

## ОЦЕНКА СТОИМОСТИ НИЗКОЛИКВИДНЫХ АКЦИЙ ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ (на примере ОАО «Мосэнерго»)

ПОМЕЛЬНИКОВ А.Г., асп.

Представлен анализ факторов, определяющих рыночную стоимость акций энергетических предприятий. Обосновываются наиболее приемлемые методы оценки стоимости акционерного капитала энергокомпаний. Произведен расчет обоснованной рыночной стоимости обыкновенных акций ОАО «Мосэнерго».

**Ключевые слова:** рыночная стоимость акций, инвестиционная привлекательность.

## THE COST ESTIMATING OF LOW MARKETABLE POWER INDUSTRY COMPANY STOCKS (BY THE EXAMPLE OF «MOSENERGO» PC)

POMELNIKOV A.G., postgraduate

The article analyzes the factors influencing the market stock value of power industry companies. The most desirable methods of capital stock cost estimating of power enterprise are given. The article contains the calculation of ordinary stock «Mosenergo» PC market value.

**Key words:** market stock value, investment attractiveness.

Российский рынок акций является в настоящее время формирующимся, его становление связано с выбором приоритетов в пользу российского или иностранного капитала, защитой от финансовых кризисов и преодолением их последствий, разработкой практических рекомендаций по управлению рисками.

В настоящее время процесс управления стоимостью акций не находит широкого применения в практической деятельности компаний-эмитентов. Это ведет к искажению стоимости акций, создавая возможность злоупотреблений при переходе прав собственности на них, ущемлению законных прав и интересов акционеров-инвесторов. В этих условиях управление рыночной стоимостью акций и выявление факторов, влияющих на ее формирование, – это основная задача в процессе становления полноценного фондового рынка как инструмента привлечения инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики и, в частности, в электроэнергетику.

Отсутствие эффективных методов управления и недостаточное освещение в литературе механизмов формирования рыночной стоимости акций обуславливают их актуальность для российской экономики.

Проводимая сегодня реформа электроэнергетики имеет своей целью формирование финансовоустойчивых отраслевых компаний, способных конкурировать на рынках электроэнергии и услуг и привлекать инвестиции для своего развития. Достижение указанных выше целей потребует решения целого ряда задач, одной из которых является формирование рыночной стоимости акций энергокомпаний.

Характерной особенностью рынка акций электроэнергетики является достаточно огра-

ниченный круг инвесторов. В отличие от рынка акций мелких и средних приватизированных предприятий, покупателями ценных бумаг предприятий электроэнергетики являются главным образом западные финансовые структуры, формирующие из недооцененных российских ценных бумаг рискованную часть своих инвестиционных портфелей. Повышенный интерес инвесторов к акциям электроэнергетических предприятий обусловлен их существенной финансовой недооценкой. Поэтому актуальным является вопрос формирования методики определения и управления рыночной стоимостью акций энергетических предприятий, а также разработка процедуры переоценки недооцененных акций этих компаний.

Прежде всего необходимо определить всю совокупность факторов, определяющих рыночную стоимость акций энергетических предприятий. Для этого целесообразно данные факторы разделить на две группы: факторы макроуровня и факторы микроуровня.

*Факторы макроуровня* охватывают политические, экономические, правовые, инфраструктурные, социокультурные и морально-этические особенности страны – местоположения компании-эмитента, состояние отрасли, в которой функционирует компания-эмитент;

*Факторы микроуровня* охватывают финансово-экономическое состояние бизнеса компании, ее производственный потенциал, конкурентную среду, в которой она работает, ее корпоративную и организационную структуру управления, а также особенности обращения акций: условия распределения акционерного капитала, размер пакета акций и его контрольность, влияние государства, выступающего в качестве акционера, соблюдение (нарушение)

законных прав и интересов акционеро-инвесторов, тип акций, входящих в пакет, и др.

Следовательно, рыночная стоимость акций российских компаний – это паритет цен между продавцами и покупателями акций, причем верхняя граница стоимости определяется и формируется факторами макроуровня, характеризующими финансово-экономическую ситуацию в стране, а нижняя граница стоимости акций формируется стоимостью активов, финансово-экономическим положением и перспективами развития бизнеса компании-эмитента, корректируясь на факторы микроуровня.

Ниже предложена методика определения рыночной стоимости неликвидных и низколиквидных акций энергетических предприятий.

Алгоритм определения рыночной стоимости акций включает следующие этапы:

1. Выбор объекта оценки:

а) определяется предприятие – ОАО «Мосэнерго»;

б) определяется тип акций – обыкновенные;

в) определяется размер пакета акций – 812274000 обыкновенных акций;

г) определяется дата, на которую будет проводиться оценка, – 5 ноября 2006 года.

2. Аудит и диагностику финансово-хозяйственной деятельности предприятия, в ходе которых формируются следующие документы:

а) аудиторское заключение о правильности (неправильности) ведения бухгалтерского учета и соответствии учетных документов производственно-хозяйственной деятельности предприятия;

б) аудиторское заключение о состоянии запасов сырья;

в) заключение о текущем финансово-экономическом и производственном состоянии;

г) заключение о перспективах развития бизнеса предприятия.

3. Выстраивание прогнозного отчета о прибылях и убытках с учетом полученных данных аудиторской проверки и диагностики деятельности предприятия:

а) рассчитывается совокупная остаточная стоимость активов предприятия;

б) формируется прогнозный отчет о прибылях и убытках и прогнозный отчет о движении денежных средств (cash flow);

в) определяется прогнозная стоимость извлекаемых запасов природных ресурсов.

4. Выбор методов, используемых для определения рыночной стоимости акций (доходный подход, затратный подход, рыночный подход).

5. Проведение процедуры определения 100 % рыночной стоимости акций по каждому из выбранных методов (все данные взяты из баланса ОАО «Мосэнерго» за 2005 г.).

А. Доходный подход:

• Метод дисконтирования будущих денежных потоков, который основан на определении текущей стоимости будущих денежных поступлений компании:

$$C = \frac{\sum_{k=1}^y Dk * \frac{1}{(1+I)^k} + Vocст}{A} = \frac{2081926000 * \frac{1}{(1+0,11)} + \frac{2207693000}{0,11} * \left(\frac{1}{1,11}\right)}{812274000} = 24,54 \text{ руб.}$$

где С – стоимость акции; Dk – денежный поток (поток чистой прибыли) за один временной интервал; А – количество эмитированных обыкновенных акций; у – требуемое количество интервалов расчета; К – номер отчетного временного интервала; I – ставка дисконта; Vocст – остаточная стоимость акции в постпрогнозный период.

Итак, согласно доходному подходу, стоимость одной акции ОАО «Мосэнерго» составляет 24,54 руб.

• Метод капитализации денежных потоков, который основан на определении величины ежегодных чистых доходов (прибыли) компании и соответствующей этим доходам нормы капитализации. Стоимость акции = ежегодный чистый доход (прибыль) × коэффициент капитализации/количество эмитированных акций. Коэффициент капитализации определяется как отношение собственного капитала к сумме используемых средств:

– по чистой прибыли

$$\text{Стоимость акции} = \frac{2081926000 * \frac{28249360000}{1498120000 + 10545886000}}{812274000} = 6,012 \text{ руб.}$$

– по налогооблагаемой прибыли

$$\text{Стоимость акции} = \frac{3155715000 * \frac{28249360000}{1498120000 + 10545886000}}{812274000} = 9,112 \text{ руб.}$$

Более показательным является расчет по налогооблагаемой прибыли, поскольку чистая прибыль в данном случае представляет собой достаточно условный параметр, так как налогообложение не опирается на результаты деятельности предприятия.

Б. Затратный подход не использовался при расчетах, так как переоценка фондов компании не производилась, и достаточно объективно оценить износ не представляется возможным.

В. Рыночный подход:

• Метод компании аналогов, который основан на использовании цен, сформированных

открытым фондовым рынком. Базой для сравнения служит цена на 1 акцию компании, котируемой на рынке. В качестве аналога рассмотрим ОАО «Ленэнерго», так как данные компании соизмеримы по объему выработки электроэнергии. Итак, стоимость одной акции ОАО «Ленэнерго» составляет 17,29 руб. за одну акцию.

6. Проведение интегральной оценки стоимости 100 % акций на основе полученных результатов по каждому из выбранных методов. Для этого рассчитаем коэффициент взвешивания, который определяется как частное от деления одного результата на сумму всех полученных, т.е. стоимость одной акции разделим на сумму всех полученных:

$$а) \frac{24,54}{24,54 + 6,012 + 9,112} * 100\% = 62\%;$$

$$б) \frac{6,012}{24,54 + 6,012 + 9,112} * 100\% = 15\%;$$

$$в) \frac{9,112}{24,54 + 6,012 + 9,112} * 100\% = 23\%.$$

7. Определение стоимости выбранного пакета пропорционально полученной интегральной оценке 100 % акций:

$$24,54 * 62\% + 6,012 * 15\% + 9,112 * 23\% = 18,21 \text{ руб.}$$

8. Определение корректировок-факторов (скидки «-» \ надбавки «+») к полученной стоимости пакета акций:

а) финансово-экономическое состояние бизнеса компании (прогнозируя стабильное финансово-экономическое состояние бизнеса компании, учитывая фактор корректировки +5 %);

б) ликвидность (недостаточную ликвидность) акций (поскольку мы не можем спрогнозировать объем торгов акциями и спред между спросом и предложением, то значение корректировки возьмем до -20 %);

в) отраслевые особенности компании (из отраслевых факторов следует выделить наличие платежеспособных потребителей на продукцию отрасли, фактор корректировка -5 %);

г) страновые особенности компании +5 %.

9. Определение стоимости пакета акций с учетом полученных корректировок – стоимости, наиболее близкой к рыночной, рекомендуемой продавцу и покупателю акций. Итак, стоимость пакета акций ОАО «Мосэнерго» с учетом полученных корректировок равна 15,47 руб.

Таким образом, по данной методике определена стоимость обыкновенной акции энергокомпании, которая находится в диапазоне от 15,47 руб. до 16,98 руб. за одну акцию в зависимости от метода расчета.

Для управления рыночной стоимостью акций энергетических предприятий необходимо реализовать комплекс мероприятий, которые позволят повысить капитализацию компании и ликвидность акций.

Можно выделить внутренние и внешние методы управления рыночной стоимостью акций. Внутренние методы направлены на оптимизацию эффективности работы акционерного капитала компании и повышение прозрачности бизнеса, а внешние методы направлены на поддержание курса акций через операции на фондовом рынке, на повышение имиджа компании и привлекательности ее акций среди участников рынка.

Программа по управлению рыночной стоимостью акций включает мероприятия стратегического и тактического характера.

Стратегические мероприятия предусматривают комплексную диагностику, анализ и оптимизацию:

- производственно-хозяйственной и сбытовой деятельности компании;

- системы планирования и управления организационной и корпоративной структурой компании;

- системы бюджетного, управленческого, финансового и налогового учетов.

Тактические мероприятия предусматривают регулярный мониторинг, аудит и контроллинг вышеуказанных направлений после реализации стратегических мероприятий в целях поддержания на прежнем уровне (как минимум) и улучшения (как максимум) достигнутых результатов.

Процесс реализации стратегических и тактических мероприятий должен быть направлен:

- на совокупное увеличение настоящих и будущих потоков денежных средств, потоков чистой прибыли компании;

- сокращение производственных и непроизводственных расходов;

- повышение показателей эффективности деятельности компании в целом, отдельных видов деятельности, ее структурных подразделений, деловых единиц.

Реализация стратегических мероприятий повышает эффективность работы акционерного капитала и увеличивает генерируемую компанией добавленную стоимость, влияя на увеличение рыночной стоимости ее акций. Реализация тактических мероприятий поддерживает полученные результаты на достигнутом уровне, позволяя отслеживать все изменения, происходящие в компании и в ее подразделениях.

В процессе реализации стратегических мероприятий компания должна обследовать все свои структурные подразделения, дочерние и зависимые компании, а также деловые единицы на предмет эффективности их деятельности и ответить на два вопроса: «Укладывается ли деятельность структурных единиц в общую стратегию компании?» и «Удовлетворяют ли компанию показатели эффективности

деятельности структурных единиц?». В случае получения отрицательного ответа необходимо либо провести реорганизацию, изменив стратегию отдельных единиц, либо продать указанные подразделения, очистив рыночную стоимость компании от «балласта», который не добавляет, а лишь «проедает» стоимость. Кроме того, необходимо постоянно контролировать эффективность использования заемного капитала. Если заемный капитал инвестируется в производство с рентабельностью меньше, чем стоимость привлеченного капитала, то его использование не только не приносит

пользу, а наносит неисправимый вред компании, уменьшая ее стоимость.

Таким образом, в основе управления рыночной стоимостью акций лежит управление объемами совокупных потоков настоящей и будущей прибыли компании, а это достигается увеличением выручки, увеличением нормы прибыли и повышением рентабельности акционерного капитала. Это влияет на увеличение их инвестиционной привлекательности и, как следствие, рыночной стоимости и ликвидности.

Помельников Алексей Геннадьевич,  
ГОУВПО «Ивановский государственный энергетический университет имени В.И. Ленина»,  
аспирант кафедры экономики и организации предприятия,  
телефон (4932) 26-97-64.