.

После вычисления средневзвешенных затрат на капитал (WACC) определяется дисконтирующий множитель, позволяющий расчитать текущую стоимость свободных денежных потоков компании (PV of FCF).

Аналитики прогнозируют ежегодные темпы роста денежных потоков компании, которые не могут превышать средние темпы роста экономики страны в целом. Темп роста, обозначаемый g, наряду с показателем средневзвешенных затрат на капитал (V), участвуют в так называемой формуле Гердона для определения стоимости постпрогнозного периода.

TV = (FCF1\*(1 +g)) / (r – g) (1.7)

Эта формула представляет собой упрощенное алгебраическое выражение суммы бесконечного ряда с постоянными r и g.

Рассчитанные с помощью модели DCF основные экономические показатели для компании «Лукойл» представлены в таблице 1.

Модель дисконтированных денежных потоков (DCF) компании «Лукойл» ($US, млн.).

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 2001 г\* | 2002 п\* | 2003 п | 2004 п | 2005 п | 2006 п | 2007 п | 2008 п | 2009 п | 2010 п |
| Свободный денежный поток | (273) | 887 | 1572 | 1364 | 1117 | 1387 | 1664 | 1916 | 2144 | 2372 |
| WACC (%) | 14 | 14 | 13.7 | 13.3 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| Прогнозный год | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| Приведенная стоимость будущих денежных потоков (CPV of FCF) | (273) | 778 | 1217 | 937 | 685 | 753 | 799 | 814 | 806 | 790 |
| Кумулята PV of FCF |  | 778 | 1995 | 2932 | 3617 | 4370 | 5169 | 5983 | 6790 | 7579 |

|  |  |
| --- | --- |
| Комулятивная приведенная стоимость будущих ден. Поток. | 7579 |
| Рост будущих денежных потоков (%) | 4 |
| Стоимость постпрогнозного периода (Terminal Value) | 9128 |
| Terminal Value (как % общей корпоративной стоимости) | 55% |
| Общая корпоративная стоимость | 16707 |
| + стоимость инвестиций | 416 |
| - чистый долг (2003) | 1825 |
| Стоимость компании | 15298 |
| Число акций (млн. шт.) | 850,6 |
| Стоимость на акцию, цена акции ($US) | 17,98 |

Источник: данные компании, CSFB

\* 2001 г – фактические данные за 2001 год, 2002 п, 2003 п и т.д. – прогнозируемые данные на 2002, 2003 – до 2010 г.

Таким образом, запланированная намеченная цена акций «Лукойл» на 12 месяцев вперед с использованием модели дисконтированных денежных потоков составляет 18 долл. США.

Другие подходы к оценке Terminal Value связаны с расчетом ликвидационной стоимости и основаны на 2-х коэффициентах: цена/прибыль и рыночная/балансовая стоимость.

В основе наиболее популярного метода – метода коэффициента цена/прибыль (Price/Earning ratio – P/E) лежит предположение о том, что стоимость компании кратна ее будущим прибылям в постпрогнозный период.

Но возникает вопрос: можно ли применять эту формулу, формулу Гердона, для расчета стоимости современной российской нефтяной компании в действующих условиях рынка?

В нефтяном бизнесе период отдачи на инвестиционный капитал значительно больше, чем для многих других видов бизнеса, например, торговли, недвижимости, фармацевтики и даже электроэнергетики. Период прогнозирования ден. потоков должен охватывать срок до 10 лет. Это обусловлено многими технологическими особенностями нефтяной промышленности.

**Список литературы.**

1. Коуклед. Т., Коллер Т., Миррин Д. Стоимость компании: оценка и управление. М., Зао «Олимп-бизнес», 2000 г.
2. Кендалл М., Стюарт А. Развитие теории статистики. Лондон, Чарльз-Гриффинд. 1966.
3. Нортон С.В. Вертикальные интеграции и систематика риска: теоретическая экономика. 1993.
4. Бачеле Л. Анализ и теория предложения. 1910.
5. Самэльсон П.А. Рациональная теория, гарантирующая цену: промышленный менеджмент. 1965г.
6. Виханский О.С., Наумов А.И. Менеджмент. «Гардарика», 2002.
7. Гражданский кодекс РФ с изменениями и дополнениями по состоянию на 15 апреля 1997 г. Часть I разд 1.
8. Журнал «Менеджмент в России и за рубежом», №6, 2002 г.
9. Журнал «Управление персоналом», №9 (86), 2003 г.

1. Коуклед. Т., Коллер Т., Миррин Д. Стоимость компании: оценка и управление [↑](#footnote-ref-1)