

Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»
Институт управления бизнес-процессами и экономики
Кафедра «Экономика и организация предприятий энергетического
и транспортного комплексов»

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой
_____ Е. В. Кашина
« ____ » _____ 2017 г.

БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА

38.03.01.03.09 «Экономика предприятий и организаций (нефтяная и газовая
промышленность)»

**Оптимизация финансовой структуры капитала в системе управления
стоимостью предприятия (на примере ПАО «Газпром»)**

Пояснительная записка

Руководитель _____ ст. преподаватель кафедры В. В. Девина
подпись, дата

Выпускник _____ А. Е. Володина
подпись, дата

Нормоконтролер _____ К. А. Мухина
подпись, дата

Красноярск 2017

Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение
высшего образования
«СИБИРСКИЙ ФЕДЕРАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»
Институт управления бизнес-процессами и экономики
Кафедра «Экономика и организация предприятий энергетического
и транспортного комплексов»

УТВЕРЖДАЮ
Заведующий кафедрой
_____ Е. В.
Кашина
« ____ » _____ 2017
г.

**ЗАДАНИЕ
НА ВЫПУСКНУЮ БАКАЛАВРСКУЮ РАБОТУ
в форме бакалаврской работы**

Студенту Володиной Анне Евгеньевне

Группа УБ13-03

Профиль подготовки 38.03.01.03.09 «Экономика предприятий и организаций (нефтяная и газовая промышленность)»

Тема выпускной бакалаврской работы: «Оптимизация финансовой структуры капитала в системе управления стоимостью предприятия (на примере ПАО «Газпром»)»

Утверждена приказом по университету № 2839/с от 06.03.2017г.

Руководитель выпускной бакалаврской работы: В.В. Девина, старший преподаватель кафедры «Экономика и организация предприятий энергетического и транспортного комплексов» ИУБПЭ СФУ

Исходные данные для ВКР:

- бухгалтерская и финансовая отчетность ПАО «Газпром»;
- нормативные документы;
- производственно-экономические и финансовые показатели и сведения о работе ПАО «Газпром».

Перечень разделов ВКР:

- исследование проблем и подходов к управлению эффективностью предприятия;
- проведение оценки внутренней и внешней среды ПАО «Газпром»;
- разработка мероприятий по оптимизации структуры капитала в системе рыночной стоимости ПАО «Газпром».

Перечень презентационного материала: предмет, объект, цели и задачи бакалаврской работы; управление стоимостью предприятия; бизнес модель ПАО «Газпром»; динамика производства и реализации продукции; показатели финансового состояния объекта исследования (имущественное положение компании, платежеспособность, рентабельность); динамика структуры капитала; разработка предложений по оптимизации структуры капитала в системе управления стоимостью предприятия.

Руководитель ВКР

подпись

В.В. Девина

Задание принял к исполнению

подпись

А. Е. Володина

« ____ » _____ 2017

РЕФЕРАТ

Выпускная квалификационная работа по теме «Оптимизация финансовой структуры капитала в системе управления стоимостью предприятия (на примере ПАО «Газпром»)» содержит 116 страниц текстового документа, 2 приложения, 56 использованных источников, 20 листов презентационного материала.

СТРУКТУРА КАПИТАЛА, ПРЕДПРИЯТИЯ НЕФТЯНОЙ И ГАЗОВОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ, ОЦЕНКА СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ, ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЕКТ.

Объект исследования - Публичное акционерное общество «ГАЗПРОМ» (ПАО «Газпром»).

Предмет исследования - процесс влияния структуры капитала на стоимость предприятия.

Цель бакалаврской работы - разработка мероприятий по совершенствованию управления стоимостью предприятия на основе оптимизации финансовой структуры капитала.

Задачи:

- проанализировать стоимость предприятия в концепции эффективности управления бизнесом;
- провести оценку финансовой деятельности ПАО «Газпром»
- разработать комплекс мероприятий, направленный на повышение рыночной стоимости ПАО «Газпром», провести оценку предложенных мероприятий.

Практическая значимость работы заключается в том, что разработанные рекомендации направлены на совершенствование системы управления финансовой структурой капитала и повышение стоимости предприятия. Они основаны на корректировке средневзвешенной стоимости капитала и увеличении стоимости предприятия в ходе инвестиционного процесса.

СОДЕРЖАНИЕ

<u>Введение</u>	6
<u>1 Проблемы и подходы к управлению эффективностью предприятия</u>	9
<u>1.1 Стоимость предприятия в концепции эффективности управления бизнесом</u>	9
<u>1.2 Сравнительный анализ методов оценки экономической эффективности предприятия</u>	25
<u>1.3 Формирование рыночной стоимости предприятия в инвестиционном процессе</u>	33
<u>2 Оценка внутренней и внешней среды ПАО «Газпром»</u>	44
<u>2.1 Анализ и оценка развития нефтегазовой отрасли</u>	44
<u>2.2 Характеристика ПАО «Газпром» во внешнем бизнес-окружении</u>	Ошибка! Закладка не определена.
<u>2.3 Оценка финансовых показателей деятельности ПАО «Газпром»</u>	Ошибка! Закладка не определена.
<u>3 Разработка мероприятий по оптимизации структуры капитала в системе рыночной стоимости ПАО «Газпром»</u>	Ошибка! Закладка не определена.
<u>3.1 Оценка рыночной стоимости ПАО «Газпром» методом дисконтированного денежного потока</u>	Ошибка! Закладка не определена.
<u>3.2 Комплекс мероприятий, направленный на повышение рыночной стоимости ПАО «Газпром»</u>	Ошибка! Закладка не определена.
<u>3.3 Влияние проекта газификации Красноярского края на рыночную стоимость ПАО «Газпром»</u>	Ошибка! Закладка не определена.
<u>Заключение</u>	45
<u>Список использованных источников</u>	108
<u>Приложение А Бухгалтерский баланс ПАО «Газпром»</u>	53
<u>Приложение Б Отчет о финансовых результатах ПАО «Газпром»</u>	56

ВВЕДЕНИЕ

Каждый руководитель предприятия в определенный момент сталкивается с проблемой оценки стоимости своего предприятия. На сегодняшний день невозможно принимать взвешенные решения по реализации прав собственника, не учитывая рыночную стоимость предприятия, так как именно этот показатель наиболее полно отражает результаты его деятельности.

Кроме того, в определении и управлении стоимостью компании заинтересовано и само предприятие. Для нормального функционирования бизнесу необходимы финансовые ресурсы, а возможных источников только два: заемный и собственный капиталы. Для увеличения собственного капитала, прежде всего, необходимо доказать потенциальному акционеру свою инвестиционную привлекательность. Как правило, каждый инвестор вкладывает денежные средства не в проект или в предприятие, а в свои будущие доходы. Следовательно, стратегическая цель менеджмента состоит в увеличении стоимости акций или, иначе говоря, стоимости бизнеса.

Для кредиторов, наряду с историей кредитных выплат предприятия, интерес представляют данные о прямых и косвенных доходах собственников, так как эта информация позволит сделать выводы о том, насколько эффективно предприятие в прошлом использовало предоставленные ресурсы, то есть каким образом увеличивался вложенный в предприятие капитал. Если на предприятии поставлена система управления затратами, оптимизированы запасы, высокая собираемость дебиторской задолженности и предприятие работает стабильно, то риски кредитора относительно невелики, а значит, и процентная ставка ниже.

Так как увеличение стоимости предприятия - цель управления и объект планирования, то необходимо определять ее количественно. В конечном счете, мерой эффективности бизнеса является не ликвидность или рентабельность, а увеличение его «цены». Это значит, что грамотно

управляемое предприятие со временем увеличивает свою стоимость и, следовательно, растут и доходы его собственников.

Актуальность выбранной темы обусловлена тем, что по мере развития рыночных отношений потребность в оценке бизнеса постоянно возрастает, кроме того, показатель стоимости предприятия важен для всех экономических агентов.

Целью данной работы является разработка мероприятий по совершенствованию управления предприятия на основе концепции управления стоимостью.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

- проанализировать стоимость предприятия в концепции эффективности управления бизнесом;
- провести сравнительный анализ методов оценки экономической эффективности предприятия;
- проанализировать формирование рыночной стоимости предприятия в инвестиционном процессе;
- оценить развитие нефтегазовой отрасли в России на современном этапе;
- охарактеризовать ПАО «Газпром» с точки зрения внешнего бизнес-окружения;
- провести оценку финансовой деятельности ПАО «Газпром»
- оценить рыночную стоимость ПАО «Газпром» методом дисконтированного денежного потока;
- разработать комплекс мероприятий, направленный на повышение рыночной стоимости ПАО «Газпром»;
- оценить влияние проекта газификации Красноярского края на рыночную стоимость ПАО «Газпром».

Объектом исследования является предприятие ПАО «Газпром».

Предметом исследования является процесс оценки и управления стоимостью предприятия ПАО «Газпром».

Источниками для исследования послужили финансовая отчетность ПАО «Газпром» за период 2013-2015 гг., данные первичного учета, которые рассматривают и детализируют отдельные статьи баланса.

Теоретической основой исследования являются работы отечественных и зарубежных экономистов по изучаемым вопросам нефтегазовой отрасли.

Практическая значимость работы основывается на том, что проблемы, поднимаемые в данной работе, непосредственно связаны с решением задач на предприятиях нефтегазовой отрасли, их финансовым состоянием, а также, предложением основных мероприятий по совершенствованию управления стоимостью предприятия для его эффективной деятельности.

Исследования проводились с использованием общенаучных методов анализа стоимости предприятия, а также финансового состояния предприятия, экономико-математических расчетов и пр.

Бакалаврская работа состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованных источников.

Первая глава содержит теоретические аспекты анализа стоимости предприятия, а также формирования стоимости предприятия в ходе реализации инвестиционного проекта.

Вторая глава содержит экономическую характеристику предприятия и анализ финансовых показателей предприятия, анализ структуры капитала ПАО «Газпром».

Третья глава состоит из мероприятий по увеличению рыночной стоимости предприятия и оценки предложенных мероприятий.

Заключение содержит выводы по бакалаврской работе и показывает степень выполнения поставленных задач.

1 Проблемы и подходы к управлению эффективностью предприятия

1.1 Стоимость предприятия в концепции эффективности управления бизнесом

Основу методологии оценки стоимости предприятия составляет представление о предприятии как объекте гражданских прав. В ст. 132 Гражданского кодекса раскрывается содержание понятия «предприятие как имущественный комплекс». Предприятие как имущественный комплекс включает все виды имущества, предназначенного для его деятельности: земельные участки, здания и сооружения, машины и оборудование, сырье и продукцию, нематериальные активы, имущественные обязательства [28].

Оценка рыночной стоимости бизнеса означает определение в денежном эквиваленте стоимости, которая наиболее корректно отражает свойства компании как товара, то есть его полезность для потенциального покупателя и расходы, необходимые для получения определенной полезности.

Понимание предприятия как имущественного комплекса отличается от понятия «бизнес». В экономической теории принято считать, что бизнес - это действующее предприятие и его стоимость выше стоимости имущественного комплекса на размер величины неосязаемых активов, неотделимых от кадрового потенциала компании (налаженные каналы связи и взаимоотношения с клиентами, поддержка государственных органах и другие нерегистрируемые активы).

Бизнес - это предпринимательская деятельность, целью которой является производство и реализация товаров, работ, услуг, или другая разрешенная законом деятельность, направленная на получение прибыли. Данной деятельностью занимается хозяйствующий субъект (физическое или юридическое лицо), которому принадлежит предприятие.

Предприятие - производственно-экономический и имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности (ст. 132 Гражданского кодекса РФ) [29].

При этом наличие неосязаемых активов позволяет повысить рыночную привлекательность фирм с отрицательным балансовым собственным капиталом.

При осуществлении оценочного процесса предприятие рассматривается как единое целое, в состав которого входят все виды имущества и права на него. Предприятие, как имущественный комплекс, включает все имеющиеся виды имущества, предназначенного для его деятельности: земельные участки, здания и сооружения, машины и оборудование, сырье и продукцию, нематериальные активы, в том числе гудвилл (в российской практике - деловая репутация), права на товарный знак, фирменное наименование, а также другие исключительные права.

Владелец бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать и завещать, т.е. бизнес (предприятие) может быть предметом сделки и является товаром, имеющим следующие особенности:

- вложения в этот товар осуществляются с целью отдачи в будущем, обеспечением определенным доходом собственника предприятия, т.е. являются инвестиционными;

- бизнес является системой, но его подсистемы и элементы могут продаваться отдельно, становясь основой формирования новой системы;

- потребность в этом товаре зависит от процессов, которые происходят как внутри самого товара, так и во внешней среде (финансовое состояние предприятия, экономическая и политическая стабильность в стране, социальные факторы и др.);

- состояние бизнеса тесно связано с состоянием экономики и общества, что влечет участие государства в регистрации, совершении сделок купли - продажи и оценке этого товара;

- финансово убыточное предприятие может положительно оцениваться рынком из-за имиджа конкретного наименования на рынке.

Процесс оценки предполагает наличие оцениваемого объекта и оцениваемого субъекта. Субъектами оценочной деятельности признаются физические лица, являющиеся членами одной из саморегулируемых организаций оценщиков и застраховавшие свою ответственность в соответствии с требованиями настоящего Федерального закона об оценочной деятельности. Профессиональные оценщики работают по заказам, поступающим от государственных органов, предприятий, банков, инвестиционных и страховых институтов, от граждан.

Объектом стоимостной оценки является любой объект собственности. При этом в расчет принимаются не только различные характеристики объекта, но и права, которыми наделен его владелец. Объекты оценки являются объектами гражданских прав, в отношении которых законодательством Российской Федерации установлена возможность их участия в гражданском обороте. При оценке бизнеса объектом выступает деятельность, направленная на получение прибыли и осуществляемая на основе функционирования имущественного комплекса предприятия. Согласно статье 132 Гражданского кодекса РФ, предприятие (организация) является объектом гражданских прав, вступает в хозяйственный оборот и участвует в хозяйственных операциях - в результате этого возникает потребность в оценке его стоимости [29].

Основными факторами, которые влияют на оценку стоимости предприятия, являются время и риск. Время получения дохода или до получения дохода измеряется интервалами или периодами. Интервал или период, может быть равен дню, неделе, месяцу, кварталу, полугодию или году. Продолжительность прогнозного периода влияет на величину рыночной стоимости, потому, что учитывается при дисконтировании. Рыночная стоимость бизнеса изменяется во времени под влиянием многочисленных факторов, поэтому она определяется только по состоянию

на конкретный момент времени. Уже через несколько месяцев она может быть иной. Следовательно, постоянная оценка и переоценка объектов необходима в условиях рыночной экономики.

Другим существенным фактором рыночной стоимости является риск - вероятность того, что доходы, которые будут получены от инвестиций в оцениваемый бизнес, окажутся больше или меньше прогнозируемых. При оценке важно помнить, что существуют разные виды риска и что ни одно из вложений в условиях рыночной экономики не является абсолютно безрисковым.

Результатом произведенной оценки является рассчитанная величина рыночной стоимости или ее модификации. Рыночная стоимость - это наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки (предприятие) может быть отчужден на открытом рынке, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, на величине цены сделки не отражаются какие либо чрезвычайные обстоятельства. Отличительной чертой рыночной оценки стоимости и одновременно обязательным требованием является ее привязка к конкретной дате [21].

При оценке бизнеса надо учитывать то, что предприятие, будучи юридическим лицом, одновременно является и хозяйствующим субъектом (ст. 48 ГК РФ), поэтому его стоимость должна учитывать кроме всего прочего, наличие определенных юридических прав - именно это является одной из особенностей бизнеса, как объекта оценки [28]. Другой немаловажной особенностью бизнеса как объекта оценки является то, что, оценивая стоимость бизнеса, определяют стоимость собственного капитала предприятия (организации) - потому как основу любого бизнеса составляет капитал, который функционирует в рамках определенных организационных структур предприятий. Поэтому, оценивая бизнес, мы определяем стоимость собственного капитала с учетом его организационно правовой формы, отраслевых особенностей и нематериальных активов, включая гудвилл (деловая репутация).

Оценку предприятия проводят в следующих целях:

- повышения эффективности текущего управления предприятием;
- принятия обоснованного инвестиционного решения;
- купли-продажи предприятия;
- установления доли совладельцев в случае подписания или расторжения договора или в случае смерти одного из партнеров;
- реструктуризации предприятия;
- разработки плана развития предприятия;
- определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании;
- страхования;
- налогообложения;
- принятия обоснованных управленческих решений;
- и в иных случаях.

Хотелось бы отметить, что существуют и обязательные случаи оценки, связанные с оценкой бизнеса (внесение вклада в уставный капитал не денежными средствами свыше 200 МРОТ, дополнительная эмиссия акций, банкротство предприятия и т.д.) [29].

Оценка стоимости предприятия осуществляется в соответствии с определенными принципами. Таких принципов выделяется три группы:

- принципы, основанные на представлениях собственника (полезности, ожидания);
- принципы, связанные с эксплуатацией собственности (доходности, вклада, предельной производительности, сбалансированности, пропорциональности);
- принципы, обусловленные действием рыночной среды (соотношение спроса и предложения, соответствия, регрессии, прогрессии, конкуренции, зависимости от внешней среды, изменения стоимости, экономического разделения, наилучшего и наиболее эффективного использования).

Принципы оценки должны отражать основные закономерности поведения субъектов рыночной экономики - в данном случае предприятий. Но в реальной жизни они отражают тенденцию экономического поведения субъектов рыночных отношений, а не гарантируют определенного поведения.

Для определения реального состояния дел на предприятии субъекту, проводящему оценку необходимо выяснить:

- какие цели ставит перед собой предприятие (выжить или развиваться);
- пользуется ли спросом продукция предприятия, сильна ли конкуренция, а также каково прогнозное состояние спроса и уровня конкурентной борьбы в отрасли;
- есть ли возможность повышать цену на продукцию;
- каково финансовое состояние и т.д.

При купле-продаже или реструктуризации предприятия потребность в оценке возникает во избежание споров о стоимости имущества предприятия (основных и оборотных средств) или бизнеса в целом с учетом его доходности в краткосрочном периоде и долгосрочной перспективе.

В процессе функционирования практически каждого предприятия необходима независимая оценка для управления финансами. Особенно эффективно используется оценка при кредитовании: отчет об оценке является необходимым документом для получения кредитов под залог имущества.

Как уже отмечалось, целью оценки любого объекта оценки является определение его стоимости. Виды стоимости, определяемые в ходе оценки, перечислены в стандартах оценки, обязательных к применению на территории РФ [29].

При использовании понятия стоимости при осуществлении оценочной деятельности указывается конкретный вид стоимости, который определяется предполагаемым использованием результата оценки. К ним, прежде всего, относится рыночная стоимость - наиболее вероятная цена, по которой

данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

«При определении инвестиционной стоимости объекта оценки определяется стоимость для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки» (п. 8 ФСО №2) [5].

«При определении ликвидационной стоимости объекта оценки определяется расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества» (п. 9 ФСО №2) [5].

«При определении кадастровой стоимости объекта оценки определяется методами массовой оценки рыночная стоимость, установленная и утвержденная в соответствии с законодательством, регулирующим проведение кадастровой оценки. Кадастровая стоимость определяется оценщиком, в частности, для целей налогообложения» (п. 10 ФСО №2) [5].

На сегодняшний день существенной проблемой при определении рыночной стоимости предприятия остается субъективизм оценки. Во-первых, субъекты оценки имеют собственное представление о будущих доходах. Они обладают различной информацией, пользуются разными методами прогнозирования, имеют неодинаковые профессиональные навыки и опыт, кто-то с оптимизмом смотрит в будущее, кто-то с пессимизмом. В результате прогнозные оценки будущих доходов могут сильно различаться. Во-вторых, инвесторы имеют различные требования по норме доходности, которая зависит, в том числе, от их склонности к риску.

Зависимость риска от доходности - прямая пропорциональность показана на рисунке 1.1.

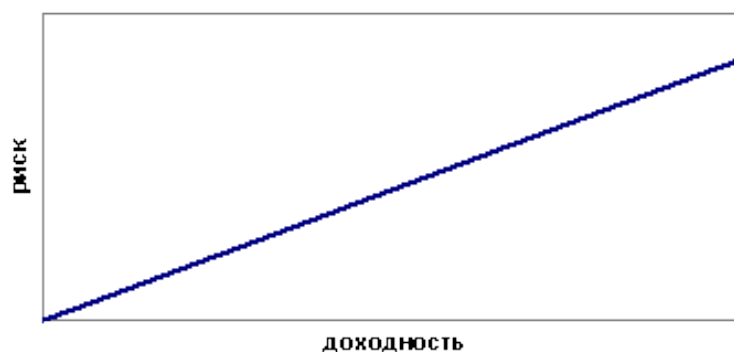


Рисунок 1.1- Зависимость риска вложений от доходности

Чем большую доходность предпочитает инвестор, тем в большей степени он должен быть готов к неполучению или недополучению этой доходности. Отсюда следуют две задачи управления инвестициями:

- получение максимальной доходности при заданном уровне риска;
- минимизация риска при установленной ставке доходности.

Однако, чаще всего, ставится иная задача, которая получила название компромисса между риском и доходностью [10]. А именно, достижение какого-то разумного соотношения между риском и доходностью. Естественно, у каждого свое понятие о «разумном соотношении», соответственно, и приемлемая норма доходности также своя.

Все это приводит к тому, что даже при равнодоступности информации, оценки рыночной стоимости бизнеса могут существенно отличаться в зависимости от субъекта оценки, что существенно затрудняет управление рыночной стоимостью.

Вывод ценных бумаг предприятий на биржу заметно облегчает процесс оценки. При этом обязанности оценщика вменяются фондовому рынку. В этом случае, стоимость бизнеса складывается как результат соотношения спроса и предложения ценных бумаг предприятия на бирже.

Там же справедливо замечено, что в современных реалиях эффективность менеджмента оценивают по другим показателям, например, по рентабельности инвестиций, совокупному доходу на акцию с учетом

дивидендов и т.д. То есть на лицо попытки ориентироваться при управлении рыночной стоимостью на несколько взаимоувязанных показателей: прибыль, стоимость активов, сумма выплаченных дивидендов плюс капитализация. Именно во взаимосвязи основных показателей деятельности должен быть построен современный инструментарий управления рыночной стоимостью.

Рассмотрим недостатки показателя «рыночной стоимости предприятия». Во-первых, не все предприятия торгуются на рынке. Способность свободно менять своих владельцев зависит от организационно-правовой формы предприятия. Наиболее приспособленными к «купле-продаже» являются открытые акционерные общества, акции которых могут свободно обращаться на финансовом рынке. Однако потребность в управлении рыночной стоимостью субъектов отличных от АО организационно-правовых форм не становится меньшей. К тому же, акции далеко не всех открытых акционерных обществ обращаются на фондовом рынке, что также затрудняет процесс оценки стоимости бизнеса, а значит и управление ею.

Во-вторых, пока нет факта продажи, рынок не может оценить стоимость предприятия. Действительно, достоверно рыночная стоимость может быть определена только после того, как состоялся факт купли-продажи. Но не все фирмы продаются, тогда как потребность в определении рыночной стоимости постоянна

Кроме того, в краткосрочном периоде процесс формирования рыночной стоимости предприятия носит спекулятивный характер. Текущая стоимость бизнеса на рынке формируется под действием факторов, которые могут не соответствовать фундаментальным характеристикам. К ним относятся, например, слухи, манипуляции, сговор, паника, ажиотаж и т.д..

Также невозможно учесть все факторы, образующих стоимость. Она формируется большой совокупностью рыночных факторов, которые в той или иной степени влияют на результат оценки. Основными факторами являются время и риск. Среди других факторов могут быть упомянуты такие,

как рыночная конъюнктура, уровень и вид конкуренции, экономические особенности оцениваемого объекта, его рыночное реноме, а также макро- и микроэкономическая среда обитания.

Помимо всего прочего, рыночной стоимости находится в тесной зависимости от достижения прогнозных показателей. Прогнозы субъектов рынка в отношении развития предприятия, как правило, бывают излишне оптимистичны, а цели, как следствие, необоснованно завышены. Расхождение прогноза по финансовым показателям с реально достигнутым приводит к падению стоимости акций компании на фондовом рынке. Падение курса акций приводит к неудовлетворенности акционеров, так как их благосостояние, частью которого является рыночная стоимость принадлежащих им акций, снижается. Учитывая, что при прогнозировании нельзя полностью устранить неопределенность, управление стоимостью бизнеса, основанное на прогнозе основных финансовых показателей деятельности, приводит к значительной вариации показателя рыночной стоимости и, тем самым, к снижению управляемости бизнесом [1].

Учитывая представленные доводы, возникает вопрос: почему важно знать справедливую рыночную стоимость самому предприятию?

Во-первых, рыночная стоимость бизнеса - это показатель совокупного благосостояния собственников предприятия. От того насколько акционеры удовлетворены стоимостью принадлежащих им акций, зависит дальнейшее развитие фирмы. Последствия недостаточной, с точки зрения акционеров, рыночной стоимости бизнеса могут быть самые разные: от смены менеджмента до ликвидации предприятия. Указанные последствия существенно влияют на функционирование компании и, в этом контексте, показатель рыночной стоимости подлежит регулярному мониторингу и служит индикатором настроения акционеров, и, следовательно, их действий в отношении предприятия.

Во-вторых, любая система, к которой, несомненно, относится и корпорация, должна иметь обратную связь. Отсутствие обратной связи

приводит к неустойчивому состоянию системы, что грозит непредсказуемостью ее развития. Это, в свою очередь, приводит к неуправляемости системы. В качестве обратной связи выступает, как раз, рыночная стоимость бизнеса, формирующаяся на фондовом рынке. Именно ее изменения характеризуют результаты менеджеров в управлении вверенными им предприятиями. Наличие справедливой рыночной стоимости бизнеса свидетельствует об управляемости фирмы, что обуславливает необходимость ее регулярного анализа, мониторинга и управления ею.

В-третьих, рыночная стоимость бизнеса может рассматриваться как ключевой итоговый показатель деятельности предприятия. В практике управления используется достаточно большое количество показателей. Часть из них может удовлетворять существующим критериям, часть - нет. Однако дать какую-то итоговую, обобщающую характеристику результатам деятельности необходимо. При этом рыночная стоимость - это показатель, находящийся под пристальным наблюдением собственников.

В-четвертых, рыночная стоимость бизнеса служит показателем способности предприятия привлекать внешнее финансирование. Предприятие в своей деятельности использует различные источники финансирования. В соответствии с концепцией стоимости капитала, они обходятся предприятиям неодинаково. Предприятия с высокими финансовыми рисками привлекают капитал по более высоким ставкам или вынуждены принимать на себя повышенные обязательства по дивидендным выплатам. Высокая капитализация бизнеса свидетельствует о меньших рисках. Следовательно, возможности привлечения внешних источников гораздо выше по сравнению с хозяйствующими субъектами с низкой рыночной стоимостью [10].

На стоимость оцениваемого предприятия помимо перечисленных выше факторов серьезно влияет структура капитала компании. Важнейшей задачей финансового менеджера является выбор оптимальной структуры капитала, то есть такого соотношения собственных и заемных средств, при котором

стоимость их привлечения будет минимальной, а стоимость оцениваемого предприятия максимальной.

Признание увеличения стоимости компании ее главной стратегической целью требует разработки основополагающих положений оптимизации структуры капитала в системе управления стоимостью.

Под концепцией оптимизации финансовой структуры капитала можно понимать систему научно-обоснованных и обобщающих практический опыт взглядов на цели и принципы, определяющие процесс формирования оптимальной финансовой структуры капитала в системе управления стоимостью компании [1].

Разработанные на сегодняшний день теории структуры капитала располагают обширным количеством методических инструментов оптимизации этого показателя, при которой основными критериями выступают:

- максимизация рыночной стоимости предприятия;
- минимизация средневзвешенной стоимости капитала предприятия;
- минимизация уровня финансовых рисков в деятельности предприятия;
- максимизация уровня финансовой рентабельности [1].

На основе установления таких критериев А.И. Бланк делает выводы, о том, что «оптимальная структура капитала представляет собой такое соотношение использования собственных и заемных средств, при котором обеспечивается наиболее эффективная пропорциональность между коэффициентом финансовой рентабельности и коэффициентом финансовой устойчивости предприятия, т.е. максимизируется его рыночная стоимость» [6].

Однако невозможно одновременно учесть все перечисленные направления оптимизации структуры капитала. Таким образом, основной целью и приоритетным критерием является максимизация ее рыночной стоимости.

Следует отметить, что в российской финансовой практике зарубежные теории структуры капитала и разнообразные альтернативные модели

применяются в основном для анализа структуры пассивов с целью, прежде всего, обеспечения финансовой устойчивости, а не с целью максимизации рыночной стоимости компании [5].

На сегодняшний день в экономической литературе и финансовой практике проблема оптимизации структуры капитала зачастую решается на базе поиска такого соотношения собственного и заемного капитала предприятия, при котором достигаются заданные величины стандартных финансовых коэффициентов: финансового рычага, прибыли на акцию, рентабельности собственного капитала и др. Финансовые коэффициенты, используемые при оптимизации структуры капитала компании представлены в таблице 1.3.

Таблица 1.3 - Финансовые коэффициенты, используемые при оптимизации структуры капитала компании

Наименование	Обозначение	Формула расчета
Коэффициент финансового левериджа	FL	Заемный капитал / Собственный капитал
Эффект финансового левериджа	DFL	Прибыль до выплаты процентов и налогов / (Прибыль до выплаты налогов и процентов - проценты - привилегированные процентов акции и налогов)
Прибыль на акцию	EPS	(Чистая прибыль - дивиденды на привилегированные акции) / Кол-во обыкновенных акций в обращении
Рентабельность собственного капитала	ROE	Чистая прибыль / Среднегодовая балансовая стоимость собственного капитала

Метод операционной прибыли, направленный на определение допустимого уровня долга в структуре капитала путем выявления вероятности банкротства компании. Банкротство при этом рассматривается в простейшей форме - как неспособность компании осуществлять текущие выплаты по долгам. Другие допущения данного метода связаны с характером распределения будущей прибыли и с предпосылкой о ее независимости от уровня коэффициента финансового левериджа. С учетом этих допущений рассчитывается статистический показатель, позволяющий описать

вероятность наступления банкротства в зависимости от величины используемого долга, который сравнивается с неким изначально заданным пороговым значением, полученным на основе экспертной оценки [22]. Если при данном размере долга вероятность банкротства ниже введенного ограничения, то долговое финансирование необходимо увеличить, и, наоборот, если вероятность банкротства выше порогового значения - уровень долга следует снизить. Целевым размером долга выступает тот, при котором вероятность банкротства равна заданной пороговой величине [31].

Другим способом достижения оптимальной структуры капитала, является метод EBIT-EPS . Поиск соотношения заемных и собственных средств, при котором ценность фирмы будет наивысшей, осуществляется, исходя из предположения о прямой зависимости доходности от риска.

Оптимальной структурой капитала является та, при которой достигается максимальный уровень чистой прибыли на акции при минимальном финансовом риске, характеризуемом уровнем финансового левериджа - риск преобразования прибыли до уплаты процентов и налогов (EBIT) в чистую прибыль (EPS). Ситуация, когда уровень чистой прибыли на акцию достигается при минимальном финансовом риске, характеризуется достижением точки безразличия, в которой значение EBIT соответствует максимальному значению EPS при минимальном значении финансового риска, то есть чистая прибыль на акцию одинакова для варианта, как с привлечением заемных средств, так и без него, при использовании только собственных средств. В этом случае рентабельность активов фирмы равна средней ставке процента на открытом рынке. Если компания будет наращивать чистую прибыль на акцию за счет дополнительного привлечения исключительно собственных средств, возрастает производственный риск (риск преобразования маржинальной прибыли в прибыль до уплаты налогов и процентов), повышать который, не увеличивая условно-постоянные затраты, можно до определенного предела. С другой стороны, можно наращивать размер чистой прибыли на акцию, привлекая дополнительно

капитал за счет собственных и заемных средств в определенных пропорциях. Для проведения оптимизационных расчетов используется механизм финансового левириджа.

При определенной значимости рассмотренных методов для финансовых решений, их общим недостатком является фокусирование на показателях прошлой деятельности компании и, как следствие, слабая корреляция с показателем стоимости предприятия.

Оптимизация структуры капитала по критерию минимизации средневзвешенной стоимости капитала (в рамках финансового подхода) лишена такого недостатка. Однако сама по себе минимизация средневзвешенной стоимости капитала не может выступить критерием оптимальности его структуры. Анализ положений рассмотренных теорий структуры капитала свидетельствует о том, что при таком подходе капитал предприятия должен состоять исключительно из заемного капитала, стоимость которого при прочих равных условиях всегда меньше акционерного капитала, однако это означает потерю финансовой устойчивости и угрозу банкротства предприятия.

Необходимо отметить, что при уменьшении затрат на привлечение капитала стоимость компании возрастает только тогда, когда изменение структуры капитала не оказывает негативного влияния на денежный поток.

Если результатом привлечения нового заемного капитала является снижение допустимого уровня риска и это приводит к последующему сокращению денежных потоков, стоимость компании может снизиться даже при уменьшении стоимости капитала. Между тем целью финансового управления является максимизация стоимости компании, а не минимизация затрат на капитал.

Максимизация обоснованной рыночной стоимости компании должна быть достигнута при соблюдении заданного в рамках принятой финансовой политики (агрессивной, умеренной, консервативной) соотношения «доходность - риск - ликвидность». Между тем данные параметры носят

разнонаправленный характер, что предполагает необходимость их балансирования для достижения главной цели путем формирования вектора сопутствующих целей (подцелей). Учет соотношения «доходность - риск - ликвидность» является, таким образом, важным принципом формирования оптимальной финансовой структуры капитала.

Подход к разрешению противоречия уровней доходности, риска и ликвидности в наиболее общем виде может быть представлен следующим образом. Как отмечалось, с увеличением доли заемного капитала в общей структуре капитала растет доходность, но вместе с этим повышается финансовый риск, а в случае привлечения заемного капитала на краткосрочной основе - текущая ликвидность уменьшается. Таким образом, рост доходности вступает в противоречие с показателями финансового риска и текущей ликвидности. Разрешение рассматриваемого противоречия достигается при определенном соотношении между темпами прироста экономической прибыли (EP), заемного капитала (E) и текущих активов (CA). Данное условие оптимизации финансовой структуры капитала компании можно представить в виде неравенства (1.1):

$$\Delta EP > \Delta CA > \Delta E \quad (1.1)$$

При выполнении данного условия, обеспечивается превышение доходов над стоимостью используемых ресурсов, уменьшение риска потери финансовой устойчивости и достижение приемлемого уровня ликвидности.

Прирост экономической прибыли отражает процесс создания стоимости в текущем периоде, что обеспечивает преемственность долгосрочных и краткосрочных целей формирования финансовой структуры капитала в рамках системы управления стоимостью компании.

Изложенный концептуальный подход может быть положен в основу разработки направлений оптимизации финансовой структуры капитала и построения соответствующей модели.

1.2 Сравнительный анализ методов оценки экономической эффективности предприятия

Виды стоимости уже были перечислены в предыдущем разделе. Факторы, оказывающие влияние на стоимость предприятия (бизнеса), можно, с одной стороны, поделить на внешние (спрос, курсы валют, темпы инфляции, политическая ситуация) и внутренние (менеджмент, поставщики, кадры, техническое состояние и др.), с другой - на экономические, политические, социальные и географические [44].

Экономические факторы:

- спрос на объект оценки;
- доход объекта оценки от эксплуатации и перепродажи;
- продолжительность получения доходов;
- риск, связанный с объектом;
- степень контроля над объектом (наличие имущественных прав);
- степень ликвидности объекта оценки;
- ограничения, наложенные государством или другими лицами на объект;
- затраты на создание аналогичных объектов;
- соотношение спроса и предложения на аналогичные объекты и др.

Социальные факторы:

- наличие и развитость инфраструктуры;
- демографическая ситуация и др.

Политические факторы:

- состояние законодательства в области оценки, собственности, налогообложения и т.д.;
- политико-правовая ситуация в стране.

Географические факторы, местоположение, близость сырья, состояние окружающей среды.

В зависимости от факторов стоимости подходы к оценке стоимости оценки подразделяются на доходный, сравнительный и затратный подходы. Каждый из подходов позволяет учесть определенные факторы стоимости.

Оценщик при проведении оценки обязан использовать (или обосновать отказ от использования) все три подхода к оценке, но он вправе самостоятельно определять в рамках каждого из подходов к оценке конкретные методы.

Каждый метод оценки предполагает предварительный анализ определенной информационной базы и соответствующий алгоритм расчета. Все методы оценки позволяют определить стоимость бизнеса на конкретную дату и все методы являются рыночными, т.к. учитывают сложившуюся рыночную конъюнктуру, рыночные ожидания инвесторов, рыночные риски, сопряженные с оцениваемым бизнесом, и предполагаемую «реакцию» рынка при сделках купли-продажи с оцениваемым объектом.

Так как все факторы, влияющие на стоимость предприятия невозможно одновременно учесть в рамках одного расчетного алгоритма, при построении той или иной модели определения стоимости бизнеса ряд факторов принимается за постоянную величину, в то время как другие - за переменную. Величина стоимости бизнеса одним из методов рассчитывается с учетом влияния не только нескольких основных факторов. Методы оценки различаются также временными аспектами исследования. Одни методы ориентированы в основном на ретроспективную информацию, другие - на перспективную, третьи - на текущую информацию фондового рынка.

Каждый подход позволяет учесть определенные факторы стоимости. Так, при оценке с позиции доходного подхода, доход рассматривается как основной фактор, определяющий величину стоимости объекта. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях. При этом имеет значение продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс. Оценщик, внимательно

изучающий соответствующую рыночную информацию, пересчитывает эти выгоды в единую сумму текущей стоимости.

Таким образом, доходный подход - это определение текущей стоимости будущих доходов, которые, как ожидается, принесут использование и возможная дальнейшая продажа собственности. В данном случае применяется оценочный принцип ожидания [48].

Хотя, как правило, доходный подход является наиболее подходящей процедурой для оценки бизнеса, полезно бывает использовать также сравнительный и затратный подходы. В некоторых случаях затратный или сравнительный подходы могут быть более точными или более эффективными. Во многих случаях каждый из трех подходов может быть использован для проверки оценки стоимости, полученной другими подходами.

Сравнительный подход особенно используется тогда, когда существует активный рынок сопоставимых объектов собственности. Точность оценки зависит от качества собранных данных, так как, применяя данный подход, оценщик должен собрать достоверную информацию о недавних продажах сопоставимых объектов. Эти данные включают: физические характеристики, время продажи, местоположение, условия продажи и условия финансирования [21].

Действенность такого подхода снижается в случае, если сделок было мало, момент их совершения и момент оценки разделяет продолжительный период времени, а также если рынок находится в неустойчивом состоянии, так как быстрые изменения на рынке приводят к искажению показателей.

Сравнительный подход основан на применении принципа замещения. Для сравнения выбираются конкурирующие с оцениваемым бизнесом объекты. Обычно между ними существуют различия, поэтому необходимо провести соответствующую корректировку данных. В основу приведения поправок положен принцип вклада [33].

Затратный подход наиболее применим для оценки объектов специального назначения, а также нового строительства, для определения варианта наилучшего и наиболее эффективного использования земли, а также в целях страхования. Собираемая информация обычно включает данные о ценах на землю, строительные спецификации, данные об уровне зарплаты, стоимости материалов, расходах на оборудование, о прибыли и накладных расходах строителей на местном рынке и т.п. Необходимая информация зависит от специфики оцениваемого объекта. Данный подход сложно применять при оценке уникальных объектов, обладающих исторической ценностью, эстетическими характеристиками или устаревших объектов.

Затратный подход основан на принципе замещения, принципе наилучшего и наиболее эффективного использования, сбалансированности, экономической величины и экономического разделения [26].

В целом, все три подхода связаны между собой. Каждый из них предлагает использование различных видов информации, получаемой на рынке.

Хотя эти подходы основываются на данных, собранных на одном и том же рынке, каждый имеет дело с различным аспектом рынка. На совершенном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости. Однако большинство рынков являются несовершенными, предложение и спрос не находятся в равновесии. Потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, производители могут быть неэффективны. По этим, а также и по другим причинам данные подходы могут давать различные показатели стоимости.

Каждый из трех рассмотренных подходов предопределяет использование присущих ему методов. Доходный подход использует метод капитализации доходов и метод дисконтированных денежных потоков.

Методы доходного подхода показаны на рисунке 1.2.

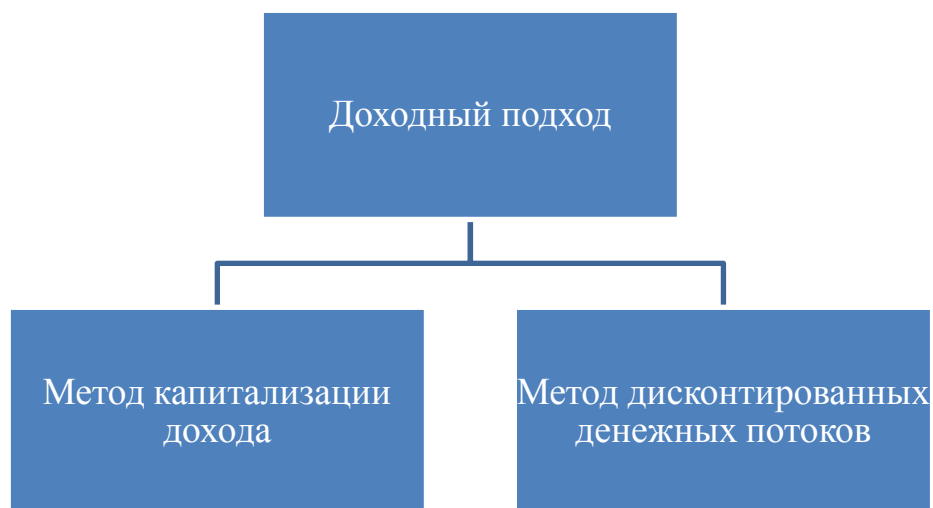


Рисунок 1.2 – Методы доходного подхода

Согласно методу капитализации дохода рыночная стоимость бизнеса определяется по формуле (1.2):

$$V = D/R, \quad (1.2)$$

где D - чистый доход бизнеса за год, руб.;

R - коэффициент капитализации.

Метод дисконтирования денежных потоков основан на прогнозировании потоков от данного бизнеса, которые затем дисконтируются по ставке дисконта, соответствующей требуемой инвестором ставке дохода [28].

Затратный (имущественный) подход в оценке бизнеса рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек [30].

Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. В результате перед оценщиком встает задача проведения корректировки баланса предприятия. Для осуществления этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной

рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала предприятия.

Базовой формулой (1.3) в имущественном (затратном) подходе является:

$$\text{Собственный капитал} = \text{Активы} - \text{Обязательства} \quad (1.3)$$

Данный подход представлен двумя основными методами. Методы затратного подхода показаны на рисунке 1.3.

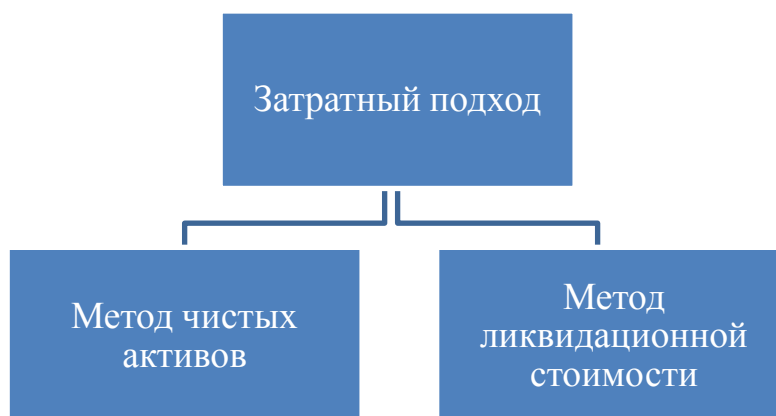


Рисунок 1.3 – Методы затратного подхода

Метод стоимости чистых активов включает несколько этапов:

- оценивается недвижимое имущество предприятия по обоснованной рыночной стоимости;
- определяется обоснованная рыночная стоимость машин и оборудования;
- выявляются и оцениваются нематериальные активы;
- определяется рыночная стоимость финансовых вложений как долгосрочных, так и краткосрочных;
- товарно-материальные запасы переводятся в текущую стоимость
- оценивается дебиторская задолженность;
- оцениваются расходы будущих периодов;
- обязательства предприятия переводятся в текущую стоимость;

- определяется стоимость собственного капитала, путем вычитания из обоснованной рыночной стоимости суммы активов текущей стоимости всех обязательств.

Применяется метод стоимости чистых активов в случае, если:

- компания обладает значительными материальными активами;
- ожидается, что компания по-прежнему будет действующим предприятием.

Показатель стоимости чистых активов введен первой частью Гражданского кодекса РФ для оценки степени ликвидности организаций. Чистые активы - это величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его обязательств, принимаемых к расчету [46]. Проведение оценки с помощью метода чистых активов основывается на исследовании и анализе финансовой отчетности. Она является индикатором текущего финансового состояния компании, действительной величины чистой прибыли, финансового риска и рыночной стоимости материальных и нематериальных активов [43].

Основные документы финансовой отчетности, анализируемые в процессе оценки:

- бухгалтерский баланс;
- отчет о финансовых результатах;
- отчет о движении денежных средств;
- приложения к ним и расшифровки.

Кроме того, могут использоваться и другие принятые формы бухгалтерской отчетности, а также внутренние отчеты предприятия. Предварительно оценщик проводит корректировку на величину инфляции, цель которой - приведение информации за прошедшие отчетные периоды к сопоставимому виду, а также учет изменения цен на величину инфляции при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконта.

Простейшим способом корректировки является переоценка всех статей баланса по изменению курса рубля относительно курса более стабильной валюты, например, американского доллара.

Отличительной особенностью затратного подхода при оценке стоимости предприятия является то, что для целей оценки активы предприятия разбивают на группы, оценивают каждую часть, затем суммируют полученные стоимости.

Алгоритм данного подхода состоит из трех последовательных этапов [25].

На первом этапе производят анализ активов предприятия и выделяют составные части, оценка стоимости которых будет производиться. Например, при оценке стоимости предприятия могут быть выделены следующие составные части: земля, здания, коммуникации, нематериальные активы, финансовые активы, сырье, материалы, машины и оборудование и т.п. В каждой группе активов можно выделить подгруппы.

На втором этапе оценщик выбирает наиболее приемлемый метод оценки для каждой группы (подгруппы) активов, выполняет необходимые расчеты. Затем определяется итоговая величина стоимости предприятия.

Ликвидационная стоимость предприятия представляет собой разность между суммарной стоимостью всех активов предприятия и затратами на его ликвидацию [25].

Методы сравнительного подхода представлены на рисунке 1.4.



Рисунок 1.4 – Методы сравнительного подхода

Метод рынка капитала основан на рыночных ценах акций аналогичных компаний. Инвестор, действуя по принципу замещения (или альтернативной инвестиции), может инвестировать либо в эти компании, либо в оцениваемую. Поэтому данные о компании, чьи акции находятся в свободной продаже, при использовании соответствующих корректировок должны послужить ориентиром для определения цены оцениваемой компании [24].

Метод сделок основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сходных компаний [46].

Метод отраслевых коэффициентов позволяет рассчитывать ориентировочную стоимость бизнеса по формулам, выведенным на основе отраслевой статистики [47].

1.3 Формирование рыночной стоимости предприятия в инвестиционном процессе

В экономической литературе наиболее часто указывается, что основной целью любой коммерческой организации является получение максимальной прибыли. Все это так, но такой подход является однобоким, и если коммерческая организация будет стремиться реализовать только эту цель, то хорошая перспектива для нее проблематична. Коммерческая организация в своей деятельности должна стремиться не только к получению максимальной прибыли, но и к возрастанию стоимости бизнеса, выполнению своей миссии, к обеспечению устойчивого финансового состояния.

Остановимся более подробно на необходимости реализации такой цели, как стремление к возрастанию стоимости бизнеса. Необходимо отметить, что с возрастанием стоимости бизнеса (предприятия) начинают проявляться его следующие преимущества: снижение различных видов риска и, в частности, за счет диверсификации производства; появление эффекта от

«масштабности» производства; большие возможности приспособления к окружающей среде и завоевания определенной ниши на рынке капитала. С возрастанием стоимости бизнеса увеличивается и прибыль предприятия.

Кроме перечисленных в предыдущем разделе факторов, на стоимость бизнеса в перспективе в значительной степени влияет инвестиционная деятельность.

Рассмотрим некоторые методические аспекты влияния инвестиций на стоимость бизнеса (фирмы).

Инвестиции влияют на стоимость бизнеса через возрастание активов, объема продаж и рост чистой прибыли. Механизм влияния инвестиций на стоимость бизнеса представлен на рисунке 1.5.

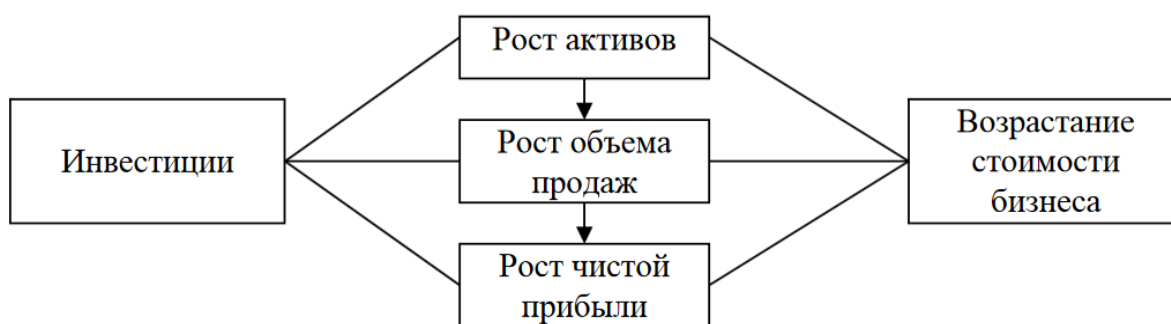


Рисунок - 1.5 Механизм влияния инвестиций на стоимость бизнеса

На возрастание стоимости бизнеса в первую очередь влияют реальные инвестиции и особенно инвестиции в основной капитал.

Степень влияния инвестиций в основной капитал (капитальных вложений) зависит от масштабности и эффективности инвестиционного проекта. Чем крупнее инвестиционный проект, тем, при прочих равных условиях, сильнее его влияние на возрастание стоимости бизнеса. Схема влияния инвестиционного проекта на возрастание стоимости бизнеса действующего предприятия показана на рисунке 1.6.



Рисунок - 1.6 Механизм влияния инвестиций в основной капитал на возрастание стоимости бизнеса

Из этого следует, что инвестиции в основной капитал влияют на возрастание стоимости бизнеса через увеличение денежных потоков за счет нового строительства, реконструкции, технического перевооружения и модернизации производства.

Оценка эффективности инвестиционных проектов занимает важное место в процессе выбора вложения средств. Она в большей степени базируется на проектном анализе, целью которого является определение результатов и ценности проекта.

Достаточно сложно произвести прогнозную оценку проекта, что подтверждается рядом факторов:

- расходы, связанные с инвестиционным проектом могут производиться на протяжении длительного периода или быть разовыми;
- сроки достижения результатов инвестиционного проекта могут быть равны расчетным или быть больше;
- при длительных операциях происходит рост неопределенности, что приводит к росту инвестиционного риска.

В условиях рыночной экономики необходимо учитывать факторы, влияющие на инвестиционную эффективность, такие как фактор времени и факторы внешней среды [10].

Показатели инвестиционной эффективности можно разделить на следующие виды:

- показатели коммерческой эффективности, которые учитывают финансовые проблемы в процессе реализации проекта для ее участников;
- показатели бюджетной эффективности, отражающие финансовые последствия реализации инвестиционного проекта для бюджетов всех уровней;
- показатели экономической эффективности, сопоставляющие результаты и финансовые затраты.

Показатели инвестиционной эффективности классифицируются по классификационным признакам приведенным далее.

По виду обобщающего показателя:

- абсолютные;
- относительные;
- временные.

По методу сопоставления разновременных денежных затрат и результатов:

- статические, где возникающие денежные потоки в различные моменты времени оцениваются как равноценные;
- динамические, где разновременные денежные потоки приводятся к эквиваленту с помощью дисконтирования.

К группе статических относятся методы: срока окупаемости инвестиций (PaybackPeriod, PP); коэффициента эффективности инвестиций (AccountingRateofReturn, ARR).

К динамическим методам относятся: чистый дисконтированный доход, чистая текущая стоимость (NetPresentValue, NPV); индекс рентабельности инвестиции (ProfitabilityIndex, PI) [52].

Также оценка эффективности инвестиционного проекта производится с учетом ряда критериев:

- влияния стоимости денег во времени;
- альтернативных издержек;
- возможных изменений в параметрах проекта;
- проведения расчетов на основе реального потока денежных средств, а не бухгалтерских показателей;
- инфляции и ее отражения;
- риска, связанного с осуществлением проекта.

Рассмотрим основные методы оценки эффективности инвестиционных проектов более подробно и выясним их основные достоинства и недостатки.

Наиболее часто используемым методом статистической оценки является срок окупаемости (PaybackPeriod, PP).

Под сроком окупаемости понимается период времени с момента начала реализации проекта до момента эксплуатации объекта, когда доходы от эксплуатации становятся равными первоначальным инвестициям.

Данный показатель определяет срок возвращения вложенного капитала.

Срок окупаемости рассчитывается суммированием элементов платежного ряда посредством нарастающего итога, формируя при этом сальдо накопленного потока, пока данная сумма не достигнет положительного значения. Порядковый номер интервала планирования, в котором сальдо накопленного потока принимает положительное значение,

указывает срок окупаемости, выраженный в интервалах планирования [52].

Общая формула расчета показателя РР имеет вид (1.4):

$$PP = \min n, \text{ при котором } \sum_n P_k \geq I_0 \quad (1.4)$$

где P_k — величина сальдо накопленного потока;

I_0 — величина первоначальных инвестиций, руб.

Для более точного подсчета показателя РР иногда рассматривается и дробная часть при этом делается предположение линейном изменении сальдо накопленного денежного потока в пределах одного шага [14].

Однако основным недостатком показателя «срок окупаемости» является отсутствие учета стоимости денег во времени.

Другим показателем статической финансовой оценки проекта является коэффициент эффективности инвестиций (AccountRateofReturn или ARR). Этот коэффициент так же имеет название учетная норма прибыли. Существует несколько алгоритмов исчисления ARR.

Первый вариант расчета основан на отношении среднегодовой величины прибыли от реализации проекта (за минусом отчислений в бюджет) за период к средней величине инвестиций (1.5):

$$ARR = \frac{P_r}{\frac{1}{2}I_{cp0}} \quad (1.5)$$

где P_r - среднегодовая величина прибыли от реализации проекта;

I_{cp0} - средняя величина первоначальных вложений, если предполагается, что по истечении срока реализации проекта все капитальные затраты будут списаны.

Второй вариант расчета основан на отношении среднегодовой величины прибыли от реализации проекта за период к средней величине инвестиций с учетом остаточной или ликвидационной стоимости первоначальных инвестиций (1.6):

$$ARR = \frac{P_r}{I_0} \quad (1.6)$$

где P_r - среднегодовая величина прибыли (за минусом отчислений в бюджет) от реализации проекта;

I_0 - средняя величина (величина) первоначальных вложений.

Одним из наиболее распространенных динамических методов оценки эффективности инвестиций является показатель чистого дисконтированного дохода (ЧДД) [53].

Величина чистого дисконтированного дохода (ЧДД) рассчитывается как разность дисконтированных денежных потоков доходов и расходов, производимых в процессе реализации инвестиции за прогнозный период.

Суть критерия состоит в сравнении текущей стоимости будущих денежных поступлений от реализации проекта с инвестиционными расходами, необходимыми для его реализации.

Применение метода предусматривает следующий алгоритм:

ЧДД или NPV для постоянной нормы дисконта и разовыми первоначальными инвестициями определяют по следующей формуле (1.7):

$$NPV = -I_0 + \sum_{t=1}^T [C_t(1+i)]^{-t} \quad (1.7)$$

где I_0 - величина первоначальных инвестиций;

C_t - денежный поток от реализации инвестиций в момент времени t ;

t - шаг расчета (год, квартал, месяц и т. д.);

i - ставка дисконтирования.

Денежные потоки должны рассчитываться в текущих или дефлированных ценах. При прогнозировании доходов по годам необходимо по возможности учитывать все виды поступлений как производственного, так и непроизводственного характера, которые могут быть ассоциированы с данным проектом [50].

В основе расчетов по данному методу лежит посылка о различной стоимости денег во времени. Процесс пересчета будущей стоимости денежного потока в текущую называется дисконтированием.

Если проект предполагает не разовую инвестицию, а последовательное инвестирование финансовых ресурсов в течение ряда лет, то формула для расчета NPV модифицируется следующим образом (1.8):

$$NPV = \sum_{t=1}^{T_i} [I_t(1+i)]^{-t} + \sum_{t=T_i}^T [C_t(1+i)]^{-t} \quad (1.8)$$

где I_t - денежный поток первоначальных инвестиций;

C_t - денежный поток от реализации инвестиций в момент времени t ;

t - шаг расчета (год, квартал, месяц и т. д.);

i - ставка дисконтирования.

Условия принятия инвестиционного решения на основе данного критерия сводятся к следующему:

- если $NPV > 0$, то проект следует принять;
- если $NPV < 0$, то проект принимать не следует;
- если $NPV = 0$, то принятие проекта не принесет ни прибыли, ни убытка.

Максимизация результатов или повышение ценности фирмы лежит в основе данного метода.

Если в случае принятия проекта компания несет убытки, то есть ее ценность уменьшается, это говорит о нецелесообразности проекта, то есть $NPV < 0$.

Если в случае принятия проекта прибыль увеличивается и ее ценность возрастает, это говорит о том, что $NPV > 0$. Проект является целесообразным и при выборе альтернатив принимается проект с наибольшим NPV.

При $NPV=0$ предприятие не прибыль и не несет убытки, проект принимается, если есть шансы повысить доходность других проектов.

При реализации данного метода существует ряд допущений, которые необходимо учитывать.

К таким допущениям можно отнести:

- существование только одной целевой функции - стоимости капитала;
- заданный срок реализации проекта;
- надежность данных;
- принадлежность платежей определенным моментам времени;
- существование совершенного рынка капитала.

В действительности при принятии инвестиционных решений не существует надежных данных. Поэтому наряду с предлагаемым методом расчета величин стоимости капитала на основе спрогнозированных данных необходимо провести анализ степени неопределенности, по крайней мере - для наиболее важных объектов инвестирования. Этой цели служат методы инвестирования в условиях неопределенности.

Показатель чистого дисконтированного дохода учитывает стоимость денег во времени, имеет четкие критерии принятия решения и позволяет выбирать проекты для целей максимизации стоимости компании. Кроме того, данный показатель является абсолютным и обладает свойством аддитивности, что позволяет складывать значения показателя по различным проектам и использовать суммарный показатель по проектам в целях оптимизации инвестиционного портфеля, то есть справедливо следующее равенство (1.9):

$$NPV_A + NPV_B = NPV_{MB} \quad (1.9)$$

При всех его достоинствах метод имеет и существенные недостатки. В связи с трудностью и неоднозначностью прогнозирования и формирования денежного потока от инвестиций, а также с проблемой выбора ставки дисконта может возникнуть опасность недооценки риска проекта.

Внутренняя норма доходности (IRR) - это норма доходности инвестиций, при которой текущая стоимость притоков равна текущей стоимости оттоков

реальных денег. Другими словами, внутренняя норма доходности соответствует

ставке дисконта, при которой чистый дисконтированный доход равен нулю.

Это означает, что ВНД равна максимальному проценту, который можно

платить за финансовые ресурсы, идущие на инвестирование, при эксплуатации проекта на бесприбыльно-безубыточном уровне.

Внутренняя норма доходности для инвесторов должна быть по меньшей

мере равна ВНД, которую они могут получить от альтернативных инвестиционных вложений с учетом различных степеней риска.

Таким образом, внутренняя норма доходности инвестиционного проекта используется в финансовом анализе в качестве важного критерия, поскольку дает инвесторам эталон для сравнения с альтернативной стоимостью капитала

для этого проекта.

Если расчет ЧДД инвестиционного проекта определяет абсолютную эффективность при некоторой заданной норме дисконта (r), то ВНД проекта показывает относительную его эффективность и которая затем сравнивается с

требуемой инвестором нормой дохода на вкладываемый капитал [56].

Другой динамический метод это индекс рентабельности рассчитывается как отношение чистой текущей стоимости денежного притока к чистой текущей стоимости денежного оттока (включая первоначальные инвестиции) (1.10,1.11):

$$PI = \sum_k \frac{P_k}{(1+r)^k} / I_0, \quad (1.10)$$

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^T [C_t(1+i)^{-t}]}{I_0} \quad (1.11)$$

где I_0 - инвестиции предприятия в момент времени 0;

i - ставка дисконтирования.

Индекс рентабельности - относительный показатель эффективности инвестиционного проекта и характеризует уровень доходов на единицу затрат, то есть эффективность вложений - чем больше значение этого показателя, тем выше отдача денежной единицы, инвестированной в данный проект. Данному показателю следует отдавать предпочтение при комплектовании портфеля инвестиций с целью максимизации суммарного значения NPV.

Условия принятия проекта по данному инвестиционному критерию следующие:

- если $PI > 1$, то проект следует принять;
- если $PI < 1$, то проект следует отвергнуть;
- если $PI = 1$, проект ни прибыльный, ни убыточный.

При оценке проектов, предусматривающих одинаковый объем первоначальных инвестиций, критерий PI полностью согласован с критерием NPV.

Таким образом, критерий PI имеет преимущество при выборе одного проекта из ряда имеющих примерно одинаковые значения NPV, но разные объемы требуемых инвестиций. В данном случае выгоднее тот из них, который обеспечивает большую эффективность вложений [51].

2 Оценка внутренней и внешней среды ПАО «Газпром»

2.1 Анализ и оценка развития нефтегазовой отрасли

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В работе были изучены проблемы оптимизации финансовой структуры капитал в системе управления стоимостью компании (на примере ПАО «Газпром»), а также разработаны мероприятия по повышению стоимости предприятия в рамках изменения структуры капитала.

Все поставленные задачи выполнены в полном объеме. Были проанализированы существующие подходы к оптимизации финансовой структуры.

Объектом исследования выступил ПАО «Газпром», в состав основной деятельности которой входят такие направления, как геологоразведка, добыча, переработка, хранение, транспортировка и реализация углеводородного сырья.

За отчетный 2015 год Группой «Газпром» на территории России с учетом доли в добыче компаний, инвестиции в которые классифицируются как совместные операции, добыто в общей сложности 419,5 млрд. м³ природного и попутного газа, данный показатель 2015 года на 25,4 млрд. м³ (5,7%) меньше, чем уровень 2014 г. Снижение объемов добычи обусловлено сокращением потребления газа на внутреннем рынке. В то же время, добыча нефти составила 44,0 млн.т., что на 0,5 млн.т. больше уровня 2014 года, в данном случае рост показателя связан с увеличением добычи нефти на Приразломном и Новопортовском месторождениях. В отчетном году 2015 году добыто 15,3 млн.т. газоконденсата, что на 0,8 млн.т. больше уровня предыдущего года, прирост обусловлен наращиванием добывающих мощностей на участках Уренгойского нефтегазоконденсатного месторождения.

За 2015 год доля чистой выручки от продажи газа возросла на 3%, вернувшись к уровню 2013 г. (57%), до 56% общего объема чистой выручки от продажи углеводородов, для сравнения в 2014 году этот показатель был равен 53%. Таким образом, динамика выручки от продаж имеет позитивную

тенденцию роста, однако величина совокупной прибыли от продаж с каждым годом снижается, что обусловлено значительным увеличением объема операционных расходов.

Совокупная прибыль ПАО «Газпром» за вычетом налога на прибыль, также имеет негативную тенденцию к снижению. На конец 2013 г. годовая прибыль установилась на уровне 1 165 705 млн. руб., но уже к концу 2014 года показатель снизился до 157 192 млн. руб., однако по состоянию на 31 декабря 2015 года данный показатель вновь возрос до 805 199 млн. руб. Во многом такие колебания связаны, с одной стороны, ростом финансовых расходов, уменьшающих прибыль за год, а с другой стороны, возрастанием доли чистой прибыли ассоциированных организаций и совместных предприятий.

На основе данных, полученных в ходе исследования финансовой устойчивости ПАО «Газпром», можно сделать следующие выводы:

- в рассматриваемом периоде наблюдается спад финансовой независимости предприятия: коэффициент концентрации собственного капитала уменьшается, а коэффициент концентрации привлеченного капитала увеличивается;

- доля собственного капитала и долгосрочных обязательств в общей сумме капитала (коэффициент покрытия инвестиций) стабильно снижается;

- коэффициент финансового левериджа в рассмотренном периоде снижается, что говорит об уменьшении зависимости предприятия от заемных средств.

На основе полученных данных можно сделать вывод о нормальной степени финансовой устойчивости предприятия.

Основной вклад в рост долгосрочных обязательств вносят заемные средства, в то время как, рост краткосрочных обязательств обусловлен как привлечением новых заемных средств.

Рыночная стоимость ПАО «Газпром», рассчитанная методом дисконтированных денежных потоков, составляет 1 235 615 289 498 млн. руб. или 1,24 трлн. руб.

В ходе выполнения работы были разработаны мероприятия оптимизации структуры капитала в системе управления стоимостью компании. Установление оптимальной структуры капитала для ПАО «Газпром» составляет 40% собственного капитала и 60% заемного, что влечет за собой снижение средневзвешенной стоимости всего инвестированного капитала с 14% до 12,21%. В качестве мероприятия повышения рыночной стоимости компании предложена реализация инвестиционного проекта газификации Красноярского края, с учетом оптимальной структуры капитала. Реализация данного мероприятия позволит получить следующие результаты:

- рыночная стоимость ПАО «Газпром» увеличится на 224 231 405 млн. руб.;

- совокупный доход от реализации инвестиционного проекта при оптимистическом прогнозе составит 206,79 млрд. руб.;

- срок окупаемости проекта в среднем 5 лет;

- в целом положительный экологический и экономический эффект для Красноярского края.

Таким образом, финансовая структура капитала в значительной степени влияет на рыночную стоимость предприятия. Реализация предложенных мероприятий будет способствовать снижению средневзвешенной стоимости капитала и увеличению рыночной стоимости ПАО «Газпром».

Подводя общий итог, можно отметить, что вопрос управления структурой капитала на сегодняшний день является актуальным для компании. При эффективном управлении и следовании рекомендациям организация может значительно повысить свою рыночную стоимость.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

- 1 Теплова, Т.В. Современные модификации стоимостной модели управления компанией // Вестник МГУ. - 2013. - №1.
- 2 Теплова, Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями. - М.: ГУ ВШЭ, 2016.
- 3 Студопедия [Электронный ресурс]: Заемные средства предприятий отрасли // – Режим доступа: <http://studopedia.ru>
- 4 Самохвалов, В. Как определить ключевые финансовые факторы стоимости? // Управление компанией. - 2015. - № 5.
- 5 Севостьянова, О.В. Эффективность сочетания собственных и привлеченных средств для развития промышленного производства. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. - Казань, 2013.
- 6 Синадский, В. И. Расчет ставки дисконтирования // Финансовый директор. - 2012. - №4.
- 7 Бутакова Н.М. Анализ финансового состояния предприятия: методические указания к выполнению курсовой работы по дисциплине «Финансовый менеджмент». - Красноярск: СФУ. 2015 г. - 98 с.
- 8 Кашина, Е. В. Оценка бизнеса: учеб. пособие / Кашина Е.В. - Красноярск: СФУ. 2016 г. -140 с.
- 9 Черемных, О. Г. Процессно-стоимостной подход к управлению компанией [Электронный ресурс] / О. Черемных // Режим доступа: [http://www .quality.eur.ru/](http://www.quality.eur.ru/)
- 10 Шульга, А. А. Стоимость бизнеса как основа для принятия управленческих решений [Электронный ресурс] / А. Шульга, Я. Нагул // Режим доступа: Щербаков В.А Оценка стоимости предприятия (бизнеса)
- 11 О «Газпроме» [Электронный ресурс] / ПАО «Газпром». – Режим доступа: <http://www.gazprom.ru/about>.

12 Годовой отчет ОАО «Газпром» за 2013 год // ОАО «Газпром». – Москва, 2014.

13 Годовой отчет ОАО «Газпром» за 2014 год // ОАО «Газпром». – Москва, 2015.

14 Годовой отчет ОАО «Газпром» за 2015 год // ОАО «Газпром». – Москва, 2016.

15 Анализ руководством финансового состояния и результатов деятельности 2015 // ОАО «Газпром». – Москва, 2016.

16 Анализ руководством финансового состояния и результатов деятельности 2014 // ОАО «Газпром». – Москва, 2015.

17 «Газпром» вернулся в тройку крупнейших энергетических компаний [Электронный ресурс] / РБК. – Режим доступа: <http://www.rbc.ru/business/>

18 За гранью конкуренции [Электронный ресурс] / РБК. – Режим доступа: <http://www.rbc.ru/business/>

19 РБК-Аналитика: Основные проблемы и тренды мирового газового рынка [Электронный ресурс] / РБК. – Режим доступа: <http://www.rbc.ru/business/>

20 Никоноров, Ю.В. Управление на производстве / Ю.В. Никоноров // Экономический анализ: теория и практика. – 2009. – № 3.

21 Сироткин, С.А., Кельчевская, Н.Р. Финансовый менеджмент на предприятии. – М.: Юнити-Дана, 2009.

22 Моисеева, Е.Г. Финансовый менеджмент: учеб.пособие / Е.Г. Моисеева. – Н.Новгород: НГТУ, 2013. – 560с.

23 Астрицкий Д., Наноян В. Экономический анализ финансового положения предприятия // Экономист. – 2012. – № 12, с. 55.

24 Бухгалтерская (финансовая) отчетность: учеб.для студентов / под ред. В.Д. Новодворского. – 2-е изд., испр. – М.: Издательство «Омега-Л», 2012.

25 Крейнина, М. Н. Финансовый менеджмент. – М.: Дело и сервис, 2015. – 303 с.

26 Алексеева, А.И. Комплексный экономический анализ хозяйственной деятельности. – М. 2016.

27 Ковалев, В. В. Анализ хозяйственной деятельности. – М.: Проспект, 2014.

28 Гражданский кодекс Российской Федерации. Ч. 1. от 30.11.1994 г. № 51–ФЗ Ст. 124 ч.1. «Понятие стоимости предприятия» (с изменениями от 28 марта 2017) – КонсультантПлюс.

29 Гражданский кодекс Российской Федерации. Ч. 1. от 30.11.1994 г. № 51–ФЗ Ст. 34 «Организационно-правовые формы» (с изменениями от 28 марта 2017) – КонсультантПлюс.

30 Центральный Банк Российской Федерации [Электронный ресурс]: Ключевая ставка ЦБ РФ со 2 мая 2017 г. // Режим доступа: <http://www.cbr.ru>

31 Миронов, М.Г., Замедлина, Е.А., Жарикова, Е.В. Финансовый менеджмент. Учебник – М.: Экзамен, 2011.

32 Бизнесмен.ру [Электронный ресурс]: Анализ основных финансовых показателей // – Режим доступа: <https://businessman.ru/new-osnovnyue-finansovye-pokazateli.html>

33 Ендовицкий, Д.А. Экономический анализ активов организации: учебник. М.: Эксмо, 2013

34 Дасковский В.Б., Киселев В.Б. Совершенствование оценки эффективности инвестиций. М.: Национальный институт экономики (НИЭК), 2016

35 Бойко, Г.А. Проект газификации Красноярского края // СФУ, 2015.

36 Павлова, Ю.А. Проблемы определения потребности в оборотных средствах и управления оборотным капиталом // Проблемы экономики и управления предприятиями, отраслями, комплексами: монография. Новосибирск: СИБПРИНТ, 2014.

37 Козаченко, А.В. «О Классификации основных средств, включаемых в амортизационные группы» Методы оптимизации затрат /А.В. Козаченко// Институт проблем предпринимательства: Москва, 2015.

38 Румянцева, Е.Е. Финансы организаций: финансовые технологии управления предприятием: учеб.пособие / Е.Е. Румянцова. - М.: ИНФРА-М, 2012. - 459с.

39 Тренев, Н.Н. Управление финансами: Учебное пособие / Н.Н. Тренев. - М.: Финансы и статистика, 2014. - 113 с.

40 Шапранова, Н.Е. Как нормировать оборотные активы компании / Н. Шапранова // Финансовый директор. – 2016. – №2.

41 Павлова Ю.А., Каткова О.А., Мансурова Т.А. Формирование системы показателей состояния оборотных средств // Современные проблемы экономической теории и практики: межвуз. сб. науч. тр. — Уфа: Изд-во УНТУ, 2015. Вып. 7. - С. 162-167.

42 Миннибаева, К.А. Обеспеченность предприятия собственными оборотными средствами: факторы изменения / К.А. Миннибаева // Финансовый менеджмент. - 2013. - №2. - С.12-16.

43 Большие финансы [Электронный ресурс]: Основные подходы к оценке стоимости компании // – Режим доступа: <http://www.greatfin.ru/grefs-570-2.html>

44 Бурминистрова, Л.М. Финансы организаций (предприятий): учебное пособие / Л. М. Бурминистрова – Москва: Инфра-М, 2010.-240 с. 15

45 Володина, А.А. Влияние государственного регулирования на развитие нефтегазового комплекса регионов России / А.А. Володина // Байкальский государственный университет экономики и права

46 Пястолов, Н.Г. Анализ финансово-хозяйственной деятельности предприятия: Учебник. - 2-е изд. / Н.Г. Пястолов. - М.: Академия, 2012. - 100 с.

47 Уткин, Э.А. Финансовый менеджмент. Учебник для вузов / Э.А. Уткин. - М.: Издательство «Зерцало», 2013. - 326 с.

48 Плешкова, Т.Г. Оптимизация структуры капитала организации в системе управления финансовыми ресурсами Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. - Ставрополь, 2014.

49 Пономарева, О.А. Динамическая концепция структуры капитала: история возникновения, эволюция и основные исследовательские вопросы // Корпоративные финансы. - 2010. - №2 (6)

50 Старкова, Н. А. Финансовый менеджмент: учеб. пособие. Рыбинск: РГАТА, 2014.

51 Лещенко, А.Е. Формирование портфеля акций российских компаний // Финансы. -2013. -№11.

52 Лимитовский, М.А. Инвестиции па развивающихся рынках. АНХ. Школа фин. менеджмента. - М.: ДсКА, 2012.

53 Лисицина, Е.В. Образовательный курс финансового управляющего // Финансовый менеджмент. - 2012. - №1.

54 Михайлец, В.Б. Еще раз о ставке дисконтирования в оценочной деятельности и методах доходного подхода // Вопросы оценки. - 2010. - №1.

55 Михайлец, В.Б., Доходный подход и принцип дисконтирования при оценке приносящих доход неликвидных активов // Вопросы оценки. - 2013.- №1.

56 Зубова, М.В. Планирование на предприятиях нефтяной и газовой промышленности: расчет эффективности разработки нефтяного месторождения/ Е.С. Стоянова. - М.: Перспектива, 2013. - 656с.

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Бухгалтерский баланс ПАО «Газпром»

ПРЕДСТАВЛЕНО ОРН 30.03.2016 ФЕДЮКИНА О.И.	Бухгалтерский баланс на 31 декабря 2015 года
---	--

Федеральная налоговая инспекция
 крупнейшим налогоплательщикам № 2
 129223, Москва, проспект Мира, 99/1, стр. 101

Организация ПАО "ГАЗПРОМ"
 Идентификационный номер налогоплательщика
 Вид экономической деятельности оптовая торговля
 Организационно-правовая форма / форма собственности
 Публичное акционерное общество
 Единица измерения: тыс.руб.
 Местонахождение (адрес) 117997, г. Москва, ГСП-7, ул. Наметкина, д. 16

	Коды
Форма по ОКУД	0710001
Дата (число, месяц, год)	31 / 12 / 2015
по ОКПО	00040778
ИНН	7736050003
по ОКВЭД	51.51.3
по ОКОПФ/ОКФС	1.22.47/31
по ОКЕИ	384

Пояснения	Наименование показателя	Код строки	На 31.12.2015г.	На 31.12.2014г.	На 31.12.2013г.
	АКТИВ				
	I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ				
1	Нематериальные активы, в т.ч.	1110	11 776 108	7 859 649	277 132
	права на объекты интеллектуальной собственности	1111	11 384 863	7 571 638	241 095
	прочие	1119	391 245	88 011	36 037
1	Результаты исследований и разработок	1120	3 485 123	3 466 656	2 155 015
9	Нематериальные поисковые активы	1130	111 637 226	112 010 828	78 324 056
9	Материальные поисковые активы	1140	41 453 750	31 147 477	30 165 493
2	Основные средства, в т.ч.	1150	6 854 031 578	6 722 378 077	5 718 189 804
	Объекты основных средств, в т.ч.	1151	6 365 470 264	6 434 475 251	5 654 253 785
	земельные участки и объекты природопользования	1152	1 216 137	1 130 192	1 034 135
	здания, сооружения, машины и оборудование	1153	6 288 764 815	6 356 206 635	5 584 268 143
	Незавершенные капитальные вложения	1154	488 561 314	287 902 826	63 936 019
3	Финансовые вложения, в т.ч.	1170	2 190 246 138	2 012 614 153	2 000 854 436
	инвестиции в дочерние общества	1171	1 821 054 810	1 649 835 127	1 661 313 512
	инвестиции в зависимые общества	1172	83 717 503	99 909 279	104 534 868
	инвестиции в другие организации	1173	261 708	713 080	715 324
	займы, предоставленные организациям на срок более 12 месяцев	1174	145 516 964	194 595 652	119 013 856
	Отложенные налоговые активы	1180	66 975 644	32 927 070	23 088 893
	Прочие внеоборотные активы	1190	11 701 269	8 872 650	14 350 419
	Итого по разделу I	1100	9 291 306 836	8 931 078 580	7 867 405 248

Продолжение приложения А

Пояснения	Наименование показателя	Код строки	На 31.12.2015г	На 31.12.2014г.	На 31.12.2013г.
АКТИВ					
II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ					
4	Запасы, в т.ч.	1210	539 864 750	491 437 777	402 256 939
	сырье, материалы и другие аналогичные ценности	1211	4 607 980	3 541 526	3 620 353
	затраты в незавершенном производстве	1213	332 284 836	298 764 068	249 671 612
	готовая продукция и товары для перепродажи	1214	199 359 939	186 050 803	146 310 669
	товары отгруженные	1215	3 611 902	3 081 347	2 654 272
	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	1220	67 036 633	69 933 019	56 729 385
5	Дебиторская задолженность, в т.ч.	1230	2 515 375 547	1 959 540 653	2 119 271 161
	Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты), в т.ч.	1231	479 999 297	496 606 800	512 731 066
	покупатели и заказчики	1232	2 061 484	3 837 690	6 508 098
	авансы выданные	1233	54 183	-	9 097 975
	прочие дебиторы	1234	477 883 630	492 769 110	497 124 993
	Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты), в т.ч.	1235	2 035 376 250	1 462 933 853	1 606 540 095
	покупатели и заказчики	1236	627 675 095	567 356 737	627 091 365
	авансы выданные	1238	50 890 997	42 191 697	58 586 575
	прочие дебиторы	1239	1 156 810 158	853 385 419	920 862 155
3	Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов), в т.ч.	1240	58 053 162	70 045 548	25 111 518
	займы, предоставленные на срок менее 12 мес.	1241	57 884 402	48 486 396	23 543 609
	Денежные средства и денежные эквиваленты, в т.ч.	1250	506 973 421	725 100 916	380 231 778
	касса	1251	27 062	16 993	27 282
	расчетные счета	1252	278 070 685	471 860 061	311 985 071
	валютные счета	1253	227 226 726	253 136 708	67 638 473
	прочие денежные средства и их эквиваленты	1259	1 648 948	87 154	580 952
	Прочие оборотные активы	1260	2 837 608	2 600 651	4 180 033
	Итого по разделу II	1200	3 689 941 121	3 318 658 564	2 987 790 814
	БАЛАНС	1600	12 981 247 957	12 249 735 124	10 855 196 062

Окончание приложения А

Пояснения	Наименование показателя	Код строки	На 31.12.2015г.	На 31.12.2014г.	На 31.12.2013г.
ПАССИВ					
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ					
	Уставный капитал (складочный капитал, уставной фонд, вклады товарищей)	1310	118 367 564	118 367 564	118 367 564
	Собственные акции, выкупленные у акционеров	1320	-	-	-
	Переоценка внеоборотных активов	1340	5 022 862 838	5 025 377 538	4 328 532 592
	Добавочный капитал (без переоценки)	1350	-	-	-
	Резервный капитал	1360	8 636 001	8 636 001	8 636 001
	Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	1370	4 172 472 437	3 936 832 017	3 915 629 303
	Фонд социальной сферы государственной	1380	-	-	-
	Итого по разделу III	1300	9 322 338 840	9 089 213 120	8 369 165 460
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА					
	Заемные средства, в т.ч.	1410	1 698 237 066	1 368 217 117	944 249 743
	кредиты банков, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	1411	193 196 529	43 313 605	35 789 939
	займы, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	1412	1 505 040 537	1 324 903 512	908 459 804
	Отложенные налоговые обязательства	1420	386 301 729	334 312 526	298 537 693
7	Оценочные обязательства	1430	-	-	-
5	Прочие обязательства	1450	2 494 107	2 602 174	3 786 251
	Итого по разделу IV	1400	2 087 032 902	1 705 131 817	1 246 573 687
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА					
	Заемные средства, в т.ч.	1510	793 301 130	756 735 637	655 966 239
	кредиты банков, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	1511	-	26 695 588	-
	займы, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	1512	38 906 644	33 037 483	53 497 429
	текущая часть долгосрочных кредитов и займов	1513	754 394 486	697 002 566	602 468 810
5	Кредиторская задолженность, в т.ч.	1520	672 170 249	639 986 936	553 363 884
	поставщики и подрядчики	1521	540 330 045	489 778 400	387 898 669
	задолженность перед персоналом организации	1522	334 264	264 874	383 692
	задолженность перед государственными внебюджетными фондами	1523	151 780	90 525	101 158
	задолженность по налогам и сборам	1524	24 314 332	14 679 988	23 004 964
	прочие кредиторы, в т.ч.	1525	106 103 114	134 521 186	141 746 432
	авансы полученные	1527	67 734 771	106 110 006	97 646 011
	другие расчеты	1528	38 368 343	28 411 182	44 100 421
	задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов	1529	936 714	651 961	228 969
	Доходы будущих периодов	1530	-	-	940 619
7	Оценочные обязательства	1540	106 404 836	58 667 614	29 176 173
	Прочие обязательства	1550	-	-	-
	Итого по разделу V	1500	1 571 876 215	1 455 390 187	1 239 446 915
	БАЛАНС	1700	12 981 247 957	12 249 735 124	10 855 186 052

ПРИЛОЖЕНИЕ Б

Отчет о финансовых результатах ПАО «Газпром»

<p style="text-align: right; margin-right: 10px;">30.03.2016</p> <p style="text-align: right; margin-right: 10px;">ФЕДОРКИНА О.Н.</p>	<p>Отчет о финансовых результатах за 2015 год</p>	<p style="font-size: small;">Формы по ОКУД Дата (число/месяц/год) по СКПО ИИН по ОКВЭД по ОКФС/ОКСФС по ОКЕИ</p>	<p>КОДЫ</p> <p>0710002 31 / 12 / 2015 00040778 7738050003 51.51.3 1.22.4701 384</p>
<p>Организация: ПАО «ГАЗПРОМ»</p> <p>Идентификационный номер налогоплательщика</p> <p>Вид экономической деятельности: оптовая торговля</p> <p>Организационно-правовая форма / форма собственности</p> <p>Публичное акционерное общество</p> <p>Единица измерения: тыс.руб.</p>			

Показатель	Наименование показателя	Код строки	за 2015 год	за 2014 год
	Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)	2110	4 334 263 477	3 590 250 172
	в том числе от продажи			
	продажа газа	2111	3 054 378 900	2 887 395 038
	предоставление имущества в аренду	2112	725 055 425	604 267 807
	услуги по организации транспортировки газа	2113	247 458 700	227 352 870
	продукты нефтегазопереработки	2114	212 151 740	205 995 300
	продажа газового конденсата	2115	73 605 812	65 304 842
	продажа других товаров, продукции, работ и услуг	2116	15 552 002	7 071 342
	услуги по организации хранения газа	2117	2 655 993	2 882 800
5	Собстоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	2120	(2 265 357 118)	(2 029 843 817)
	в том числе проданных			
	продажа газа	2121	(1 062 420 220)	(1 031 205 254)
	предоставление имущества в аренду	2122	(717 875 095)	(802 605 545)
	услуги по организации транспортировки газа	2123	(265 082 456)	(228 705 134)
	продукты нефтегазопереработки	2124	(145 063 151)	(111 354 849)
	продажа газового конденсата	2125	(51 131 205)	(36 504 655)
	продажа других товаров, продукции, работ и услуг	2126	(22 001 684)	(14 452 835)
	услуги по организации хранения газа	2127	(1 233 317)	(1 112 824)
	Валовая прибыль (убыток)	2100	2 068 906 359	1 560 406 355
6	Коммерческие расходы	2210	(1 168 530 282)	(976 374 373)
6	Управленческие расходы	2220	(58 465 075)	(53 547 644)
	Прибыль(убыток) от продаж	2200	811 940 021	620 214 538
	Доходы от участия в других организациях	2310	271 056 368	378 170 347
	Проценты к получению	2320	76 258 778	52 168 228
	Проценты к уплате	2330	(117 347 463)	(84 333 437)

Окончание приложения Б

Форма по ОКУД 0710002 с.2

Пояснения	Наименование показателя	Код строки	за 2015 год	за 2014 год
	Прочие доходы	2340	4 120 256 593	3 375 128 881
	Прочие расходы	2350	(4 727 722 936)	(4 363 267 194)
	Прибыль (убыток) до налогообложения	2300	434 489 311	278 081 361
	Налог на прибыль, в т.ч.:	2405	(14 074 835)	(54 193 723)
	текущий налог на прибыль	2410	(14 074 273)	(54 082 641)
	налог на прибыль прошлых лет	2411	(562)	(111 082)
	<i>в т.ч. из стр. 2405 постоянные налоговые обязательства (активы)</i>	2421	(1 131 436)	99 653 392
	Изменение отложенных налоговых обязательств	2430	(52 227 130)	(35 786 069)
	Изменение отложенных налоговых активов	2450	34 335 376	9 859 730
	Прочие	2460	(209 957)	(11 898 618)
	Перераспределение налога на прибыль внутри КГН	2465	1 210 041	2 917 335
	Чистая прибыль (убыток)	2400	403 522 806	188 980 016