ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ АВТОНОМНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ИНСТИТУТ МЕЖДУНАРОДНЫХ ОТНОШЕНИЙ (УНИВЕРСИТЕТ) МИНИСТЕРСТВА ИНОСТРАННЫХ ДЕЛ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

На правах рукописи

ГАРИФУЛЛИН Фаннур Фаргатович

МЕЖДУНАРОДНЫЕ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ В УСЛОВИЯХ ВОЛАТИЛЬНОСТИ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

08.00.14 – мировая экономика

Диссертация

на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:
кандидат экономических наук, доцент,
заместитель директора международного института
энергетической политики и дипломатии
МГИМО МИД России
Гулиев Игбал Адиль оглы

Москва – 2019

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ..... 3

ГЛАВА 1. Теоретико-аналитические основы управления международными слияниями и поглощениями компаний..... 11

1.1 Теоретические аспекты трансграничных слияний и поглощений..... 11

1.2 Состояние развития мирового и российского рынка слияний и поглощений нефтегазовых компаний с учетом современных тенденций прямых иностранных инвестиций..... 28

1.3. Международные рынки капиталов как способ финансирования трансграничных слияний и поглощений и повышения капитализации нефтегазовых компаний..... 43

ГЛАВА 2. Зарубежный опыт осуществления сделок по слияниям и поглощениям нефтегазовых компаний..... 61

2.1. Синергетические эффекты как основа для принятия решений о проведении международных сделок слияний и поглощений..... 61

2.2 Методы оценки нефтегазовых компаний при осуществлении сделок слияний и поглощений в зарубежной практике..... 70

2.3 Алгоритм отбора компании-кандидата при проведении международных сделок слияний и поглощений нефтегазовых компаний..... 79

ГЛАВА 3. Адаптация зарубежного опыта при управлении слияниями и поглощениями компаний к российским условиям..... 93

3.1 Разработка модели определения средневзвешенной стоимости капитала для нефтегазовых компаний Российской Федерации..... 93

3.2. Перспективы развития практики международных слияний и поглощений в нефтегазовом комплексе (на примере ПАО «Татнефть»)..... 100

3.3. Практические рекомендации по определению ценности компании в соответствии с механизмом оценки слияний и поглощений нефтегазовых компаний..... 118

ЗАКЛЮЧЕНИЕ..... 130

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ..... 138

ПРИЛОЖЕНИЯ..... 160

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы диссертационного исследования. В условиях высокой волатильности мировой экономики возрастающая неопределенность и динамика внешней среды представляют угрозу для развития неконсолидированных компаний, стремящихся проводить наиболее эффективную внешнеэкономическую и инвестиционную деятельность для обеспечения успеха на долгосрочную перспективу. В дополнение участники международного рынка стремятся создать множество входных барьеров для конкурентов. При этом особая борьба по своему характеру и масштабу разворачивается среди транснациональных корпораций нефтегазовой отрасли, действия которых влияют не только на национальные экономики, но и на всю геополитическую ситуацию в мире. В этой связи усиление российских нефтегазовых компаний на международной арене представляет важность для создания необходимых конкурентных преимуществ всей отрасли и сбалансированного развития российской экономики в целом.

Большое значение для развития нефтегазовых компаний приобретают слияния и поглощения, которые являются инструментом повышения эффективности в эпоху обостряющейся конкуренции за рынки сбыта производимой продукции, передовые технологии, человеческий капитал и факторы, способствующие максимизации рыночной ценности.

В данных условиях одним из наиболее приоритетных направлений деятельности нефтегазовых компаний является проведение трансграничных слияний и поглощений, которые позволяют в кратчайшие сроки решать поставленные задачи для достижения важнейших целей компании.

Международные слияния и поглощения как инвестиционная деятельность является наиболее сложным видом управленческой деятельности, в ходе которой необходимо профессионально и эффективно управлять всеми процессами компании. Сложность принятия решений об осуществлении трансграничных сделок тесно связана с проблемами по оценке компаний нефтегазовой отрасли,

современных тенденций финансовых рынков и международной конъюнктуры. В данной связи построение эффективной системы по управлению слияниями и поглощениями на глобальном рынке во многом зависит от наличия механизма оценки данных сделок. Стоит отметить, что существующие методики работают в условиях наличия множества ограничений по оценке российских сделок с учетом международной специфики. При этом оценка нефтегазовых компаний требует хорошей методологической проработки, использования различных моделей, автоматизации расчетов.

Важно рассмотреть потоки прямых иностранных инвестиций с точки зрения оценки инвестиционного климата той или иной страны, потенциала сотрудничества с точки зрения экономической выгоды, географической близости, политической целесообразности сближения стран через консолидацию международного капитала нефтегазовых компаний. Эти факторы играют важную роль при анализе и прогнозировании трансграничных слияний и поглощений в кризисный и посткризисный периоды.

Поскольку возрастающая нестабильность мировых нефтегазовых рынков способна причинить большой ущерб для деятельности всех стран мира, а международные фондовые биржи характеризуются возрастающим количеством инструментов, добавляющих волатильности мировым рынкам, необходимо уделить особое внимание вопросам эффективного развития всех отраслей экономики, но в особенности нефтегазовой, составляющей опору экономического развития России. В данных условиях реализация международных слияний и поглощений способна обеспечить выживание компании и максимизацию рыночной капитализации в целом. Таким образом, исследования, посвященные практике международных слияний и поглощений, являются в силу указанного выше актуальными и предопределили научную новизну настоящего диссертационного исследования.

Степень разработанности исследуемой проблематики. Некоторые положения кандидатской диссертации сформированы на основе анализа и обобщения теоретико-методологических и научно-практических работ

иностранных и российских ученых по вопросам эффективной оценки международных слияний и поглощений. В частности, в них рассматриваются проблемы противодействия недружественному поглощению и рейдерству предприятий со стороны транснациональных корпораций, совершенствования экономической оценки нефтегазовых компаний, изучения зарубежного и отечественного законодательства применительно к теме исследования. Однако ряд вопросов теории и практики эффективной оценки трансграничных слияний и поглощений нефтегазовых компаний остались недостаточно разработанными. Прежде всего, к ним необходимо отнести разработку комплексного механизма оценки нефтегазовой отрасли в условиях, включающих в себя изучение влияния мировой экономики на происходящие внутри России процессы слияний и поглощений, обоснование параметров средневзвешенной стоимости капитала и формализованного по этапам алгоритма отбора компании-кандидата для осуществления сделки с учетом волатильности мировых рынков.

Актуальность указанной темы для компаний нефтегазовой отрасли и необходимость решения имеющихся проблем в этом направлении послужили основой для формулирования цели и задач настоящего диссертационного исследования.

Цель диссертационного исследования заключается в разработке предложений по формированию механизма оценки слияний и поглощений нефтегазовых компаний Российской Федерации в условиях волатильности мировой экономики, учитывающей антироссийские санкции и современное состояние международных рынков слияний и поглощений.

Для достижения указанной цели были поставлены и решены следующие основные **задачи:**

- изучение теоретических аспектов трансграничных слияний и поглощений как факторов, влияющих на выбор соответствующих объектов присоединения и на форму организации сделки с учетом специфики мировой экономики;

- определение современных тенденций прямых иностранных инвестиций по странам и регионам мира;

- оценка состояния развития мирового и российского рынка слияний и поглощений нефтегазовых компаний;

- рассмотрение условий, преимуществ и недостатков экспансии нефтегазовых компаний на международные рынки капиталов;

- исследование синергетических эффектов, влияющих на принятие решения о проведении трансграничных слияний и поглощений;

- разработка алгоритма отбора компании-кандидата для слияний и поглощений нефтегазовых компаний и модели определения средневзвешенной стоимости капитала для компаний нефтегазовой отрасли России в условиях глобализации рынков и взаимопроникновения национальных экономик мира;

- обоснование управленческих решений, направленных на развитие российской нефтегазовой промышленности посредством осуществления трансграничных слияний и поглощений.

Объект исследования – международные слияния и поглощения нефтегазовых компаний в условиях влияния мировой экономики и современного положения страны.

Предмет исследования – оценка эффективности международных слияний и поглощений нефтегазовых компаний в современных условиях глобализации.

Теоретико-методологической основой исследования послужили труды, посвященные изучению международных и отечественных сделок слияний и поглощений российских и зарубежных теоретиков и практиков экономической науки. В зарубежной литературе эти вопросы рассматривались в трудах У.Баффета, Р. Брейли, С. Майерса, Д. Ван Хорна, Ю.Ф. Бригхема, Т.Коупленда, А. Дамодарана, А. Маммена, Б. Эванса, Э. Уорда, Э. Калдвела, Р.Фореста, А. Хеслопа, Д. Джонстона, А. Шермана и др.

Проблемам оценки и реализации сделок слияний и поглощений, рынка нефти и газа посвящены работы российских исследователей: М.А. Лимитовского, Е.Н. Лобановой, М.А. Эскиндарова, Я.М. Миркина, Д.В.Тихомирова, С.В. Рамазановой, А.Д. Радыгина, А.Е. Молотникова, А.Е. Иванова, А.И. Веселова, С.В. Гвардина, А.В. Козлова и др.

Диссертационное исследование основано на использовании методов системного, структурно-логического, экономико-статистического, сравнительного и ретроспективного анализа. Методы, используемые в исследовании, основаны на сложившихся в мировой экономике теоретических подходах к развитию международных нефтяных рынков.

Информационно-источниковедческая основа исследования включает в себя разработки и труды Института мировой экономики и международных отношений РАН, Московского государственного института международных отношений (Университета) МИД России, Российского государственного университета нефти и газа (НИУ) имени И.М. Губкина, Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, Санкт-Петербургского государственного университета, информационные материалы Правительства РФ, Министерства экономического развития РФ, Федеральной службы государственной статистики, Центрального банка РФ, органов государственной власти Республики Татарстан.

Важное значение для диссертационного исследования имели аналитические данные Всемирной федерации бирж, Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД), Всемирного экономического форума, Министерства финансов США, Министерства нефти и энергетики Ирана, Гамбургского университета, компаний Boston Consulting Group, KPMG, PwC, McKinsey, Deloitte Touche Tohmatsu Limited, Ernst&Young. Учитывая специфику объекта исследования, автор также изучил корпоративную отчетность компании «Татнефть».

Научная новизна диссертационного исследования заключается в разработке и обосновании механизма оценки слияний и поглощений компаний нефтегазовой отрасли, осуществляющих деятельность на зарубежных рынках. Ряд положений исследования был конкретизирован на основе предложений по внешнеэкономическому развитию вертикально-интегрированной нефтяной компании ПАО «Татнефть».

Основные научные результаты. Для раскрытия научной новизны и отражения личного вклада соискателя в решение упомянутых проблем на защиту выносятся следующие результаты:

- раскрыты теоретические аспекты управления трансграничными слияниями и поглощениями компаний, в частности, установлено, что в условиях обостряющейся конкуренции в мире за месторождения, рынки сбыта, передовые технологии и факторы, способствующие максимизации ценности нефтегазовых компаний, проведение слияний и поглощений с зарубежными ТНК является важным инструментом, позволяющим реализовать необходимые задачи в короткие сроки;

- в результате анализа исходящих и привлекаемых в мире объемов инвестиций выявлено, что ведущая роль в данном вопросе принадлежит США и его государствам-сателлитам. Однако наибольший потенциал роста принадлежит Китаю, особенно в части осуществления сделок слияний и поглощений с нефтегазовыми компаниями России. Таким образом, установлено, что страны Азиатско-Тихоокеанского региона являются наиболее перспективными для развития дальнейшего сотрудничества не только с точки зрения укрепления политических отношений, но и внешнеэкономических связей посредством привлечения прямых иностранных инвестиций и осуществления сделок слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли. Снижение объема сделок по покупке российских активов компаниями Европы и Северной Америки стало результатом расширения и ужесточения санкций против России;

- установлено, что в сложившейся практике слияний и поглощений крупнейших зарубежных нефтегазовых компаний наибольшее значение имеют синергетические эффекты, связанные с увеличением прибыли на одну акцию, приростом рыночной капитализации компании и снижением стоимости привлечения финансирования. При этом наибольшее влияние на размер выплачиваемой в адрес компании-цели премии оказывают наличие лицензий на месторождения, степень их разработки, имеющиеся мощности по переработке сырья, наличие развитой сбытовой системы, АЗС и география их расположения.

- на основе обобщения международного опыта и совершенствования оценки нефтегазовых компаний разработана модель расчета средневзвешенной стоимости капитала WACC, позволяющая учитывать характерные для нефтегазовой отрасли риски и состояние мировой экономики;

- формализация процессов оценки и необходимость сведения работы к конкретным пошаговым операциям послужила основой для разработки алгоритма отбора компании-кандидата при проведении международных сделок слияний и поглощений нефтегазовых компаний;

- даны предложения по развитию зарубежной деятельности нефтегазовой компании через осуществление слияний и поглощений на примере ПАО «Татнефть», что является результатом анализа практики международных экономических отношений в нефтегазовом комплексе, а также рекомендации по определению ценности компании в соответствии с предложенным механизмом оценки.

Практическая значимость диссертации состоит в том, что содержащиеся в ней положения и выводы могут быть использованы участниками нефтегазового рынка при разработке стратегий развития внешнеэкономической деятельности, российскими нефтегазовыми компаниями при осуществлении международных сделок слияний и поглощений, а также при внесении изменений и дополнений в законодательные и нормативные акты профильных министерств и ведомств РФ, регулирующих нефтегазовую отрасль, деятельность хозяйствующих субъектов в области нефтегазовой промышленности.

Аналитические материалы могут использоваться для преподавания дисциплин «Мировая экономика и международные экономические отношения», «Управление внешнеэкономической деятельностью», «Управление предприятиями нефтегазового комплекса».

Диссертационное исследование выполнено в рамках следующих пунктов **паспорта научной специальности Высшей аттестационной комиссии РФ 08.00.14 – Мировая экономика:**

23. Место и роль транснациональных корпораций в современной мировой экономике, их взаимодействие с национальными хозяйствами стран базирования и стран пребывания их зарубежных филиалов.

26. Внешнеэкономические интересы России на мировом рынке и в отношениях с отдельными странами и группами стран. Геоэкономические проблемы России, ее стратегические приоритеты и внешнеэкономические перспективы.

28. Пути и формы интеграции России в систему мирохозяйственных связей. Особенности внешнеэкономической деятельности на уровне предприятий, отраслей и регионов.

Апробация и публикации по теме исследования. Диссертационное исследование было апробировано на кафедрах «Мировая экономика» и «Экономика и управление в топливно-энергетическом комплексе» ФГБОУ ВО «Государственный университет управления». По теме диссертационного исследования опубликованы 3 работы в изданиях, входящих в перечень рецензируемых журналов Высшей аттестационной комиссии Министерства образования и науки Российской Федерации. Ряд положений диссертационного исследования были апробированы в ходе «Международной научно-практической конференции студентов и аспирантов «Казанские научные чтения» (г. Казань, ИЭУП, 2013), «23-й Всероссийской студенческой конференции «Проблемы управления 2015» (г. Москва, ГУУ, 2015); «20-й Международной научно-практической конференции «Актуальные проблемы управления – 2015» (г. Москва, ГУУ, 2015), 32-й Всероссийской научной конференции молодых ученых «Реформы в России и проблемы управления-2017» (г. Москва, ГУУ, 2017).

Структура диссертации. Диссертация объемом 168 страниц состоит из введения, 3 глав, 9 параграфов, заключения, списка литературы, включающего 180 источников (81 – на иностранном языке), 6 приложений, 21 таблицы, 21 формулы и 10 рисунков.

ГЛАВА 1. Теоретико-аналитические основы управления международными слияниями и поглощениями компаний

1.1 Теоретические аспекты трансграничных слияний и поглощений

В современных условиях глобализации рынков и динамично изменяющейся внешней среды компании для устойчивого и непрерывного развития необходимо обладать рядом ключевых конкурентных преимуществ, которые позволят ей успешно функционировать при возрастающей волатильности мировой экономики. Для нефтегазовых компаний, которые вынуждены работать в ожесточенной конкурентной среде, вопросы совершенствования инвестиционной деятельности и проведения международных слияний и поглощений приобретают особую значимость, так как большая часть реальных инвестиций в приобретение других компаний характеризуется необратимостью и оказывает долгосрочные эффекты на внешнеэкономическую деятельность компании. Помимо этого, в связи с глобализацией рынков труда, капитала, товарных рынков, жизненного цикла товаров и услуг, организационных форм, структур и бизнес-процессов происходящие процессы обуславливают необходимость непрерывного их совершенствования.

Слияния и поглощения основываются на переходе права собственности с передачей контроля над компанией и ее активами другому хозяйствующему субъекту, осуществляющему данные процессы в добровольном (слияния) или принудительном (поглощения) порядке. Трактовка рассматриваемых понятий в российском законодательстве отличается от общепризнанного в мире понимания. Так, согласно ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ, реорганизацию предприятий возможно осуществить в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования. По действующим в России нормативно-правовым актам, слиянием компаний является создание нового общества посредством передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением последних[1]. Данное понятие эквивалентно

[1] Федеральный Закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 29.07.2017) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: справочная правовая система Консультант Плюс (дата обращения: 07.11.2017).

по смысловому значению зарубежному определению «корпоративная консолидация». Международная практика предусматривает использование указанной терминологии в случае, если при осуществлении сделки все участники слияния утрачивают юридическую обособленность и формируют новую компанию, частью которой они становятся.

Согласно зарубежному законодательству слияние понимается как процесс консолидации двух или более компаний, по итогам которого функционирование продолжает осуществлять лишь одна компания с прекращением деятельности остальных. В отечественной трактовке это же определение попадает под другой термин – «присоединение» или ликвидация ранее действовавших обществ с целью создания новой структуры, перенимающей все права и обязанности прекративших свое существование фирм[1].

С другой стороны, в зарубежной практике существует термин «Корпоративное поглощение» – процесс завладения покупателем права собственности на активы поглощаемой корпорации. С точки зрения англосаксонской системы права данное определение означает принятие мер по приобретению акций компании-цели несмотря на отказ руководства от публичного предложения о сделке. В России же, как правило, враждебные поглощения являются формой корпоративного захвата и могут сопровождаться использованием подходов, противоречащих российскому законодательству и без учета решения действующих собственников.

Таким образом, становится понятно, что одинаковые на первый взгляд термины, в российской и зарубежной трактовке могут иметь разное значение. С учетом изложенного при изложении результатов исследований, полученных в настоящем диссертационном исследовании, будет использоваться термин «слияние и поглощение».

Международные слияния и поглощения в рамках данной работы можно определить как создание новой корпорации на основе компаний, ранее не имевших выхода на международные финансовые рынки или объединение двух

корпораций на базе одной из них в целях повышения рыночной капитализации компании, на основе которой и состоялась сделка. При этом чаще всего одна из компаний выступает в качестве транснациональной.

Рассмотрение основных финансовых эффектов, способов финансирования, направленных на осуществление международной интеграции коммерческих публичных компаний способствует более полному пониманию будущих тенденций посредством корпоративных слияний и поглощений на международном уровне.

Для повышения эффективности производственных и финансовых ресурсов рассмотрим наиболее используемые стратегии развития (рисунок 1.1).

Следует отметить, что использование в целях развития компании стратегий органического роста или слияний и поглощений обусловлено несколькими аспектами. Первая стратегия применима в случае, когда темпы роста компании и отрасли достаточно высоки, а производимая продукция и используемые ресурсы уникальны, что позволяет быть конкурентоспособным на фоне низких конкурентных преимуществ других участников отрасли.

Основной причиной выбора стратегии слияний и поглощений по сравнению с другими подходами является скорость реализации стратегии. Поскольку разработка и внедрение новых технологий, продукции силами самой компании может быть осуществлена в течение длительного периода времени (не менее 8 лет), стратегия слияний и поглощений, позволяющая оптимизировать процессы и завладеть необходимыми ресурсами и перечнем услуг в течение короткого периода времени, выглядит весьма перспективной. Более того, слияния и поглощения позволяют минимизировать расходы на получение нематериальных активов путем приобретения необходимых лицензий на месторождения, брендов и результатов научно-исследовательских и опытно-конструкторских разработок.

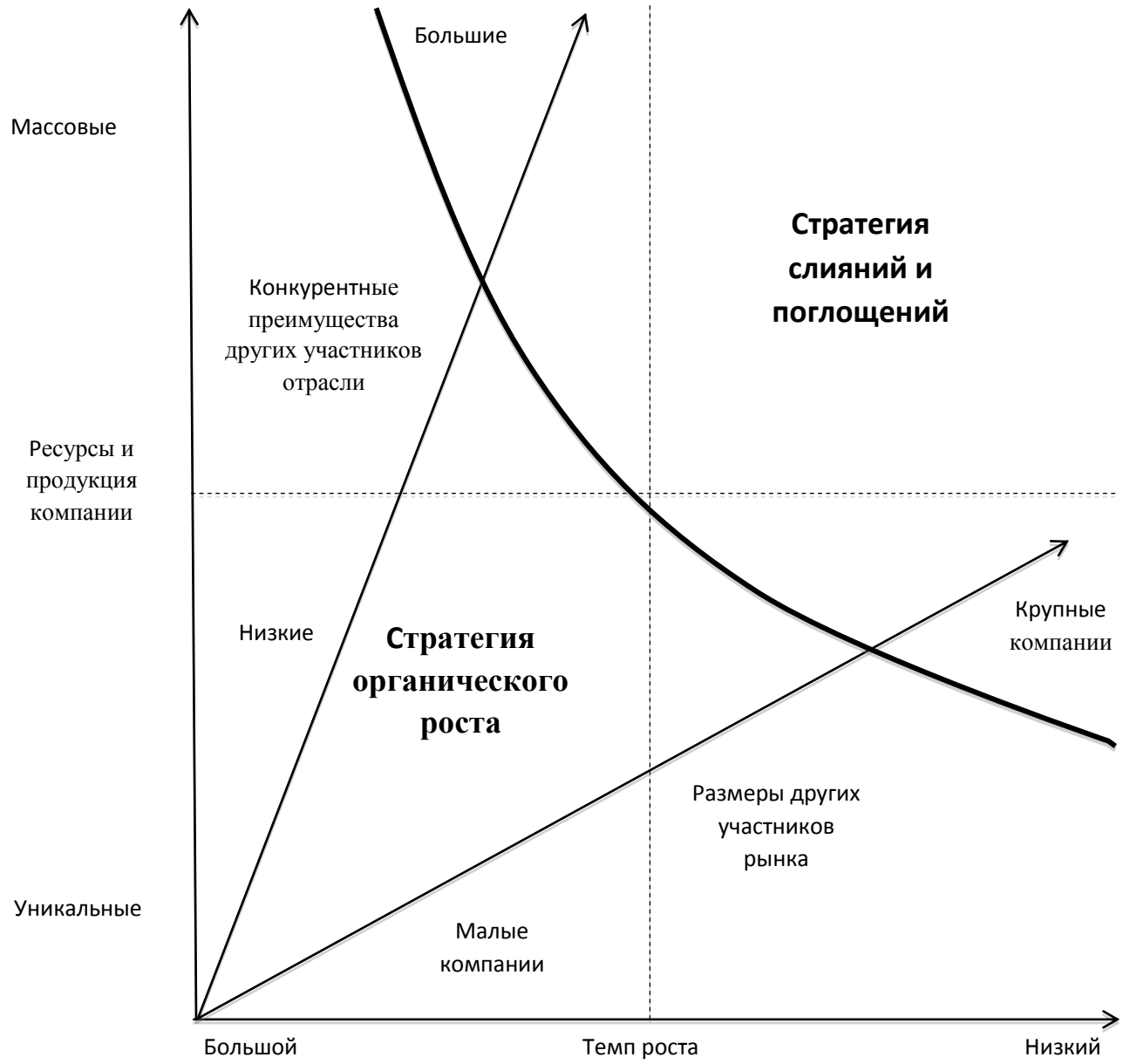


Рисунок 1.1 - Выбор стратегии развития компании на международном рынке

Источник: составлено автором по материалам: Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями: пер. с англ. / У.Баффет; Л.Каннингем. – М.: 2014. – 268 с.; Kalotay K., Panibratov A. Cross-border M&A and competitive advantage of Russian EMNEs – The Competitive Advantage of Emerging Market Multinationals. – Cambridge, 2013. – pp. 220-238.

Также для компании, занятой в сфере нефтегазовой промышленности, не имеющей уникальное сырье, функционирующей на относительно низкорастущем рынке и производящей массовый продукт для многих стран мира, в целях дальнейшего развития и расширения бизнеса стратегия слияний и поглощений является более приемлемой.

Определившись, таким образом, с терминологией и выбором верной стратегии развития компании, рассмотрим общепринятые в российской и мировой практике классификации слияний и поглощений.

Существует множество классификаций, одна из которых связана с характером интеграции компаний[2,3]:

а) горизонтальные слияния - объединение компаний по отраслевому признаку, то есть осуществляющих производство подобной продукции со схожими технологическими процессами. Особенностью данной разновидности сделок является то, что зачастую горизонтальные слияния осуществляются компаниями, желающими устранить конкурента на рынке, что способствует возрастанию влияния создаваемой компании;

б) вертикальные слияния – предполагают интеграцию компаний, выполняющих различные этапы технологических, административных и сбытовых функций, занятых во многих направлениях одной отрасли. Вертикально-интегрированные нефтяные компании являются примером подобной интеграции, в рамках которой соединяются процессы от добычи необходимого сырья до сбыта через собственную сеть автозаправочных станций;

в) конгломератные слияния – интеграция компаний, не связанных между собой по выполняемому перечню функций и процессов, занятых в разных отраслях и в некоторых случаях странах.

Рассматривая данную классификацию в контексте международных слияний и поглощений, необходимо отметить, что объединения по отраслевому признаку встречаются наиболее часто. Возможно, это частично объясняется глобализацией и связанной с ней международной конкуренцией с выделением соответствующих рыночных сегментов, а также схожестью рисков в пределах одной отрасли: страновой риск и валютные риски транснациональные компании несут в любом случае, а вот технологические и отраслевые риски почти отсутствуют.

---

[2] Брейли Ричард, Майерс Стюарт Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2008. – 1008 с.

[3] Ван Хорн Джеймс К., Джон М.Вахович, мл. Основы финансового менеджмента. – 12-е издание / Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильяме», 2008. – 1232 с.

Вертикальные слияния вызваны в основном особенностями местоположения компании. Конгломератные слияния чаще продиктованы желанием одной крупной корпорации диверсифицировать свою деятельность в разных странах по отличающейся между собой продукции, обоснованность подобных слияний вызывает наибольшие сомнения.

Иногда рассматриваются дополнительные варианты конгломератных слияний международных компаний[4,5]:

а) слияния с увеличением номенклатуры продукции, суть которых заключается в приобретении не конкурирующей компании, производящей отличную от компании-покупателя продукцию. При этом процессы производства и сбыта могут быть схожи;

б) слияния с развитием рынка сбыта, основанных на расширении каналов сбыта продукции через приобретение крупных точек реализации;

в) чистые конгломератные слияния - интеграция компаний, не имеющих никакой общности.

Чистые конгломератные слияния на международном уровне встречаются значительно реже, поскольку чреваты большим риском и имеют сомнительное обоснование и требуют наибольших транзакционных издержек.

Существующая классификация сделок по слиянию и поглощению, в обобщенном и более полном виде представлена в таблице 1.1.

Выбор компаниями необходимого способа осуществления сделки зависит от множества факторов, среди которых цели стратегического развития, наличие необходимых производственных, финансовых и человеческих ресурсов, мотивов, определяющих необходимость проведения сделки, макроэкономическая ситуация в стране и международная конъюнктура. Немаловажную роль при этом играют формы осуществления сделок слияний и поглощений.

---

[4] Веселов А.И. Оценка стратегического эффекта от объединения предприятий // Экономический анализ: теория и практика. – 2012. - № 9. – С. 51-54.

[5] Лимитовский М.А., Лобанова Е.Н., Паламарчук В.П. Финансовый менеджмент как сфера прикладного использования корпоративных финансов.– М.: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2011. – 392 с.

Таблица 1.1 – Уточненная классификация слияний и поглощений с учетом международной специфики

Признак интеграции	Классификация
Характер сделки	- горизонтальные - вертикальные - конгломератные
По страновой принадлежности	- национальные - транснациональные
Отношение руководства компании	- дружественные - враждебные
Условия предлагаемой сделки	- паритетные - непаритетные

Источник: составлено автором по материалам: Брейли Ричард, Майерс Стюарт Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2008. – 1008 с.; Витвицкий М.В. Управление рисками в процессе проведения сделок M&A // Управление корпоративными финансами. – 2012. - № 1. – С. 44-50.

Классически выделяют следующие три формы международных корпоративных слияний и поглощений[6,7]:

а) слияние двух компаний, когда одна из них принимает на себя все активы и обязательства второй. Подобная сделка должна быть одобрена более чем 50% акционерами с обеих сторон, что является довольно непростой задачей и требует значительного времени между возникновением такой идеи, принятием решения и его реализацией, что налагает, в свою очередь, дополнительные валютные риски на обе стороны.

б) покупка акций компании, в том числе, в обход руководства. В данном случае, речь идет о поглощении, при котором бывшие акционеры могут получить значительный положительный эффект от продажи своих акций выше рыночной стоимости. Возможна и попытка через руководство заставить собственников принять данное решение. В таком случае недополучают свою долю уже акционеры.

[6] Ван Хорн Джеймс К., Джон М.Вахович, мл. Основы финансового менеджмента. – 12-е издание / Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильяме», 2008. – 1232 с.

[7] Гранди Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес: пер. с англ. / Т.Гранди. – М.: «ЭКСМО», 2008. – 240 с.

в) покупка активов компании. Предполагается, что это обычная, пусть и крупная сделка, доходы от которой получит компания и руководство, а не только собственники. В США нередкой является практика по развитию бизнеса и затем его дальнейшей продажи другим собственникам.

В международной теории и практике до сих пор отсутствует четкое обоснование роста популярности слияний в одни года, и их сокращения в другие года[8,9]. Конкретные инструменты обоснования необходимости слияний имеют место быть, так же, как и экономическая интерпретация мотивов и оценка последствий. В то же время, на практике, слияния часто оказываются неэффективны или же, наоборот, потенциально желаемые слияния не происходят. Так, например, в конце 90-х годов XX века слияния происходили очень часто, а к началу 2000-х годов стали редкостью. При этом о существенном изменении международных экономических отношений или финансовой системы речи не шло. Тем не менее, на сегодняшний день в современной мировой экономике формируется сложная ситуация. В условиях усиливающихся санкций и давления западных стран российские компании (в особенности нефтегазовой отрасли) вынуждены искать новые рынки сбыта своей продукции, развивать долгосрочное сотрудничество с партнерами из других стран не только для получения международной поддержки, но и для доступа к технологиям, дешевому финансированию и новым рынкам в целом.

С учетом изложенного можно выделить следующие наиболее частые причины неудачных слияний и поглощений[10,11]:

а) неверная оценка конъюнктуры мировых рынков;

б) пренебрежение поиском потенциальных проблем сделки;

в) ошибочный механизм оценки ценности компании;

---

[8] Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями: пер. с англ. / У.Баффет; Сост.Л.Каннингем. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2014. – 268 с.

[9] Oil & Gas Mergers and Acquisitions Report –Mid-year 2016: Looking for a restart [Electronic resource] / Deloitte Center for Energy Solutions. – Mode of access:https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/energy-resources/us-energy-and-resources-oil-and-gas-m-n-a-report-2016.pdf (дата обращения: 10.09.2017).

[10] Бригхем Ю.Ф. Финансовый менеджмент / Ю.Ф.Бригхем, Майкл С.Эрхардт; пер. с англ. под ред. Е.А.Дорофеева. – 10-е изд. – СПб: Питер, 2009. – 960 с.

[11] Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. - 576 с.

г) неудачная интеграция после поглощений.

Процессу международных корпоративных слияний и поглощений присущи аналогичные причины, которые еще и усугубляются меньшим объемом информации и иллюзорными представлениями об эффекте синергии или возможных проблемах на зарубежном рынке.

На сегодняшний день осуществляемые слияния и поглощения на международной арене обусловлены высоким влиянием внешней среды, что связано с глобализацией мировой экономики, взаимопроникновением институтов отдельных государств. Прежде всего, характерной для современного этапа развития мировой экономики чертой является переход к информационно-технологическому укладу, что объясняется возрастающей важностью информационного рынка. В этой связи слияния и поглощения являются инструментом для доступа к необходимой информации, представляющей наибольшую ценность.

Как известно, важными субъектами мировой экономики являются именно транснациональные корпорации (ТНК) — корпорации, которые состоят из родительской компании и аффилированных (т.е. находящихся в ее полной или частичной собственности) фирм за рубежом. По мере расширения сети своих зарубежных фирм интересы ТНК все меньше совпадают с интересами национальных экономик, включая страны их происхождения. Это важная причина выделения ТНК в отдельный субъект мировой, особенно глобальной, экономики. За рубежом активно действуют российские нефтяные ТНК, так же как на территории России участвуют в ее хозяйственной жизни почти все ведущие ТНК мира [12]. В нефтегазовой отрасли существуют супергиганты, деятельность которых давно перешла за рамки отдельно взятой страны и нацелена на максимизацию рыночной власти благодаря проведению слияний и поглощений. Приобретая таким образом звенья и подразделения, необходимые для роста компании, ТНК

[12] Булатов А. С. Мировая экономика и международные экономические от-ношения. Полный курс: учебник/ А. С. Булатов [и др.]; под ред. А. С. Булатова. – М.: КНОРУС, 2017. – 916 с.

формируют собственные финансово-экономические системы, влияя на принимаемые в государстве решения.

Принимая во внимание объемы и структуру проводимых сделок, можно прийти к выводу о возрастающей тенденции приобретения целых корпораций наряду с растущим рынком товаров и услуг, что приводит к формированию нового глобального рынка, включающего все преимущества и недостатки кризисной ситуации в международной нефтегазовой отрасли.

Более того, современное состояние слияний и поглощений в мире характеризуется следующими аспектами развития:

а) международные нормы права и законодательства развитых стран способствуют либерализации товарооборота и привлечению инвестиций, созданию международных интеграционных структур для решения наиболее важных экономических вопросов нефтегазовой отрасли;

б) расширяются возможности по выпуску ценных бумаг, привлечению дополнительного финансирования для проведения международных слияний и поглощений, появляются финансовые инструменты, представляющие альтернативу действующим механизмам;

в) возрастает значение международных консалтинговых компаний, осуществляющих комплексный анализ отраслей промышленности и выступающих за проведение сделок слияний и поглощений. Стоит отметить, что ранее инициатива по приобретению активов принадлежала самим компаниям;

г) в связи с чрезмерными объемами добычи нефти возникают проблемы, связанные со сбытом производимой продукции, снижением уровня доходов, что обуславливает необходимость выхода на новые географические рынки, повышения контроля над месторождениями конкурентов;

д) разработки в области передовых технологий, сопровождающиеся высокими рисками, требуют увеличения инвестиций в НИОКР, что также возможно благодаря совместным усилиям объединенной компании, интеллектуальные ресурсы которой позволят сэкономить активы.

В ходе реализации слияний и поглощений на глобальном рынке определенные компании стремятся стать более конкурентоспособными на мировых нефтегазовых рынках. Этому способствуют имеющиеся компетенции в области эффективного осуществления инвестиций, хеджирования рисков, опыта управленческой деятельности во многих странах мира, получения доступа к необходимым рынкам и лицензионным месторождениям.

На решение о проведении сделки может влиять кризисная ситуация в компании и стране в целом, преодоление которого посредством слияний и поглощений рассматривается для недопущения утраты самостоятельности. Зачастую подобные кризисные явления служат хорошей возможностью для конкурентов усилить свои рыночные позиции за счет приобретения других компаний. Поэтому проведение слияний и поглощений в качестве оборонительного подхода для многих игроков нефтегазового рынка имеет большое значение.

Некоторые компании в процессе отбора кандидата на поглощение рассматривают предприятия из быстроразвивающихся стран, сделка с которым позволяет использовать имеющейся потенциал в более короткие сроки по сравнению с имеющимися в собственной стране возможностями развития.

Таким образом, слияния и поглощения являются неотъемлемой частью глобальных тенденций по приобретению компаний в разных странах, завладению необходимыми источниками нефтяного сырья и получению необходимых технологий. Решение об осуществлении сделки может быть принято на основе сопоставления выгод от инвестирования собственных активов в существующую деятельность компании с инвестированием в слияния и поглощения. При этом необходимо учесть расходы на интеграцию и оценить возможные риски. В действительности способность крупных компаний сформировать в короткие сроки портфель инвестиционных проектов в условиях глобализации мировой экономики является весьма важной.

Тем не менее, слияния и поглощения могут иметь неоднозначные последствия, связанные с противоречащими конкурентной борьбе последствиями как для развитых, так и развивающихся стран.

В первую очередь, развивающиеся страны испытывают опасения относительно потери контроля над наиболее крупными компаниями, а порой целыми отраслями экономики. Причиной этому является то, что иностранные транснациональные компании из развитых стран (особенно из Соединенных Штатов Америки) при осуществлении международных слияний и поглощений стремятся заполучить значительную долю в нефтегазовом бизнесе развивающихся стран или установить над ним полный контроль, тем самым ставя энергетическую безопасность страны под угрозу. Не меньшее опасение связано с угрозой утраты местной культуры и национальной идентичности.

Являясь способом реализации инвестиционных проектов и прямых иностранных инвестиций, слияния и поглощения имеют недостатки по причине упомянутых последствий, к которым также относятся:

- финансовые результаты объединенной компании редко используются во благо принимающей страны. Полученные прибыли, как правило, находят свое отражение на счетах материнской компании;

- даже в случае успешного проведения слияний и поглощений наблюдаются процессы оптимизации, согласно которым сокращаются численность персонала, некоторые подразделения, дублирующие функции других представительств компании, ликвидируются наименее прибыльные направления;

- поскольку слияния и поглощения по своей сути являются процессами, ведущими к монополизации рынка, это может привести к высокой концентрации рыночной власти в руках одной компании.

Если рассматривать положительные эффекты в долгосрочной перспективе, то в данном случае вероятность инвестирования в принимающую экономику достаточно велика, что способно привести к увеличению производственных мощностей и наращиванию промышленного потенциала страны. Кроме того, поглощаемая компания зачастую получает новые технологии и интеллектуальные

решения, которые до этого были ей недоступны. В целом необходимо отметить, что успех проведения слияний и поглощений зависит не только от закономерностей функционирования эффективного рынка, но и регулирующей роли государства, способного ограничить деятельность транснациональных компаний до уровня, не угрожающего конкуренции и экономическому суверенитету принимающей страны.

Большое значение для успешного осуществления слияний и поглощений имеет разработка этапов данных сделок. В современной науке этапы международных слияний и поглощений (таблица 1.2) имеют некоторую специфику, несмотря на их выстраивание в рамках общепринятых последовательных действий при любых слияниях и поглощениях, что во многом объясняется самой международной направленностью исследовательской деятельности на изучение особенностей слияний и поглощений в рамках глобализации мировой экономики.

Содержание и формы корпоративных слияний и поглощений международных компаний перекликаются с классическими особенностями слияний и поглощений компаний внутреннего рынка, тем не менее, обладая собственными отличительными чертами. Налоговые, правовые и учетные последствия международных слияний играют ключевую роль в развитии созданного объединения, влияя на выбор соответствующих объектов присоединения и на форму организации сделки.

Стоит отметить, что в основном, на развивающихся рынках имеют место поглощения, так как зачастую местные власти не способны защитить свои крупные корпорации несмотря на солидную долю в них. Но это не отменяет, тем не менее, попыток враждебного давления на менеджеров и собственников той или иной зарубежной компании, причем подобное давление может принимать самые разнообразные формы, что обусловлено требуемой гибкостью и необходимостью учета интересов местных властей.

Таблица 1.2 – Этапы международных слияний и поглощений и их характеристика

Этапы	Содержание характерное как для международного слияния, так и для слияния внутри страны	Только при международном слиянии
Подготовительный	Анализ путей повышения стоимости, соблюдение формальных процедур, анализ внутреннего состояния собственной компании	Анализ развития мировой экономики и мировых рынков, разработка международного плана развития и ее интеграция в иерархию долгосрочных целей компании
Отбор кандидатов	Сбор информации о кандидатах на поглощение, мониторинг ситуации, изучение отчетности	Подключение в процесс отбора кандидатов международных инвестиционных банков (фондов), широкое использование данных рейтинговых агентств
Углубленная оценка небольшого числа кандидатов	Привлечение экспертов по налогообложению, оценка реальной стоимости кандидатов, бюджетное планирование	Поиск политической поддержки, осуществление анализа политической и культурной среды, попытка лоббирования собственных интересов, подготовка к проведению реструктуризации в части ведения бухгалтерского учета, оценка будущей транспарентности
Переговоры и торги	Достижение доверительных отношений с частью руководства компаний, проведение переговоров, снижение цены покупки, раскрытие преимуществ слияния или поглощения для продавца	Учет при переговорах культурных рисков, привлечение переводчиков, «убеждение» оппонентов за счет силы собственной валюты или культурных, правовых особенностей функционирования
Управление интеграцией после слияния	Установить регламентацию новой организации, выявить лучших сотрудников в обеих компаниях, снизить уровень конфликтности, обосновать сделку перед рынком	Решить все дела с местными органами власти, пролоббировать свои интересы, осуществить хеджирование валютных рисков

Источник: составлено автором по материалам: Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. - 576 с.; Kumar R. Valuation: Theories and Concepts / R.Kumar. – Academic Press, 2015. – 514 p.

Специфика слияний и поглощений на международной арене, помимо описанных выше проблем, проявляется также в разрезе налоговых, правовых, учетных последствий. Так, согласно российскому законодательству пп. 2 п. 3 ст. 39 НК РФ слияние и поглощение (в трактовке российского законодательства «присоединение») не может считаться формой реализации и не облагается

налогом на прибыль[13]. Более того, имеющиеся у присоединяемой компании санкции не переходят в разряд платежей новой созданной компании (или компании, осуществившей поглощение).

Согласно американскому законодательству (одному из наиболее развитых в мире) положения налогового кодекса ограничивают формы слияний и условия платежа за осуществление сделки. Право на освобождение от налогов дает выполнение трех условий[14]:

- слияние должно осуществляться в интересах деятельности компании, а не ради экономии на налогах (иначе сделка может быть признана недействительной);

- приобретаемая компания должна так или иначе сохраниться;

- по крайней мере 50% платежей должно быть осуществлено голосующими акциями приобретающей компании (на базе которой произошло присоединение).

В противном случае, т.е. при невыполнении хоть одного указанного условия, продавец (присоединяемая компания) должен уплатить налог на реализацию имущества (налог с продаж). Следовательно, международные слияния и поглощения во многом зависят от действующих режимов налогообложения и решения о присоединении должны приниматься с учетом того, облагается ли данная процедура налогами и в каком объеме.

Ситуация, когда осуществление тендерных предложений о приобретении акций международной компании происходит без согласования с ее руководством (акции компании выкупаются у собственников по цене выше рыночной), в мировой практике встречает затруднения законодательного характера. Причины, препятствующие подобному развитию событий, заключаются в участии

---

[13] Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 № 117-ФЗ (ред. от 03.04.2017) (с изм. и доп., вступ. в силу с 04.05.2017). [Электронный ресурс] – Режим доступа: справочная правовая система «Консультант Плюс» (дата обращения: 12.02.2017).

[14] Sherman A. J., Hart M. A. Keeping M&A Transactions on Track [Electronic resource] / A.J.Sherman, M.A. Hart / Mergers & Acquisitions from A to Z. – American Management Association International, 2015. – Mode of access: http://eds.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=16&sid=7a294429-1585-450f-986c-4abda2607981%40sessionmgr4009 (дата обращения: 21.10.2016).

государства в доле крупного бизнеса, ограниченность числа собственников (концентрированная форма собственности) или же политическое давление[15].

Главный вопрос, который стоит для руководства и собственников нефтегазовой компании, осуществляющей международное слияние или поглощение, заключается в том, как оценивать конкурентоспособность компании, ее ценность и потенциал, имея информацию до и после поглощения. Если поглощение имеет международный характер - документы могут быть несопоставимы, и в этом случае необходима отчетность по МСФО с обеих сторон, что требует от финансовых служб компаний соответствующих компетенций.

Переходя к оценке стоимости сделки по слиянию и поглощению, необходимо отметить разницу между классической ценой слияния (или поглощения) и ценой, характерной для международных сделок (таблица 1.3).

Таблица 1.3 - Цена приобретения при классическом и международном слиянии и поглощении

Условное обозначение элементов	Классическая цена приобретения	Цена приобретения международной компании
Ц1	Балансовая ценность собственного капитала	Балансовая ценность собственного капитала по МСФО
Ц2	Ц1 + Репутация = Рыночная цена	Ц1 + Репутация +/- Темпы роста экономики, в которой функционирует присоединяемая компания = Рыночная цена
Ц итог	Цена приобретения = Ц2 + премия за приобретение	Ц2 + Премия за приобретение + страновая премия + Премия за дополнительный политические и культурные риски

Источник: составлено автором по материалам: Дамодаран Асват Инвестиционная оценка. / Пер. с англ. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. - 1342 с.; Mazzariol P., Thomas M. Theory and practice in M&A valuations / P. Mazzariol, M. Thomas // Strategic Direction. – Vol.32 (2016). – pp. 8-11.

Учет указанных в таблице 1.3 факторов оказывает непосредственное влияние на конечную стоимость оцениваемой компании и способствует формированию наиболее полной картины предстоящей сделки.

[15] Ван Хорн Джеймс К., Джон М.Вахович, мл. Основы финансового менеджмента. – 12-е издание / Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильяме», 2008. – 1232 с.

Следует отметить, что формирование механизма оценки трансграничных слияний и поглощений нефтегазовых компаний обусловлено выявлением проблемных аспектов оценки, разработкой алгоритма отбора компании-кандидата и модели расчета средневзвешенной стоимости капитала (рисунок 1.2).

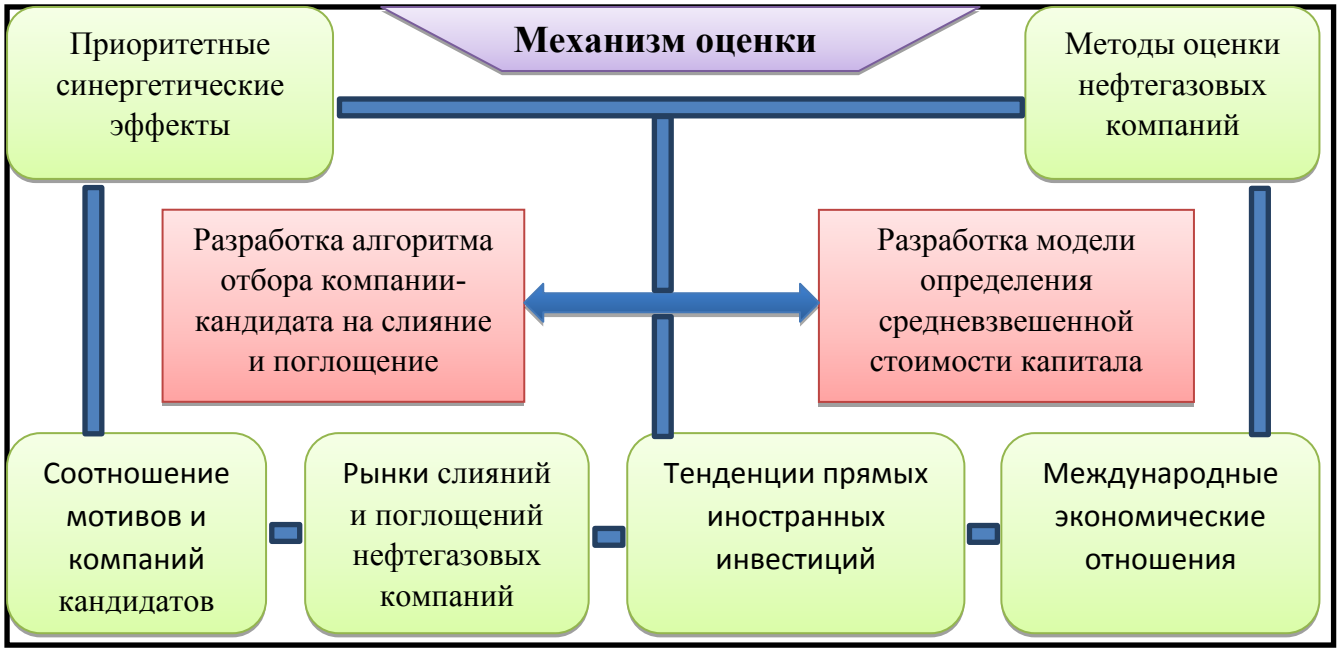


Рисунок 1.2 – Механизм оценки трансграничных слияний и поглощений нефтегазовых компаний

Источник: разработан автором.

Как видно из рисунка 1.2, предлагаемый механизм оценки слияний и поглощений на мировом рынке требует рассмотрения множества факторов, среди которых мотивы осуществления сделки, методы оценки нефтегазовых компаний, приоритетные синергетические эффекты, российский и мировой рынок слияний и поглощений, а также тенденции прямых иностранных инвестиций и современный этап международных экономических отношений. Однако автором исследования предлагается также ввести еще две дополнительные составляющие в схему механизма. Это алгоритм отбора компании-кандидата на осуществление слияний и поглощений в условиях глобализации и модель определения средневзвешенной стоимости капитала, что связано с необходимостью их совершенствования в соответствии с существующей ситуацией в мировой экономике. Следует отметить, что до настоящего времени, совокупность предлагаемых элементов схемы не применялась на практике. Это привело к тому, что оценка слияний и

поглощений осуществлялась на основе моделей и механизмов, не учитывающих современное состояние российской экономики и геополитического положения страны. Таким образом, разработка алгоритма и модели является одним из основных направлений исследований настоящего диссертационного исследования.

Главный вопрос, который стоит для руководства и собственников нефтегазовой компании, осуществляющей международное слияние или поглощение, заключается в том, как адекватно оценить конкурентоспособность компании, ее ценность и потенциал. Принимая во внимание сложную ситуацию в мире, нельзя не учитывать уровень экономического развития стран-участниц сделки. Дальнейшие исследования в рамках формирования механизма оценки трансграничных слияний и поглощений необходимо осуществить с учетом актуального состояния мирового и российского рынка слияний и поглощений нефтегазовых компаний, а также взаимных инвестиций зарубежных стран.

1.2 Состояние развития мирового и российского рынка слияний и поглощений нефтегазовых компаний с учетом современных тенденций прямых иностранных инвестиций

На сегодняшний день в условиях сложной экономической и политической ситуации в мире, а также современного отношения международного сообщества к Российской Федерации большую важность для сохранения и развития компаний нефтегазовой отрасли представляют возможности привлечения прямых иностранных инвестиций и приобретения зарубежных компаний, обладающих необходимым оборудованием, лицензиями на месторождения и др. Для исполнения данных задач руководству нефтегазовых компаний, являющихся по сути основной движущей силой российской экономики, необходимо, в первую очередь, определить наиболее активные с точки зрения инвестирования и сотрудничества страны и регионы мира. Это позволит принять дальнейшие управленческие решения по осуществлению международных слияний и поглощений с наиболее перспективными и максимально отвечающими интересам России партнерами.

Как и в предыдущие года, за 2016 год совокупное состояние развития мирового рынка слияний и поглощений несмотря на финансово-экономический кризис охарактеризовалось увеличением суммы сделок до рекордных 4,5 трлн. долл. США (рисунок 1.3).

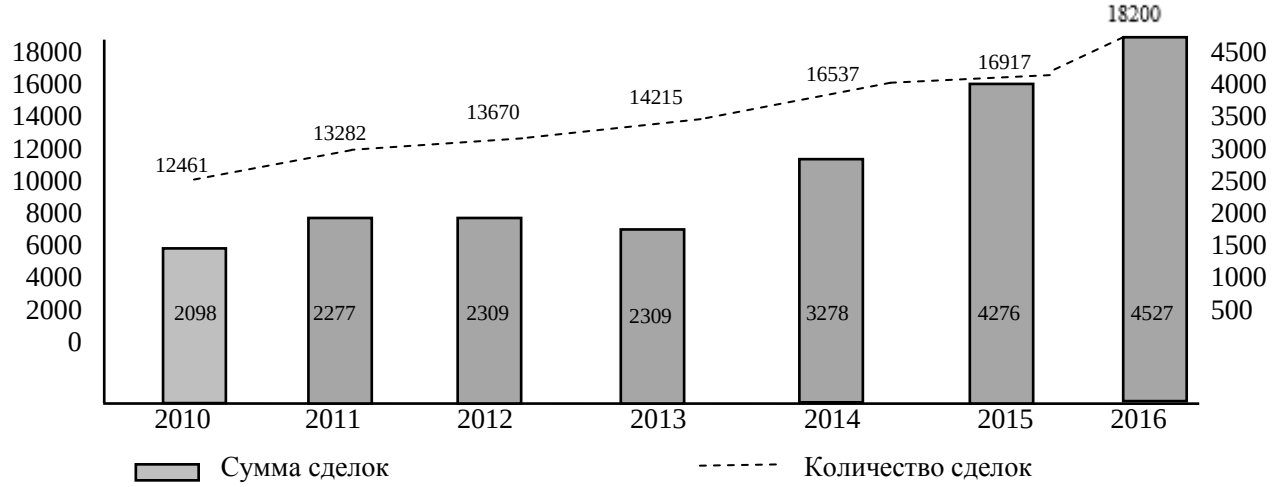


Рисунок 1.3 - Мировой рынок слияний и поглощений за 2010-2016 гг., млрд. долл. США

Источник: составлено автором по материалам: Russian M&A Review 2016 [Electronic resource] / KPMG. – 2017. – April. – Mode of access: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ru/pdf/2017/04/ru-en-russian-2016-ma-overview.pdf (дата обращения: 10.04.2017); IMAA [Electronic resource] / The Institute for Mergers and Acquisitions and Alliances. – 2017. – Mode of access: https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions/ (дата обращения: 01.09.2017).

Данная ситуация позволяет судить о возрастающей глобальной активности крупнейших инвесторов по скупке активов, стоимость которых в кризисный период становится значительно меньше и более привлекательной для крупных транснациональных корпораций. Безусловно, ведущая роль в этих процессах отводится развитым странам и подконтрольным им ТНК по всему миру.

Российский рынок слияний и поглощений хоть и отличается от ситуации на мировом рынке, но имеет за последний год положительную тенденцию. Так, в 2016 году в России было объявлено о 481 сделке с общей суммой в 75,8 млрд. долл. США. Как видно из рисунка 1.4, российский рынок слияний и поглощений по сравнению с 2015 годом вырос на 46% в стоимостном выражении. При этом доля России на мировом рынке слияний и поглощений возросла до 1,7%, что по-прежнему значительно уступает значениям предшествующих лет (до 2015 года), которые соответствовали уровню в 4,3%.

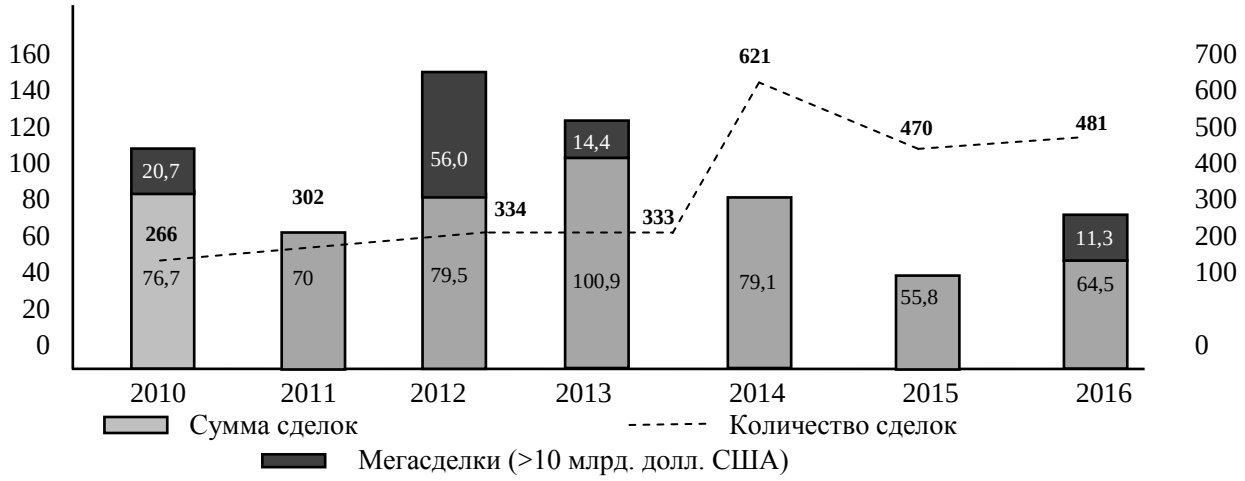


Рисунок 1.4 - Российский рынок слияний и поглощений за 2010-2016 гг., млрд. долл. США

Источник: составлено автором по материалам: Russian M&A Review 2016 [Electronic resource] / KPMG. – 2017. – April. – Mode of access: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ru/pdf/2017/04/ru-en-russian-2016-ma-overview.pdf (дата обращения: 10.04.2017).

Тем не менее, объемы российских сделок в сравнении с другими странами БРИКС занимают второе место, уступая Китаю, показатели которого по осуществлению слияний и поглощений являются рекордными, соответствующими более 500 млрд. долл. США[16]. Вместе с тем в последние годы нельзя не заметить асимметричные тренды в показателях мирового и российского рынка слияний и поглощений.

Подобному развитию российского рынка слияний и поглощений способствовало отсутствие реального экономического роста, ограниченный доступ к международным источникам финансирования, снижение цен на нефть и их дальнейшая волатильность. Малозаметной, но важной тенденцией российских компаний является уход с рынков капитала, в частности, Лондонской фондовой биржи[17].

[16] Рынок слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли [Электронный ресурс]/ международная аудиторско - консалтинговая компания Deloitte Touche Tohmatsu Limited. – Режим доступа: https://www2.deloitte.com/ru/ru/pages/energy-and-resources/articles/oil-and-gas-mergers-and-acquisitions.html (дата обращения: 05.07.2017).

[17] Перечень компаний Лондонской фондовой биржи [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.londonstockexchange.com/exchange/searchen (дата обращения: 01.04.2017).

Тем не менее, за 2017-2020 гг. ожидается значительное увеличение объема и количества сделок на российском рынке за счет восстановления секторов промышленности, оздоровления банковской и финансовой системы, снижения негативного влияния мировой экономики. Ожидается, что курс Правительства РФ по развитию долгосрочного сотрудничества со странами Азии и Ближнего Востока будет продолжен, особенно в нефтегазовой отрасли. Подтверждением этому являются сделки Катарского суверенного фонда по приобретению 20% в НК «Роснефть» за 11,3 млрд. долл. США и возросшие потоки инвестиций из Индии до 4,3 млрд. долл. США (таблица 1.4). Однако наибольший потенциал роста инвестиций и сделок по слияниям и поглощениям имеется со стороны Китая, реализующего амбициозный для всей мировой экономики проект «Шелковый путь».

Таблица 1.4 - Крупнейшие сделки на российском рынке слияний и поглощений в 2016 году, млн. долл. США

№	Объект сделки	Сектор	Покупатель	Продавец	Доля, %	Сумма сделки
1	НК «Роснефть»	Нефтегазовый	Консорциум под руководством Катарского суверенного фонда	АО «Роснефтегаз»	20%	11 270
2	Essar Oil Ltd	Нефтегазовый	НК «Роснефть»	Essar Group	49%	6 328
3	АНК «Башнефть»	Нефтегазовый	НК «Роснефть»	Росимущество	50%	5 299
4	«Полюс Золото»	Металлургия и горнодобывающая промышленность	«Полюс»	Polyus Gold International; миноритарные акционеры	32%	3 735
5	АНК «Башнефть»	Нефтегазовый	НК «Роснефть»	Миноритарные акционеры	31%	3 112
6	ГК «Мортон»	Недвижимость и строительство	ГК «ПИК»	Александр Ручьев	100%	2 235
7	«Ванкорнефть»	Нефтегазовый	Indian Oil Corporation; Oil India Ltd; Bharat Petro Resources Ltd	НК «Роснефть»	24%	2 000

Источник: составлено автором по материалам: Russian M&A Review 2016 [Electronic resource] / KPMG. – 2017. – April. – Mode of access: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ru/pdf/2017/04/ru-en-russian-2016-ma-overview.pdf (дата обращения: 10.04.2017).

В целом в 2016 году на страны Азии и Ближнего Востока соответствовали 80% всех сделок по приобретению российских активов иностранными компаниями. При этом основная часть указанных сделок осуществлялась в нефтегазовой отрасли. Следует отметить, что вследствие падения цен на нефть и неблагоприятной международной конъюнктуры 2016 год стал самым неудачным для российских нефтегазовых компаний с позиции разработки новых месторождений за прошедшие 70 лет [18,19].

Как было отмечено ранее, оценка перспектив объемов слияний и поглощений, обусловленных взаимными потоками прямых иностранных инвестиций (ПИИ), как и тенденции ПИИ представляют высокую важность для всего диссертационного исследования.

Согласно данным Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию (ЮНКТАД ООН) в 2016 году глобальные потоки прямых иностранных инвестиций после значительного увеличения в 2015 году снизили темпы роста. Общий объем ПИИ уменьшился на 2% до 1,75 трлн. долл. США[20]на фоне слабого экономического роста и значительных политических рисков, которые также влияют на деятельность транснациональных компаний нефтегазовой отрасли.

В настоящее время глобальные потоки прямых иностранных инвестиций постепенно восстанавливаются, а прогнозы на 2017-2020 годы являются умеренно-оптимистичными. Ожидания экономического роста в основных регионах, возобновление роста торговли и восстановление прибыли нефтегазовых корпораций способствует небольшому увеличению ПИИ. По прогнозам,

[18] Biscardini G., Morrison R., Branson D., Del Maestro A. 2017 Oil and Gas Trends [Electronic resource] / G. Biscardini, R. Morrison, D. Branson, A. del Maestro // PwC Report. – 2017. – Mode of access: https://www.strategyand.pwc.com/trend/2017-oil-and-gas-trends (дата обращения: 12.08.2017).

[19] Russian M&A Review 2016 [Electronic resource] / KPMG. – 2017. – April. – Mode of access: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ru/pdf/2017/04/ru-en-russian-2016-ma-overview.pdf (дата обращения: 10.04.2017).

[20] World Investment Report 2017 (UNCTAD) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid= 1782 (дата обращения: 25.09.2017).

благодаря этому глобальные потоки в 2018 году вырастут до 1,85 трлн. долл. США, однако данный показатель по-прежнему ниже пиковых значений 2007 года[15].

ПИИ остаются крупнейшим и наиболее постоянным внешним источником финансирования для развития экономики для большинства стран. Однако инвестиционная обстановка в мире показывает, что на сегодняшний день наблюдается довольно серьезное снижение потоков в развивающиеся страны – до 646 миллиардов долларов, что на 14% меньше по сравнению с 2015 годом (таблица 1.5). Это объясняется негативной макроэкономической ситуацией в указанных странах и общей нестабильностью мировой экономики.

Таблица 1.5 – Динамика потоков ПИИ в мире в 2014-2016 гг. и прогноз на 2017-2018 гг., млрд. долл. США

Регион, группа экономик	**2014**	**Рост**	**2015**	**Рост**	**2016**	**Рост**	**2017-2018 (прогноз)**	**Рост**
Мир	1324	-8%	1774	34%	1746	-2%	1670-1870	-4 до 7%
Страны с развитой экономикой	563	-18%	984	75%	1032	5%	940-1050	-9 до 2%
- Европа	272	-20%	566	108%	533	-6%	560	-5%
- Северная Америка	231	-15%	390	69%	425	9%	360	-15%
Страны с развивающейся экономикой	704	4%	752	7%	646	-14%	660-740	2-15%
- Африка	71	-4%	61	-14%	59	-3%	65	-10%
- Азия	460	9%	524	14%	443	-15%	515	-15%
- Латинская Америка и страны Карибского бассейна	170	-3%	165	-3%	142	-14%	130	-10%
Страны с переходной экономикой	57	-33%	38	-34%	68	81%	75-85	10-25%

Источник: составлено автором по материалам: World Investment Report 2017 (UNCTAD) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=1782 (дата обращения: 25.09.2017).

Как видно из таблицы 1.5, ПИИ в страны с развитой экономикой продолжили увеличиваться, как и в 2015 году. Приток ПИИ вырос на 5% до 1 трлн. долл. США. Падение ПИИ в Европе было более чем компенсировано ростом потоков в Северной Америке и значительным ростом в других развитых странах. Доля развитых стран в глобальных потоках ПИИ выросла до 59%.

ПИИ в страны с переходной экономикой почти удвоились до 68 млрд. долл. США после двух лет резкого снижения. Причиной являются крупные сделки по слияниям и поглощениям в нефтегазовой отрасли и увеличение инвестиций в горнодобывающую отрасль.

Поток исходящих ПИИ из развитых стран Азиатско-Тихоокеанского региона достиг своего самого высокого уровня начиная с 2008 года. Что касается исходящих ПИИ из развивающихся стран, то они снизились на 1% до 383 млрд. долл. США, и это несмотря на резкое увеличение исходящих ПИИ из Китая, являющегося вторым по величине исходящих инвестиций государством в мире (таблица 1.6).

Таблица 1.6 - Перечень ведущих стран мира по объему исходящих и привлекаемых прямых иностранных инвестиций, млрд. долл. США

№	Топ-20 стран по привлечению ПИИ			Топ-20 стран по направлению ПИИ		
	Страна	2016	2015	Страна	2016	2015
1	США	391	348	США	299	303
2	Великобритания	254	33	Китай	183	128
3	Китай	134	136	Нидерланды	174	138
4	Гонконг	108	174	Япония	145	129
5	Нидерланды	92	69	Канада	66	67
6	Сингапур	62	71	Гонконг	62	72
7	Бразилия	59	64	Франция	57	44
8	Австралия	48	19	Ирландия	45	166
9	Индия	44	44	Испания	42	44
10	Российская Федерация	38	12	Германия	35	93
11	Канада	34	42	Люксембург	32	50
12	Бельгия	33	21	Швейцария	31	104
13	Италия	29	19	Корейская Республика	27	24
14	Франция	28	47	Российская Федерация	27	27
15	Люксембург	27	16	Сингапур	24	31
16	Мексика	27	33	Швеция	23	15
17	Ирландия	22	188	Италия	23	20
18	Швеция	20	6	Финляндия	23	-16
19	Испания	19	12	Бельгия	18	30
20	Ангола	14	16	Тайвань	18	15

Источник: составлено автором по материалам: World Investment Report 2017 (UNCTAD) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=1782 (дата обращения: 25.09.2017).

На основе приведенных данных можно сделать вывод о том, что главная инвестиционная роль на сегодняшний день по-прежнему принадлежит США и его государствам-сателлитам. Однако наибольший потенциал роста объемов ПИИ наблюдается у стран Азии, в частности, Китая, занимающим важную роль в укреплении международно-экономических связей России. Следует отметить, что возможности осуществления инвестиций и сделок слияний и поглощений Китаем объясняются не только высокими темпами развития экономики в целом, но и одними из самых высоких объемов промышленного производства, темпов развития финансового и банковского рынка. При этом страны Ближнего Востока, несмотря на дестабилизацию некоторых из них и незначительные объемы привлекаемых и осуществляемых инвестиций, располагают одними из самых больших запасов нефти и газа, обладая тем самым существенным потенциалом для наращивания своего присутствия на мировом рынке. Однако интересы развитых стран, прежде всего США, не позволяют этого сделать. Ограничительные меры, связанные с Ираном, являются этому подтверждением.

С точки зрения привлечения инвестиций необходимо обратить внимание на Великобританию, показатели которой увеличились с 33 млрд. долл. США в 2015 году до 254 млрд. долл. США. Колоссальная разница в объемах привлеченных инвестиций, по мнению автора, обусловлена благоприятными для инвесторов последствиями выхода страны из Европейского союза (Brexit), заключающимися в снижении курса фунта стерлингов по отношению к основным мировым валютам, расширении возможностей по осуществлению сделок слияний и поглощений активов благодаря контролируемому падению акций британских компаний. Подобная ситуация на сегодняшний день способствует более быстрому восстановлению рынков Великобритании и дальнейшему наращиванию объемов инвестиций в ведущих отраслях.

Важно обратить внимание на ежегодный опрос агентств инвестиционного развития, который позволяет составить рейтинг наиболее перспективных отраслей для привлечения ПИИ по всему миру. Результаты 2016 года в целом отражают ответы прошлых лет, согласно которым в дополнение к

информационным технологиям и телекоммуникациям, агентства развитых стран выбирают машиностроение и нефтегазовую отрасль, тогда как в странах из регионов с развивающейся и переходной экономикой агентства чаще всего выбирают сельское хозяйство, производство продуктов питания и энергетику[21,22]. Также было установлено, что Китай и государства с развитой экономикой по состоянию на сегодняшний день остаются наиболее перспективными инвесторами (таблица 1.7). Данный факт позволяет ориентироваться на обширные возможности привлечения инвестиций со стороны Китая в наиболее востребованные ниши российской экономики.

Таблица 1.7 - Выбор АИР наиболее многообещающих стран-инвесторов

№ в 2018-2020	№ в 2016-2017	Страна	%
1	1	Китай	58
2	2	США	54
3	4	Германия	31
4	3	Соединенное Королевство	29
5	8	Япония	20
6	6	Индия	15
7	5	Франция	14
8	12	ОАЭ	13
9	10	Италия	10
10	19	Республика Корея	10
11	7	Нидераланды	10
12	15	Испания	9
13	9	Канада	9
14	10	Турция	9
15	12	ЮАР	7

Источник: составлено автором по материалам: World Investment Report 2017 (UNCTAD) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=1782 (дата обращения: 25.09.2017).

Такие основные экономические группы, как G20, АТЭС и БРИКС также сильно повлияли на глобальные тенденции в области ПИИ и слияний и поглощений (таблица 1.8).

[21] BP Annual Report 2016 [Electronic resource] / BP. -2016. – Mode of access:https://www.bp.com/content/dam/bp/en/corporate/pdf/investors/bp-annual-report-and-form-20f-2016.pdf (дата обращения: 17.02.2017).

[22] World Investment Report 2017 (UNCTAD) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid= 1782 (дата обращения: 25.09.2017).

Таблица 1.8 – Потоки ПИИ в мегагруппы за 2015 - 2016 гг.

Мегагруппа	2015		2016		Накопленные ПИИ, млрд. долл.
	Приток ПИИ, млрд. долл.	% от мировых ПИИ	Приток ПИИ, млрд. долл.	% от мировых ПИИ	
G20	888	50	1147	66	15 282
АТЭС	913	51	926	53	14 399
НАФТА	423	24	452	26	7 821
Содружество Наций	259	15	488	28	5 208
БРИКС	258	15	277	16	2815
АКТ	56	3	51	3	719

Источник: составлено автором по материалам: World Investment Report 2017 (UNCTAD) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=1782 (дата обращения: 25.09.2017).

G20. Страны-члены G20 сгенерировали около 3/4 мирового ВВП, привлекли 2/3 мировых ПИИ в 2016 году, и при этом в G20 находится 95% компаний из списка Fortune Global 500[23]. Приток ПИИ в G20 вырос на 29 процентов и превысил 1,1 трлн. долл. США - самый высокий уровень с момента создания этой группы в 1999 году. Значительный рост был обусловлен высоким и резко увеличивающимся уровнем притока в Соединенное Королевство, Соединенные Штаты, Австралию и Российскую Федерацию. Несмотря на рекордный уровень, доля группы в глобальных потоках ПИИ не соответствует ее общему экономическому потенциалу в 2016 году.

«Группа двадцати» остается крупнейшим получателем и источником глобальных ПИИ среди всех существующих и перспективных экономических групп. Также G20 по-прежнему удерживает наибольшую долю глобальных поступлений от слияний и поглощений (57 процентов).

АТЭС. Несмотря на долю в 60% от глобального ВВП, страны АТЭС получают лишь 53% от притока ПИИ в 2016 году. Входящие потоки ПИИ в АТЭС выросли до 926 млрд. долл. США с 913 млрд. долл. США в 2015 году. Однако, как и в прошлые года, из 21 страны-члена АТЭС только в пять стран (США, Китай, Гонконг (Китай), Сингапур и Австралия) поступили до 80% ПИИ 2016 года.

[23] Global oil and gas transactions review in 2016-2017 [Electronic resource] / EY. 2016. – Mode of access: http://www.ey.com/gl/en/industries/oil---gas/ey-global-oil-and-gas-transactions-review-2016 (дата обращения: 13.05.2017).

Кроме того, страны АТЭС являются основным источником глобальных инвестиций. Их доля в мировом объеме ПИИ увеличилась с 47 процентов в 2010 году до 55 процентов в 2016 году. Исходящие потоки ПИИ из АТЭС в прошлом году выросли на 4 процента - с 841 млрд. долл. США в 2015 году до 876 млрд. долл. США в 2016 году.

БРИКС. В 5 странах БРИКС проживает 41% населения мира, на них приходится 22% мирового ВВП и всего 11% ПИИ в 2016 году. Входящие потоки ПИИ в пять стран БРИКС в прошлом году выросли на 7% до 277 млрд. долл. США. Увеличение притока в Российскую Федерацию, Индию и Южную Африку более чем компенсировало сокращение ПИИ в Бразилию и Китай. Объем трансграничных слияний и поглощений сократился с 44 млрд. долл. США в 2015 году до 37 млрд. долл. США в 2016 году. Однако инвестиции в производство увеличились на 1 процент, при этом сделки сосредоточились на производстве продуктов питания, химических веществ, нефтехимических продуктов и т.д.

Важно отметить растущую роль государственных ТНК в мировой экономике. Около 1500 государственных ТНК (1,5% всех ТНК) владеют более чем 86000 иностранных филиалов или около 10% от их общего числа. Инвестиции государственных ТНК в проекты (преимущественно нефтегазовые) составляют 11% от общего объема ПИИ в мире в 2016 году по сравнению с 8% в 2010 году[24]. Результаты исследований в 2017 году показывают, что руководители и топ-менеджеры ТНК более оптимистично относятся к перспективам прямых иностранных инвестиций и объемам возможных сделок по поглощению нефтегазовых активов. В отличие от 2016 года, большинство руководителей, особенно в развитых странах, все больше уверены в том, что глобальный экономический подъем приведет к увеличению инвестиций в ближайшие годы, тем самым определив тенденции к росту числа консолидаций компаний. Значительное изменение настроений по сравнению с прошлым годом в первую очередь заметно среди нефтегазовых корпораций, действующих в первичном

[24] World Investment Report 2017 (UNCTAD) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid= 1782 (дата обращения: 25.09.2017).

секторе, которые в последние два года испытывали серьезные проблемы. Несмотря на то, что почти во всех секторах наблюдается растущая уверенность в позитивной экономической обстановке, ТНК в своих прогнозах остаются наиболее оптимистичными, и почти две трети руководителей прогнозируют увеличение трансграничных инвестиций. Ожидания руководителей ведущих ТНК в целом соответствуют этому позитивному прогнозу. Динамика макроэкономических и политических факторов, влияющих, по мнению топ-менеджеров ТНК, на будущую глобальную инвестиционную активность в 2017-2020 гг. представлена в Приложении 1.

Ожидается, что в 2017-2018 годах темпы роста мировой экономики достигнут 2,7% по сравнению с посткризисным минимумом в 2,2% в 2016 году[19,25]. Рост в развитых странах увеличится благодаря ожидаемому укреплению налогово-бюджетной системы и росту деловой уверенности в Соединенных Штатах Америки, а также циклической динамике в Европе и Японии. Экономика развивающихся стран так же покажет значительный рост в 2017-2018 годах, чему будет способствовать рост экономики Китая и резкая экономическая экспансия в странах-экспортерах природных ресурсов (страны Ближнего Востока), поскольку ожидается увеличение цен на сырьевые продукты, в особенности на сырую нефть.

По прогнозам мировой ВВП к 2018 году увеличится только на 0,7%, на таком же относительно невысоком уровне, как в 2016 году (таблица 1.9).

Таблица 1.9 - Реальные темпы роста ВВП и валовые вложения капитала в основные фонды, %

Переменная	Регион	2015	2016	2017	2018
Реальные темпы роста ВВП	Мир	2,5	2,2	2,7	2,9
	Развитые страны	2,1	1,5	1,7	1,8
	Развивающиеся страны	3,8	3,6	4,4	4,7
	Страны с экономикой переходного периода	-2,8	-0,2	1,4	2,0
Валовые вложения капитала в основные фонды	Мир	2,8	1,9	4,3	4,7
	Развитые страны	2,6	1,5	2,8	3,5
	Страны с переходной и развивающейся экономикой	3,0	2,2	5,4	5,4

[25] Global oil and gas transactions review in 2016-2017 [Electronic resource] / EY. 2016. – Mode of access: http://www.ey.com/gl/en/industries/oil---gas/ey-global-oil-and-gas-transactions-review-2016 (дата обращения: 13.05.2017).

Источник: составлено автором по материалам: World Investment Report 2017 (UNCTAD) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=1782 (дата обращения: 25.09.2017).

Тем не менее, улучшение глобальных макроэкономических перспектив и умеренный рост цен на нефть оказали прямое влияние на прибыль и прибыльность ТНК. После спада в 2015 году прибыль крупнейших 5000 ТНК значительно выросла в 2016 году. Однако растущие глобальные процентные ставки могут ограничить финансирование инвестиций, поскольку процентные платежи все больше снижают прибыли корпораций. Для ТНК из развивающихся и переходных регионов это явление также может совпадать с дальнейшим обесцениванием их национальных валют, что делает обслуживание корпоративного долга, деноминированного в долларах, еще более дорогостоящим.

Учитывая волатильность мировой экономики и финансовых рынков, слабый совокупный спрос и значительное торможение развития стран с переходной экономикой, можно предположить о наличии рисков, связанных с тем, что в ближайшие годы объем прямых иностранных инвестиций и сделок по слиянию и поглощению, несмотря на оптимистичный прогноз ТНК, не потерпит значительных положительных изменений. А возрастающие геополитические риски и региональные конфликты могут только усилить отрицательные последствия.

При рассмотрении основных стран-инвесторов России и партнеров, желающих расширить свой портфель за счет российских активов, необходимо выделить страны в следующем порядке по объему инвестирования: Багамы, Бермуды, Кипр, Нидерланды, Франция, Швейцария, Австрия, Люксембург, Виргинские острова[26]. Однако в 2016 году почти половина всех инвестиций приходится на Сингапур, который, по мнению автора, не относится к числу новых инвесторов российской экономики. Причина многократного увеличения инвестиций со стороны такого государства заключается в приобретении 20%

[26] Статистика внешнего сектора [Электронный ресурс] / Центральный Банк РФ – Режим доступа: http://www.cbr.ru/statistics/?PrtID=svs (дата обращения: 25.03.2017).

пакета акций НК «Роснефть» за 11,3 млрд. долл. США (см. таблицу 1.4). При этом, несмотря на зачисление сделки в пользу сингапурской компании QHG Shares Pte Ltd, созданной с использованием четырех других компаний для приобретения указанных активов при существенных налоговых преференциях, фактическим бенефициаром значительной доли в российской ВИНК является консорциум под руководством Катарского суверенного фонда. Данная сделка в дальнейшем оказала влияние на геополитические позиции Катара не только на Ближнем Востоке, но и на всем международном пространстве.

Следует отметить, что при изучении перечня стран-реципиентов российских инвестиций указанные страны в большинстве совпадают с той лишь разницей, что к данному перечню также относятся США и Великобритания. В то же время Кипр хоть и продолжает оставаться главным реципиентом российских инвестиций, но в силу снижения степени конфиденциальности и защиты доходов, дивидендов от налогов и других возможностей данная страна имеет тенденцию к снижению привлекательности для российских компаний.

В целом, зачастую сложно отследить из какой именно страны поступают инвестиции, поскольку даже азиатские партнеры в большинстве случаев предпочитают пользоваться услугами голландских банков. Учитывая тот факт, что указанные островные государства выступают в качестве офшорных зон, отметим, что значительная часть инвестиций в РФ может осуществляться в большей степени российским бизнесом, имеющим свои счета и аффилированные компании за рубежом. Как правило, это позволяет скупать необходимые российские активы через компании, открытые за рубежом.

Таким образом, указанные аспекты являются поводом для совершенствования законодательства России в сфере налоговой оптимизации и служит основанием для более тщательного изучения полной картины схем инвестирования и механизмов вложений средств за рубеж, поскольку в условиях возросшего кризиса и сложной финансово-экономической ситуации в стране, защита российского капитала представляет особую важность. С другой стороны, на сегодняшний день во многих островных государствах-офшорах формируется

публичный реестр бенефициаров, а также система автоматического обмена информацией по налоговым нарушениям между странами[27]. В любом случае развитие информационных систем и программирования позволяет получать доступ к документам, ранее не являвшимся открытыми для широкой общественности и налоговых органов всего мира.

По данным Центрального Банка РФ, прямые иностранные инвестиции в Российскую Федерацию за 2016 год составили 32,5 млрд. долл. США[28]. Существенная разница между значениями ЮНКТАД ООН, по мнению автора, объясняется стремлением профильных российских структур отразить объемы реальных инвестиций без учета значительных потоков средств, поступающих от российских компаний за рубежом.

Практика и особенности привлечения финансирования в России в 2015-2016 годах отличаются от практики 2005-2014 годов: европейский вектор сменился на азиатский. Так, 16 января 2016 года в Пекине был дан старт работе Азиатского банка инфраструктурных инвестиций (АБИИ). В нем приняли участие 57 государств-учредителей банка. Китай как инициатор идеи получил долю 26,06%, Индия - 7,5%, на третьем месте - Россия с 5,92% голосов, следом идут Германия и Южная Корея. Уставной капитал АБИИ оценивается в 100 млрд. долл. США, идет работа по сопряжению двух интеграционных проектов: ЕАЭС и концепции «Экономического пояса Шелкового пути»[29]. Создание Азиатского банка инфраструктурных инвестиций способствует развитию рынка международных инвестиций с новой силой, обеспечивая минимальную зависимость от западных экономических и политических тенденций и вполне может стать в будущем сильным конкурентом ВБ, МВФ и Азиатскому банку развития.

---

[27] Что следует знать про офшоры [Электронный ресурс]/ Финансовый директор. – Режим доступа: https://fd.ru/articles/158352-chto-sleduet-znat-pro-ofshory-v-2017-godu-qqq-16-m12 (дата обращения: 15.12.2016).

[28] Статистика внешнего сектора [Электронный ресурс] / Центральный Банк РФ – Режим доступа: http://www.cbr.ru/statistics/?PrtID=svs (дата обращения: 25.03.2017).

[29] Reddy K.S., Xie E.Cross-border mergers and acquisitions by oil and gas multinational enterprises: Geography-based view of energy strategy / K.S. Reddy, E. Xie // Renewable and Sustainable Energy Reviews. – Vol. 72, 2017. – pp. 961-980.

Подводя итоги, следует отметить следующее. Наибольшее количество слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли России приходится на страны Азиатско-Тихоокеанского региона, являющиеся наиболее перспективными для развития дальнейшего сотрудничества не только с точки зрения укрепления политических отношений, но и внешнеэкономических связей посредством привлечения инвестиций и осуществления сделок слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли.

Снижение объема сделок по покупке российских активов компаниями Европы и Северной Америки стало результатом множества причин, основная из которых состоит в расширении и ужесточении санкций против России. Применяемые таким образом санкции причиняют ущерб не только нефтегазовым компаниям России, но и представляют угрозу для энергетической безопасности стран, поддерживающих такую политику и находящихся в прямой зависимости от других более развитых стран.

Дальнейшее рассмотрение международных рынков капитала позволит оценить возможности нефтегазовых компаний не только по привлечению инвестиций и поиску подходящих стран-партнеров для осуществления слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли, но и повышению капитализации за счет выхода на международные фондовые биржи и выбора наиболее подходящего способа финансирования сделок слияний и поглощений.

1.3. Международные рынки капиталов как способ финансирования трансграничных слияний и поглощений и повышения капитализации нефтегазовых компаний

На современном этапе развития мировой торговли и мирохозяйственных связей международные рынки капиталов представляются одними из важнейших инструментов процесса мировой финансовой глобализации. Одновременно формируется тенденция усиления крупнейших ТНК и банковско-финансовых групп, каждая из которых обладает возможностью существенного влияния как на сферы мировой экономики, так и регионально-отраслевые ее сегменты. Транснациональные корпорации, стимулируя данный процесс, осуществляют

глобальную реструктуризацию и изменение международных позиций нефтегазовых компаний.

Выход компании нефтегазовой отрасли на международный рынок сопровождается значительными трудностями и отличается от продвижения на внутреннем рынке. При этом компания может реализовать разные варианты выхода на внешний рынок:

- осуществление внешнеторговой деятельности;
- открытие филиалов и представительств за рубежом;
- участие в деятельности компаний в других странах;
- выпуск и размещение ценных бумаг организации на зарубежных рынках;
- приобретение компаний в других странах, либо слияние с компанией-резидентом иностранного государства.

Для эффективной реализации указанных подходов нефтегазовым компаниям требуется не только использование источников международных рынков капитала, но и рассмотрение способов финансирования данных сделок.

Известно, что международные слияния и поглощения могут финансироваться денежными средствами, акциями, заемными источниками (LBO), в том числе, облигациями, конвертируемыми ценными бумагами. Чаще всего присоединение компаний требует одновременного использования сразу нескольких вариантов финансирования.

Оплата акциями чаще характерна при ощутимо больших размерах капитализации - тем самым, собственники прежней компании начинают входить в число собственников новой организационной структуры, значительно сокращая при этом свою долю участия, пусть и равную или чуть большую в сравнении с их прежним участием в компании, которую присоединили.

Оплата подразумевает привлечение денежных средств из тех или иных источников, не уменьшая долю собственников в результате слияния компаний.

Привлечение лишь заемного финансирования (LBO) по сравнению с использованием соотношений заемного и собственного капитала для осуществления слияний и поглощений имеет большую долю риска. Успех

применения данного подхода зависит от того, насколько эффективно компания сможет направлять потоки от деятельности компании на обслуживание займа.

Использование собственных средств для финансирования международных слияний и поглощений имеет смысл, если компания-поглотитель имеет ценность выше, чем компания-мишень. Преимущество финансирования за счет собственных источников, как и в любых иных проектах, проявляется в большей гибкости (компания может свободно распоряжаться денежными потоками) и отсутствии процентных выплат.

Облигации могут использоваться в целях финансирования слияний и поглощений при условии, что ожидается некоторое затягивание процесса реструктуризации компаний.

Ещё одной формой финансирования сделок выступает CDO (выпуск облигаций, обеспеченных долгом) - структурированный финансовый продукт, в котором отдельное юридическое лицо выпускает облигации, обеспеченные другими облигациями, кредитами, выпущенными специально для этих целей. Выпуск CDO включает в себя следующие этапы[30]:

- закупка активов для формирования обеспечения;

- поддержка рейтинга обеспечения, реинвестирование доходов;

- погашение и распродажа активов.

Проектное финансирование также может осуществляться в рамках международных сделок по присоединению; при этом риск проекта делится между его участниками.

Преимуществами проектного финансирования на международных рынках являются[31]:

- аккумуляция значительных средств;

- созданная компания может иметь более высокий кредитный рейтинг;

- проект позволяет компании, наметившей поглощение, отказаться от него с меньшими потерями.

---

[30] Hitchner J.R. Financial Valuation: Applications and Models / J.R. Hitchner. – John Wiley & Sons, 2017. – 1296 p.

[31] Лимитовский М.А., Лобанова Е.Н., Паламарчук В.П. Финансовый менеджмент как сфера прикладного использования корпоративных финансов.– М.: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2011. – 392 с.

Кроме того, снижение стоимости долга в результате международных слияний и поглощений возможно при реализации следующих мер[48]:

- получение дополнительных гарантий от третьих лиц (спонсоров) по выплатам держателям облигаций в случае снижения денежных притоков;

- избыточное обеспечение активами выпущенных ценных бумаг (секьюритизация активов);

- разделение выпущенных ценных бумаг на разные классы (по стоимости и срокам погашения).

Международные слияния и поглощения нефтегазовых компаний характеризуются и особыми рисками, часть из которых можно нивелировать за счет эффективного финансирования. Скажем, если созданная транснациональная корпорация на основе объединения компаний осуществляет свою деятельность во многих странах мира, то для снижения политического риска следует порекомендовать один из следующих частных способов финансирования:

- получение значительного займа у консорциума крупных международных банков, гарантия возврата которого зависит от выполнения условий правительством принимающей стороны. Правительство будет стремиться к выполнению контракта всеми сторонами для сохранения и улучшения кредитных позиций страны в международной банковской системе;

- ведутся переговоры со Всемирным банком (или одним из его филиалов) о частичном финансировании проекта или о предоставлении гарантий возврата средств в случае проявления политического риска;

- достигается договоренность с профильным органом государственной власти для его выступления в качестве посредника при привлечении средств. При выполнении государством своих обязательств корпорация будет погашать свою задолженность, и в случае попытки политического давления, бремя выплаты заемных средств ляжет не только на плечи корпорации. В принципе, получение кредита в крупных банках страны является аналогом данного предложения. При этом поглощение компании принимающей стороной является маловероятным в связи с возможными убытками местным банкам по значительным невыплаченным

долгам. Тем самым, через местные банки корпорация может глубже проникнуть в экономическую систему страны, исключение из которой будет иметь последствия для самой системы. Нередки случаи и обратного давления усилившихся нефтегазовых корпораций на национальную политику страны.

Финансирования сделок по слиянию и поглощению может базироваться и на выпуске обыкновенных акций: первичный выпуск или же дополнительное размещение. Процедуру IPO нередко проводят перед слияниями и поглощениями, чтобы повысить капитализацию. С этой точки зрения, для присоединяемой компании процедура IPO почти всегда оправдана. Однако, как было отмечено выше, компания должна удовлетворять определенным требованиям, и соответствовать принципам международного корпоративного управления. IPO также улучшает кредитный рейтинг компании, что способствует возможности привлечения более доступных кредитных средств российских и международных инвестиционных фондов на более благоприятных для компании условиях[32].

Учитывая недооценку многих российских активов, рассмотрим подробнее данный способ финансирования, позволяющий удовлетворить возрастающую потребность в капитале в ходе производственной деятельности и повысить капитализацию компаний нефтегазовой отрасли перед проведением слияний и поглощений.

Очевидно, потребность в капитале у даже самых крупных ТНК, необходимом для реализации новых проектов и разработки новых нефтегазовых запасов, продолжает расти. Есть все основания полагать, что объемы неразведанных запасов незначительны; геологоразведочным и добывающим компаниям приходится проводить дополнительные исследования в поисках новых видов ресурсов полезных ископаемых в удаленных географических регионах и осваивать новые технологии эксплуатации запасов, чтобы обеспечивать удовлетворение спроса на углеводородное сырье и, в конечном итоге, – получение прибыли акционерами. В текущей ситуации на рынках у компаний,

[32] Супрунович Екатерина. Капитализация банков [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.pandia.ru/ (дата обращения: 27.08.2016).

занимающихся геологоразведкой и добычей, как и у нефте- и газосервисных компаний, возникают потребности в привлечении капитала. На освоенных шельфовых территориях независимые компании уделяют все больше внимания разработке трудноизвлекаемых запасов. В какой-то мере это объясняется тем, что крупные компании оставляют эти месторождения, принимаясь за более прибыльные проекты на таких осваиваемых территориях, как арктический, бразильский и западноафриканский шельфы, которые также требуют крупных капитальных вложений. Очевидно, что правительства западных стран стремятся снизить зависимость от углеводородного сырья, добываемого в политически нестабильных регионах, повысить надежность поставок и обеспечить независимость собственной энергосистемы. В результате растет интерес к таким нетрадиционным ресурсам углеводородного сырья, как тяжелая нефть и сланцевый газ. Благодаря стремлению независимых компаний к освоению запасов в России, СНГ и таких развивающихся регионах, как Африка и Южная Америка, возникает потребность в развитии инфраструктуры параллельно с разработкой месторождения, что позволит поставить продукцию потребителю и, в конечном итоге, – получить прибыль и реализовать стоимость. Для оптимизации разработки месторождения и добычи при одновременном обеспечении конкурентного уровня затрат необходимо взвешенно подходить к внедрению новых технологий и использованию специалистов в рамках проектов по геологоразведке и добыче. При такой оптимизации важная роль нередко отводится технологическому и сервисному секторам. Как известно, в условиях волатильности цен на сырье активность инвесторов снижается, поскольку устойчивые цены на углеводородные ресурсы очень важны для обеспечения рентабельной разработки нефтегазовых запасов. Хотя цены на газ часто разнятся в зависимости от региона и могут реагировать на изменение условий на конкретном рынке, как, например, в случае с разработкой запасов сланцевого газа в Северной Америке, – существует четко прослеживаемая взаимосвязь между ценами на газ и ценами на эталонные марки нефти, особенно такие, как Brent и WTI.

В последние годы низкие цены подчеркивают зависимость цены на топливо от состояния мировой экономики, и, хотя в краткосрочном периоде может наблюдаться умеренная волатильность, нет оснований полагать об установлении устойчивых цен. Неуверенность в этом приводит к тому, что освоение неразработанных запасов всё чаще становится экономически нецелесообразным. В результате более активное применение соответствующих технологий, таких как сейсмическая и геофизическая разведка и бурение находятся под вопросом. Это, в свою очередь, приводит к затрудненному освоению ресурсов, разработке которых препятствует необходимость значительных капитальных вложений в инфраструктуру для добычи, обработки и транспортировки сырья. Разведка и разработка месторождений остаются рискованным видом деятельности, и, если у компании нет прочной производственной базы, ей трудно получить проектное финансирование. Тем не менее, спрос на акции нефтегазовых компаний все равно остается высоким, потому что в случае успеха выгода оказывается солидной. Такая динамика часто подталкивает компании к поиску средств на рынках капитала для обеспечения финансирования проектов по разработке месторождений и осуществлению сделок слияний и поглощений.

Из-за неопределенности ситуации с добычей неразработанных запасов главным источником финансирования являются фондовые биржи, при этом основными платформами обеспечения доступа к капиталу, служат биржи Лондона, Нью-Йорка, Австралии, Торонто и Осло. Австралийская фондовая биржа, биржи Торонто и Осло активно предоставляют капитал независимым компаниям, геологоразведочным компаниям, а также компаниям, применяющим узкоспециальные технологии. За пятилетний период 2011–2016 гг. нефтегазовыми компаниями было привлечено почти 260 млрд. долл. США в ходе первичных и вторичных предложений акций. При этом объем предложений акций в нефтегазовом секторе остается высоким[33,34].

[33] База данных IPO [Электронный ресурс] / Всемирная федерация бирж World Federation of Exchanges. – Режим доступа: https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/ipo-database (дата обращения: 23.01.2017).
[34] Hitchner J.R. Financial Valuation: Applications and Models / J.R. Hitchner. – John Wiley & Sons, 2017. – 1296 p.

Основными же центрами для привлечения капитала нефтегазовыми компаниями являются Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE), Лондонская фондовая биржа (LSE) и Фондовая биржа Торонто (TMX). В настоящее время на них по-прежнему котируются крупнейшие диверсифицированные и крупные независимые компании. В качестве валюты, в которой нефтегазовые компании проводили свои операции, всегда использовался доллар США, поскольку ориентировочные цены на сырьевые товары и услуги (например, тарифы на аренду бурового оборудования) выражались в долларах США, а отчетность компаний отрасли составлялась в соответствии с ОПБУ США[35]. В результате крупные компании обычно проводили вторичное размещение акций на Нью-Йоркской фондовой бирже. Кроме того, на Лондонской, Нью-Йоркской и Торонтской биржах есть площадки для молодых развивающихся компаний. Рынки акций в Торонто, Австралии и Осло всегда имели региональную направленность и предоставляли возможности для привлечения капитала молодым и независимым компаниям. Тем не менее, расстановка сил на рынках капитала постоянно меняется, и после принятия Закона Сарбейнса – Оксли наблюдалось перемещение вектора активности нефтегазовых компаний с американских рынков на фондовые биржи Лондона и Торонто, в частности. По вопросам финансовой оценки[36,37]. У Фондовой биржи Торонто существует длительная история взаимоотношений с эмитентами добывающей отрасли, а также имеется понимание специфики операций с участием компаний, занимающихся геологоразведкой и добычей, нефте- и газосервисных компаний. В результате Фондовая биржа Торонто предоставляет нефтегазовым компаниям, работающим в своих странах и ранее стремившимся получить капитал на рынках США, альтернативную возможность привлечения средств.

---

[35] Рынки капитала [Электронный ресурс] / Международная инвестиционная платформа Dealogic. – Режим доступа: http://www.dealogic.com/platform/capital-markets/ (дата обращения: 12.10.2016).

[36]Успешный листинг [Электронный ресурс] / международная аудиторско - консалтинговая компания PriceWaterHouseCoupers. – Режим доступа: http://www.pwc.com/gx/en/industries/energy-utilities-mining/oil-gas-energy.html (дата обращения: 13.02.2017).

[37] Rosoiu L. Time for mergers and acquisitions in the oil and gas industry in Europe [Electronic resource] / L. Rosoiu // Petroleum Industry Review. – 2015. – April. – Mode of access: http://www.petroleumreview.ro/magazine/2015/april-2015/45-april-2015/552-time-for-mergers-and-acquisitions-in-the-oil-and-gas-industry-in-europe (дата обращения: 01.05.2016).

Лондонская фондовая биржа удерживает позиции одного из основных глобальных финансовых центров, привлекательных для нефтегазовых компаний. На протяжении пятилетнего периода 2011–2016 гг. Лондонская фондовая биржа была лидером по проведению IPO нефтегазовых компаний: приблизительно 25% от общей активности в сфере IPO в нефтегазовой отрасли по количеству и 31% по стоимости сделок приходится на основную и альтернативную площадки Лондонской фондовой биржи[3839]. У данной биржи самая большая доля иностранных компаний среди эмитентов: 22% от всех зарегистрированных на бирже компаний ведут деятельность за пределами Великобритании. Лондон остается главной площадкой для нефтегазовых компаний из стран Восточной Европы, Африки и Ближнего Востока: на Лондонской фондовой бирже были проведены такие крупные сделки, как IPO компании EssarEnergy из Индии, компании Vallares после приобретения ею компании GenelEnergy из Турции, ElandOil&Gas из Великобритании и компании «Руспетро» из России[40].

Несмотря на то, что Нью-Йоркская фондовая биржа удерживает лидирующие позиции по показателям рыночной капитализации и объему средств, привлеченных нефтегазовыми компаниями, IPO в основном проводят американские компании. Нью-Йоркская фондовая биржа – это крупнейший финансовый центр для сервисных компаний: в ее листинг включены ценные бумаги компаний Halliburton, Schlumberger и BakerHughes. Кроме того, сектор геологоразведки и добычи представлен на Нью-Йоркской фондовой бирже такими эмитентами, как ExxonMobil, Chevron и ConocoPhillips[41]. Для американского рынка характерна высокая концентрация зрелых диверсифицированных нефтегазовых компаний с высокой рыночной капитализацией, на долю которых,

[38] База данных IPO [Электронный ресурс] / Всемирная федерация бирж World Federation of Exchanges. – Режим доступа: https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/ipo-database (дата обращения: 23.01.2017).
[39] Официальный сайт портала «Финансовые науки» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.mirkin.ru/ (дата обращения: 28.06.2016).
[40] Рынки капитала [Электронный ресурс] / Международная инвестиционная платформа Dealogic. – Режим доступа: http://www.dealogic.com/platform/capital-markets/ (дата обращения: 12.10.2016).
[41] Финансовые рынки [Электронный ресурс] / Международная аналитическая компания ThomsonReuters. – Режим доступа: http://thomsonreuters.com/en/products-services/financial.html (дата обращения: 12.08.2016).

вместе с крупными американскими независимыми компаниями, приходится значительная часть рыночной капитализации сектора.

Особенностью Фондовой биржи Торонто является существенное присутствие на нем компаний с невысокой капитализацией и наличие инвесторов, которые разбираются в геологоразведочных активах. Благодаря авторитету канадского рынка и его близости к странам Северной и Южной Америки с точки зрения временных поясов, Фондовая биржа Торонто естественным образом заменила собой известные жесткими требованиями американские биржи для южноамериканских компаний, нуждающихся в капитале.

Фондовая биржа Осло – наиболее специализированный рынок капитала для нефтегазовых компаний: на их долю приходится 21% от общего количества эмитентов и 43% – от общей рыночной капитализации[42]. На Фондовой бирже Осло представлен сектор оказания услуг нишевым компаниям, которые занимаются геологоразведкой и разработкой запасов на начальных этапах проектов, т.е. проводят сейсмические и другие геофизические исследования, бурение и поставляют транспортные средства.

На Австралийскую фондовую биржу приходится наименьший объем поступлений от сделок IPO. Однако на бирже действует динамичный вторичный рынок ценных бумаг, на котором за тот же период было привлечено приблизительно 16 млрд. долл. США (для сравнения: на вторичных рынках Нью-Йоркской фондовой биржи и Фондовой биржи Торонто поступления составили 26 млрд. долл. США и 22 млрд. долл. США соответственно). На Австралийской фондовой бирже представлено меньше иностранных эмитентов, чем на других биржах: здесь осуществляют операции в основном австралийские компании[43].

Благодаря гибкой системе на каждом рынке (для зрелых и более молодых компаний) устанавливаются разные требования к листингу в зависимости от этапа

---

[42] База данных IPO [Электронный ресурс] / Всемирная федерация бирж World Federation of Exchanges. – Режим доступа: https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/ipo-database (дата обращения: 23.01.2017).

[43] Успешный листинг [Электронный ресурс] / международная аудиторско - консалтинговая компания PriceWaterHouseCoupers. – Режим доступа: http://www.pwc.com/gx/en/industries/energy-utilities-mining/oil-gas-energy.html (дата обращения: 13.02.2017).

развития, на котором находится компания, и открывается доступ к капиталу для геологоразведочных компаний, находящихся на ранних этапах развития. Стоимость геологоразведочных и добывающих компаний во многом зависит от того, какими запасами и ресурсами полезных ископаемых они располагают и какую технологию используют для получения доступа к ним. Например, молодые компании могут позиционировать себя как занимающиеся только геологоразведкой и разработкой, у которых либо отсутствует, либо имеется лишь незначительный опыт ведения операционной или добывающей деятельности. Поэтому на большей части рынков капитала к геологоразведочным и добывающим компаниям предъявляются дополнительные требования, относящиеся к оценке запасов и ресурсов полезных ископаемых независимыми оценщиками, которые устанавливает регулирующий орган. Часто применение этих дополнительных требований компенсируется освобождением компаний от выполнения некоторых требований в отношении предоставления финансовой информации за прошлые периоды. На эмитентов, представленных нефтегазовыми компаниями с небольшой капитализацией (менее 500 млн. долл. США), приходится 79% последующих размещений, что отражает их потребности в денежных средствах для финансирования геологоразведочных работ и подготовки технико-экономических обоснований. Средства, привлеченные молодыми развивающимися компаниями, составляют всего 26% от общей суммы поступлений в результате размещения ценных бумаг, причем 56% этих средств были привлечены на Фондовой бирже Торонто, Австралийской фондовой бирже и площадке AIM (альтернативном инвестиционным рынке) Лондонской фондовой биржи[44].

Почти на всех биржах требуется предоставление финансовой отчетности за три предшествующих года. Если акции размещают компании, которые уже ведут операционную деятельность, обычно требуется предоставление финансовой информации за прошлые периоды. Биржи требуют представления отчетности по

[44] База данных IPO [Электронный ресурс] / Всемирная федерация бирж World Federation of Exchanges. – Режим доступа: https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/ipo-database (дата обращения: 23.01.2017).

МСФО, хотя на биржевых площадках США от американских эмитентов по-прежнему требуется представление финансовой информации по ОПБУ США[45]. Иностранные компании, размещающие свои акции на американских биржах, могут составлять свою финансовую информацию в соответствии с МСФО. Все биржи, за исключением Нью-Йоркской, требуют подтверждения достаточности оборотного капитала в проспекте эмиссии. На разных биржах предъявляются различные требования к объему проверки достаточности оборотного капитала аудитором, при этом наименее строгие требования установлены на Фондовой бирже Торонто. Эмитенты, которые проводят листинг на Лондонской фондовой бирже, также обязаны представить заявление о наличии достаточных процедур подготовки финансовой отчетности, обеспечивающих выполнение обязательств публичной компании по раскрытию финансовой информации после листинга. Заявление подтверждается результатами проведенной аудитором комплексной проверки, в рамках которой немалое внимание уделяется аспектам корпоративного управления и процедурам подготовки финансовой отчетности. Публичные компании, зарегистрированные на Нью-Йоркской фондовой бирже, обязаны соблюдать требования Закона Сарбейнса – Оксли в отношении составления финансовой отчетности. Менее жесткий режим установлен в Канаде, законодательство которой ориентируется на принципы закона Сарбейнса – Оксли, но в нем отсутствуют требования к официальной аттестации в том же объеме, что в США. Требования в отношении выполнения постоянных обязательств после листинга различаются. При этом Фондовая биржа Торонто, Нью-Йоркская фондовая биржа и Фондовая биржа Осло требуют представления квартальной финансовой отчетности, а на Лондонскую и Австралийскую фондовые биржи достаточно представить только полугодовую отчетность[46].

---

[45] Caldwell E. Sharp Contractions in Commodity Prices Coupled with Capital Market Shut Down Drives Five-Year Fourth Quarter Low in U.S. Oil & Gas Deal Activity, According to PwC US [Electronic resource] / E. Caldwell // PwC's Oil & Gas M&A analysis. – 2016. – January, 28. – Mode of access: https://www.pwc.com/us/en/energy-mining/assets/pwc-oil-gas-energy-industry-mergers-acquisitions-q4-2015.pdf (дата обращения: 26.06.2016).

[46] Рынки капитала [Электронный ресурс] / Международная инвестиционная платформа Dealogic. – Режим доступа: http://www.dealogic.com/platform/capital-markets/ (дата обращения: 12.10.2016).

Четко сформулированная история инвестиционной привлекательности – это ключевая составляющая успешного проведения IPO, описывающая, в какой точке своего развития компания находится сегодня, какие важные вехи уже пройдены и какие трудности уже преодолены до настоящего момента. История инвестиционной привлекательности должна описывать, каким образом будут использоваться поступления от IPO на расширение деятельности и реализацию стоимости акционерам. Аспекты, которые необходимо учитывать нефтегазовым компаниям при разработке истории инвестиционной привлекательности[47]:

-квалификация и опыт членов высшего руководства: способность предоставить убедительные свидетельства успешного опыта работы по развитию нефтегазовых активов;

-качество и разработка запасов/ресурсной базы: соотношение доказанных и прогнозных ресурсов в структуре запасов компании; случаи перевода прогнозных запасов в категорию доказанных; случаи увеличения запасов, поставленных на баланс;

- качество лицензий: соблюдение компанией всех условий лицензий, включая обязательства по выполнению установленного минимального объема работ, охране окружающей среды, обеспечению определенного объема добычи; наличие вопросов, которые могут стать причиной отзыва или отмены лицензии; политика государственных органов по вопросам права собственности на недра на тех территориях, где ведется деятельность;

- обеспечение поставки добытого сырья потребителю: организация реализации продукции; осуществление транспортировки сырья с места добычи; наличие инфраструктуры для доставки сырья покупателю по трубопроводу / железнодорожным или автомобильным транспортом; надежность инфраструктуры; доступ к магистральным трубопроводам для продажи продукции на экспортных рынках в будущем.

---

[47] Успешный листинг [Электронный ресурс] / международная аудиторско - консалтинговая компания PriceWaterHouseCoupers. – Режим доступа: http://www.pwc.com/gx/en/industries/energy-utilities-mining/oil-gas-energy.html (дата обращения: 13.02.2017).

Среди других аспектов, которые следует учесть при выборе площадки для листинга, можно назвать следующие[48]:

- территориальная близость: местонахождение руководства и производственных объектов, а также близость к основным клиентам и акционерам, особенно на развивающихся рынках;

- биржевые площадки, на которых котируются конкуренты: отраслевые и региональные;

- ожидания акционеров;

- качество активов, связанные с ними риски и этап разработки активов: готовность инвесторов принять на себя риски и понимание особенностей конкретных видов активов или специфики территорий, на которых расположены производственные объекты.

Кроме того, на разных площадках существуют разные параметры ликвидности, и планируемого объема привлечения капитала может повлиять на выбор биржи. Необходимо учитывать, что самый высокий уровень ликвидности предлагают Нью-Йоркская и Лондонская фондовые биржи. Компании может потребоваться привлечение дополнительного капитала по мере развития, и такие биржи, как Фондовая биржа Торонто и Фондовая биржа Австралии, являются открытыми площадками для удовлетворения потребностей геологоразведочных компаний в капитале, готовых идти на риск и имеющих положительную историю привлечения дополнительных средств на развитие.

Основными ключевыми вопросами, решение которых необходимо на самых ранних этапах выхода на международные рынки капитала, являются[49]:

- получение отчета независимой оценки запасов и/или уточнения ранее сделанной оценки, которые отражают планы по разработке запасов после привлечения капитала;

---

[48] Heslop A. How to Value & Sell Your Business : The Essential Guide to Preparing, Valuing and Selling a Company for Maximum Profit / A.Heslop / London : Kogan Page. – 2008. – 240 p.

[49] Финансовые рынки [Электронный ресурс] / Международная аналитическая компания ThomsonReuters. – Режим доступа: http://thomsonreuters.com/en/products-services/financial.html (дата обращения: 12.08.2016).

- создание надежных процедур корпоративного управления и корпоративной среды, включая назначение независимых директоров, не занимающих руководящие должности в компании;

- подготовка финансовой отчетности компании, оценка их соответствия потребностям публичной компании и принятие мер для повышения эффективности деятельности, совершенствования системы контроля и корпоративного управления;

- соблюдение требований законодательства по охране окружающей среды, здоровья и безопасности, а также по противодействию коррупции на тех территориях, где компания ведет деятельность;

-изменение структуры холдинговой компании и параметров налоговой эффективности группы компаний перед IPO;

- подготовка финансовой отчетности в соответствии с МСФО (или ОПБУ США) за прошлые периоды, проведение аудита и получение заключения независимого аудитора в отношении этой отчетности;

- планирование ускоренной процедуры закрытия периода для целей подготовки финансовой отчетности, ключевых финансовых и операционных показателей деятельности для внешних пользователей после размещения;

- формирование профессионального состава производственного и финансового руководства, направленного на необходимые компетенции в период выхода на биржу и после IPO, когда компания станет публичной.

Соблюдение указанных предпосылок создаст дополнительные возможности для успешного проведения IPO и получения финансирования, необходимого для реализации нефтегазовых проектов в форме слияний и поглощений.

Таким образом, для получения необходимого капитала, наиболее объективной оценки ценности поглощаемой компании, повышения ликвидности имеющегося капитала акционеров и формирования четкой структуры деятельности нефтегазовых компаний экспансия на международные рынки капиталов, в частности, через проведение процедуры IPO, представляет высокую важность.

Выводы по главе 1.

Проведенный в рамках первой главы анализ теоретической и методологической основы управления международными слияниями и поглощениями компаний и выявленная проблематика в области оценки нефтегазовых компаний позволили сформулировать следующие выводы:

1. Для расширения деятельности и развития компании на международном рынке рассматривают стратегии от органического роста до осуществления слияний и поглощений.

2. Предлагаемый автором механизм оценки трансграничных слияний и поглощений требует рассмотрения множества факторов, включающих в себя мотивы осуществления международной сделки, методы оценки нефтегазовых компаний, синергетические эффекты, российский и мировой рынок слияний и поглощений, а также тенденции прямых иностранных инвестиций и современный этап международных экономических отношений. Однако автором исследования предлагается также ввести еще две дополнительные составляющие в схему механизма. Это алгоритм отбора компании-кандидата на осуществление слияний и поглощений и модель определения средневзвешенной стоимости капитала, что связано с необходимостью их совершенствования в соответствии с существующей ситуацией в мировой экономике. Следует отметить, что до настоящего времени, совокупность предлагаемых элементов схемы не применялась на практике. Это привело к тому, что оценка слияний и поглощений осуществлялась на основе моделей и механизмов, не учитывающих современное состояние российской экономики и геополитического положения страны. Таким образом, разработка алгоритма и модели должны стать одним из основных направлений исследований настоящего диссертационного исследования.

3. Принимая во внимание сложную экономическую ситуацию в мире, необходимо учитывать современное состояние мирового и российского рынка слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли, а также взаимные инвестиции зарубежных стран.

4. Наибольшее количество слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли России приходится на страны Азиатско-Тихоокеанского региона, являющиеся наиболее перспективными для развития дальнейшего сотрудничества не только с точки зрения укрепления политических отношений, но и внешнеэкономических связей посредством привлечения инвестиций и осуществления сделок слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли.

5. Снижение объема сделок по покупке российских активов компаниями Европы и Северной Америки стало результатом множества причин, основная из которых состоит в расширении и ужесточении санкций против России. Применяемые таким образом санкции причиняют ущерб не только нефтегазовым компаниям России, но и представляют угрозу для энергетической безопасности стран, поддерживающих такую политику и находящихся в прямой зависимости от других более развитых стран.

6. Главная инвестиционная роль на сегодняшний день по-прежнему принадлежит США и его государствам-сателлитам. Однако наибольший потенциал роста объемов ПИИ наблюдается у стран Азии, в частности, Китая, занимающим важную роль в укреплении международно-экономических связей России. Следует отметить, что возможности осуществления инвестиций и сделок слияний и поглощений Китаем объясняются не только высокими темпами развития экономики в целом, но и одними из самых высоких объемов промышленного производства, темпов развития финансового и банковского рынка. При этом страны Ближнего Востока, несмотря на дестабилизацию некоторых из них и незначительные объемы привлекаемых и осуществляемых инвестиций, располагают одними из самых больших запасов нефти и газа, обладая тем самым существенным потенциалом для наращивания своего присутствия на мировом рынке. Однако интересы развитых стран, прежде всего США, не позволяют этого сделать. Ограничительные меры, связанные с Ираном, являются этому подтверждением.

7. Рост экономики развивающихся стран будет зависеть от ситуации в экономике стран Азии и дальнейшей экономической экспансии стран-экспортеров

природных ресурсов, в том числе Ближнего Востока с учетом ожиданий по увеличению цен на сырьевые продукты, в особенности на сырую нефть.

8. Существуют многочисленные формы финансирования, используемые как при подготовке к международным сделкам слияний и поглощений, так и в ходе их осуществления. Некоторые формы характерны лишь для крупного международного бизнеса, такие как выпуск облигаций, обеспеченных долгом, процедура IPO, привлечение заемных средств, обеспеченных активами. При этом международные слияния и поглощения требуют больших средств и обычно финансируются по более низкой ставке, что объясняется большей эффективностью международного рынка, возможностями фондовых бирж и их комплексным анализом относительно перспектив нефтегазовых компаний.

9. Для повышения эффективности зарубежной экспансии российские нефтегазовые компании в перспективе должны совершенствовать технологии проведения сделок по слияниям и поглощениям. В частности, существует проблема верной оценки компаний, потребность в которой возникает на разных этапах сделки слияния и поглощения. Необходимо четко представлять, насколько ценна поглощаемая компания с рыночной точки зрения.

ГЛАВА 2. Зарубежный опыт осуществления сделок по слияниям и поглощениям нефтегазовых компаний

2.1. Синергетические эффекты как основа для принятия решений о проведении международных сделок слияний и поглощений

В современной практике в рамках многочисленных исследований имеется представление, что от международных слияний и поглощений чаще выигрывают продавцы, которым достается премия в размере 20% в случае дружественного слияния и около 35% - при агрессивном поглощении[50]. Для международного нефтегазового бизнеса также характерна данная тенденция, однако не стоит забывать и о «неосязаемых» выгодах от слияний и поглощений. Также как компания, поглотившая или слившаяся с конкурентом, получает большую долю рынка и меньшую конкуренцию, которая имеет место и на международном уровне, корпорация, осуществляющая выход в новый регион, достигает возможности укрепления своих позиций на данном рынке.

Зачастую оценка того, стоит или нет осуществлять поглощение местных нефтегазовых компаний, зависит не столько от количественной оценки, сколько базируется на предположении и необходимости выхода на тот или иной рынок. Делается это и в целях диверсификации своей деятельности, и в стремлении увеличить прибыль в долгосрочной перспективе. А форма слияния с местным «гигантом» способствует снижению политических и культурных рисков, что, в конечном счете, если и не увеличивает курс акций нефтегазовой компании, то укрепляет ее позиции и делает более жизнеспособной в течение долгого времени. В таком случае небольшое снижение капитализации в течение первых нескольких лет может быть и оправдано, хотя во многих исследованиях это рассматривается в качестве примера неудачного слияния.

Безусловно, объединение двух транснациональных корпораций нефтегазовой отрасли представляет собой достаточно сложный процесс. Чаще всего это свидетельствует об их желании снизить международную конкуренцию и

[50] Feito-Ruiz I., Fernández A. I., Menéndez-Requejo S. Mergers and acquisitions valuation: the choice of cash as payment method / I. Feito-Ruiz, A. I. Fernández, S. Menéndez-Requejo // Spanish Journal of Finance & Accounting. – Vol. 44 (2015). – pp. 326-351.

получить из конкурента союзника, что не во всех случаях приводит к увеличению капитализации. Если речь идет о слияниях и поглощениях, то в выигрыше могут оставаться не только две компании, но и другие заинтересованные участники.

Международные слияния и поглощения требуют активного вовлечения руководящего состава и многих служб, что в свою очередь ведет к некоторому снижению эффективности работы компании, и, следовательно, понижает ее ценность. При этом нет никаких оснований говорить и об ухудшении долгосрочных перспектив компании, долгосрочные вложения (например, расходы на НИОКР) планируются на том же уровне.

Трансграничные слияния и поглощения нефтегазовых компаний могут проводиться не только с точки зрения повышения ценности, но и по другим причинам и мотивам, не приводящим к значительным положительным результатам. Положительный финансовый эффект наблюдается в том случае, если имеет место эффект синергии.

Эффект синергии – явление, согласно которому при объединении двух компаний ценность производственных активов объединенной компании оказывается выше, чем просто сумма их активов[51]. Дополнив данный термин с позиции международного финансового управления, можно определить международный эффект синергии как результат объединения двух международных компаний (или одной международной с региональной), при котором рыночная ценность в долгосрочной перспективе оказывается выше, чем просто сумма предыдущих рыночных ценностей.

Существует мнение, что международные слияния и поглощения нефтегазовых компаний в меньшей степени подлежат риску неправильной оценки, поскольку в работу привлекаются большинство аналитиков сторон сделки и часто из независимых аналитических центров, расположенных в разных странах, таким образом, что поступает информация, влияющая на котировки

[51] Гарифуллин Ф.Ф. Синергетические эффекты как основа для принятия решений о проведении сделок слияний и поглощений / Гарифуллин Ф.Ф. // Вестник университета (Государственный университет управления), М: 2015. - № 2. – с. 156-159.

акций новой компании и способная предупредить ее руководство о возможных опасностях или просчетах.

Эффективность слияний может зависеть и от формы их финансирования. Так, если рассматривать среднее изменение курса акций покупателя до осуществления сделки, но уже после объявления о ней, можно заметить некоторое снижение цены в случае финансирования за счет акций, и рост - при денежной их оплате.

Необходимо различать подлинную ценность компании от ее рыночной капитализации. Рыночная капитализация представляет собой произведение цены акции на количество акций. Однако данное утверждение не совсем верно, когда речь идет о международных слияниях. Если рынок ожидает поглощение компании, то ее рыночная ценность будет несколько завышена в сравнении с реальной. При этом издержки от поглощения, определяемые по формуле 2.1[52], будут занижены в оценке, что ведет к искажению синергетического эффекта для компании, осуществляющей поглощение, причем, в сторону уменьшения издержек и повышения эффективности слияний. Это может привести к неправильной оценке и к принятию ошибочных решений о присоединении.

$$NPV = V^{AB} - \left(V_0^A + V_0^B\right) - (P + C), \qquad (2.1)$$

где: NPV - положительная чистая ценность поглощения (эффект синергии); V^{AB} - ценность объединенной компании; $V_0^A + V_0^B$ - ценности приобретающей и приобретаемой компаний; P - премия акционерам компании-цели; C - издержки приобретения.

В то же время объединение двух компаний нефтегазовой отрасли из разных стран может характеризоваться большой долей неопределенности в определении рыночной ценности присоединяемой компании. Более того, если присоединяемая компания стоит на несколько ступеней ниже по кредитному рейтингу и по уровню капитализации - происходит некоторое снижение цены акций компании,

---

[52] Лимитовский М.А., Лобанова Е.Н., Паламарчук В.П. Финансовый менеджмент как сфера прикладного использования корпоративных финансов.– М.: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2011. – 392 с.

осуществляющей поглощение, так как инвесторы оценивают подобную сделку в качестве более рисковой, чем она на самом деле является.

Эффект от масштаба в ходе международной интеграции в пределах одной производственной цепочки способствует снижению транзакционных издержек. Интеграция нефтегазовых компаний ведет к повышению ценности за счет имеющихся взаимодополняющих ресурсов. Особенно это важно при доступе к финансовым рынкам и льготным процентным ставкам.

Те же российские нефтяные компании сильно выигрывают от слияний с зарубежными конкурентами за счет качественно нового доступа к рынку облигаций и прочих форм заимствований, а также повышая привлекательность акций новой созданной структуры. Акции многих российских компаний размещаются только в пределах страны, если вообще имеют выход на биржи. А привлечение кредита в долларовом эквиваленте под значительно меньший процент способствует увеличению синергетического эффекта от сделки.

Наиболее крупные слияния или поглощения в нефтегазовом секторе осуществляют именно транснациональные корпорации. Помимо сокращения рисков, а также учитывая производственные и географические преимущества, достигается синергетический эффект наличия избытка денежных средств, способствующий приросту стоимости акций при реинвестировании в бизнес. Действительно, именно у международных нефтегазовых компаний несмотря на выплаты дивидендов накапливаются значительные денежные средства (Сургутнефтегаз). И вместо освоения новых территорий, что характеризуется огромными затратами и высокими рисками, компании рассматривают приобретение существующего бизнеса с уже устоявшимися связями, лицензиями, производственными мощностями и долей рынка. Однако, согласно гипотезе эффективности рынка, наличие избытка денежных средств является негативным сигналом для инвесторов, сигнализирующим о неэффективном управлении активами[53].

[53] Брейли Ричард, Майерс Стюарт Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2008. – 1008 с.

Эффект диверсификации имеет неоднозначные финансовые последствия: снижая риски транснациональной корпорации, диверсификация не увеличивает цену акций. На сегодняшний день нет доказательств того, что инвесторы переплачивают за акции диверсифицированных компаний.

Эффект от снижения стоимости финансирования проявляется в том, что стоимость капитала для нефтегазового бизнеса в результате международных слияний и поглощений оказывается меньше, поскольку компания, на базе которой произошло присоединение, обеспечивает возврат не только своих обязательств, но и объединенной компании. В наибольшей степени эффект будет проявляться в том случае, если помимо существующих ставок корпорация получит возможность наращивать объемы заемного капитала, что также снизит стоимость капитала.

Ещё одним важным синергетическим эффектом для нефтегазовых компаний в результате международных слияний и поглощений может выступать повышение рентабельности операционной деятельности. Разумеется, подобный эффект возможен лишь при успешном слиянии. Рентабельность можно повысить за счет реализации появившихся в результате слияния новых маркетинговых возможностей (расширение каналов сбыта), снижения конкуренции, сокращения капитальных затрат.

В дополнение к вышеизложенному стоит рассмотреть и рыночный эффект, выраженный в известном в мировой практике показателе – EPS, характеризующий отношение чистой прибыли компании, доступной для распределения, к среднегодовому числу обыкновенных акций (формула 2.2)[53]:

$$EPS = (NI - Div_{Preferred}) / \text{Weighted Average Outstanding Shares}, \quad (2.2)$$

где: EPS - прибыль на акцию;

NI - чистая прибыль;

$Div_{Preferred}$ - привилегированные дивиденды;

WAOS - среднее число обыкновенных акций (за год).

Известно, что динамика EPS представляет собой один из ключевых для инвесторов показателей. В результате слияния нефтегазовых компаний возможен

рост EPS благодаря эффекту стартового запуска в ходе конвертирования акций или наоборот, разводнение акций - снижение EPS. Данные результаты определяются посредством рассмотрения размеров прибыли вступающих в сделку компаний и соответствующих мультипликаторов.

Рассмотрим следующий пример с использованием мультипликатора P/E (соотношение цены к прибыли акции), являющимся одним из важных показателей для инвесторов при определении позиции международной компании на рынке (таблица 2.1).

Таблица 2.1 - Варианты поведения EPS в зависимости от величины мультипликатора (P/E) транснациональной компании

Показатели	Первый вариант		Второй вариант	
	Компания А	Компания Б	Компания А	Компания Б
Текущая прибыль, млн. долл.	30	7	30	7
Количество выпущенных акций, млн. шт.	7,5	3	7,5	3
Прибыль на акцию EPS, долл.	4	2,4	4	2,4
Цена акции, долл.	56	24	56	24
Коэффициент P/E	14	10	14	10
Цена выкупа акций компании Б, долл.	29		39	
Акций компании А за 1 акцию компании Б	29 / 56 = 0,518		39 / 56 = 0,696	
Дополнительная эмиссия, шт.	0,518*3 000 000 = 1 553 571		0,696*3 000 000 = 2 089 286	
Общая прибыль, млн. долл.	37		37	
Количество выпущенных акций, шт.	9 053 571		9 589 286	
Прибыль на акцию EPS, долл.	4,1		3,86	

Источник: составлено автором по материалам: Лимитовский М.А., Лобанова Е.Н., Паламарчук В.П. Финансовый менеджмент как сфера прикладного использования корпоративных финансов.– М.: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2011. – 392 с.

В соответствии с таблицей 2.1., в случае, если компания А готова платить за каждую акцию компании Б на 5 долларов больше (29 долларов) нынешней рыночной цены (24 доллара), то прибыль на акцию возрастет на 0,1 доллара. Однако, как только коэффициент P/E становится выше у поглощаемой компании, возникает эффект разводнения акций, поскольку высокий показатель мультипликатора свидетельствует о недостаточном объеме прибыли на акцию и переоценке анализируемой компании. Так, во втором варианте в случае выкупа акций компании Б за 39 долларов значение коэффициента P/E будет ровно 16,25

(39/2,4) - что больше величины P/E компании А равной 14. В первом же варианте отношение цены выкупа акций к прибыли на акцию компании Б составляет 12,08 (29/2,4) - что меньше мультипликатора компании А. В последнем случае как раз и происходит рост прибыли на акцию на 0,1 доллара. Зная о таком эффекте, многие крупные нефтегазовые корпорации стараются поглощать компании с более низким мультипликатором, но со значительной прибылью. Тем не менее, подобные эффекты носят краткосрочный характер, т.е. не учитывается будущий рост прибыли в результате слияний.

Следует отметить, что приведенная выше формула 2.1 отражает основную суть оцениваемых сделок, поскольку включает упрощенный механизм всей оценки эффективности российских и международных сделок слияний и поглощений компаний, в частности, нефтегазовой отрасли.

Укрупненно этапы определения синергетического эффекта можно представить следующим образом (рисунок 2.1).

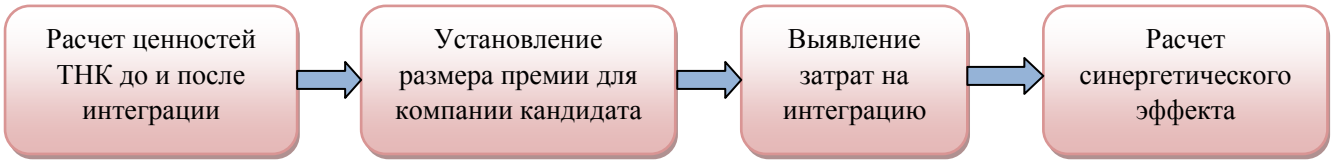


Рисунок 2.1 **– Этапы определения синергетического эффекта для международных сделок слияний и поглощений**

Источник: составлено автором.

Определение ценности компании будет рассмотрено в следующих параграфах настоящего диссертационного исследования через наиболее приемлемые для нефтегазовой отрасли методы оценки и подходы по учету имеющихся рисков.

Премия за контроль основывается на необходимости оплаты акционерам некоторой суммы сверх ее справедливой ценности для успешного осуществления сделки по слиянию или поглощению и приобретению преимущества по сравнению с держателями миноритарных долей. По мнению автора, в нефтяной отрасли наибольшее влияние на размер выплачиваемой премии оказывают

наличие лицензий на месторождения, степень их разработки, имеющиеся мощности по переработке сырья, наличие развитой сбытовой системы, АЗС и география их расположения.

Так как завышенные премии способны нивелировать последующую синергию от покупки нефтяной компании, необходимо обоснованно подходить к вопросу определения ее размера. Несмотря на большую базу данных по осуществлению слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли, на сегодняшний день в отечественной практике до сих пор не сформировались устойчивые взгляды по выявлению наиболее подходящих методов и данных для расчета премии. Тем не менее, в мировой экономике выделяются следующие методы определения размера премии[54,55]:

а) экспертный, суть которого заключается в принятии субъективного решения оценщиком. В рамках данного метода анализируется перераспределение прав акционеров в пользу покупателя, сопоставление размеров приобретаемых акций с размерами акций текущих держателей и др;

б) нормативный, позволяющий определить премию в соответствии с нормативно-правовыми актами государства. Недостатком данного метода является его применимость лишь для государственных компаний, акции которых приватизируются частными или государственными нефтегазовыми компаниями.

в) статистический, основанный на изучении накопленных за многие годы показателях, которые отражают результаты реальных сделок и операции по ценным бумагам (пакетам акций). Для транснациональных сделок могут быть использованы данные международного обозревателя MergerstatReview, в то время как для российских сделок наиболее полными данными располагают аудиторско-консалтинговые компании «большой четверки»: Deloitte Touche Tohmatsu, PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young и KPMG.

---

[54] Рамазанова С.В. Анализ эффективности транснациональных сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала [Электронный ресурс] / С.В. Рамазанова // Вестник СПБГУ. – 2016. – Сер.5 (вып. 3). – Режим доступа: https://cyberleninka.ru/article/v/analiz-effektivnosti-transnatsionalnyh-sdelok-sliyaniy-i-pogloscheniy-na-razvivayuschihsya-rynkah-kapitala (дата обращения: 12.12.2016).

[55] Feito-Ruiz I., Fernández A. I., Menéndez-Requejo S. Mergers and acquisitions valuation: the choice of cash as payment method / I. Feito-Ruiz, A. I. Fernández, S. Menéndez-Requejo // Spanish Journal of Finance & Accounting. – Vol. 44 (2015). – pp. 326-351.

Следующим методом определения размера премии является «Правило большого пальца», который используется в американской практике слияний и поглощений в случае, если для эффективной оценки недостаточно данных. Данный способ не пользуется широким применением в нефтегазовой отрасли в силу отсутствия возможности получения корректной оценки. Тем не менее, суть ее заключается в том, что размер премии за контроль составляет 25 процентов от стоимости собственного капитала приобретаемой компании.

Далее в целях определения затрат на интеграцию необходимо рассмотреть следующую формулу 2.3 [56,57]:

$$Ei = Ed + Ec + Et + Eo, \quad (2.3)$$

где: Ed – затраты за использование заемного капитала на интеграцию;

Ec – затраты по согласованию сделки с органами государственной власти (федеральная антимонопольная служба и др.);

Et – затраты на техническое и технологическое совмещение;

Eo – прочие затраты, составляющие 5-10% от общей суммы затрат.

При наличии значений ценности компаний, размера премии и суммы затрат на интеграцию открывается возможность к определению синергетического эффекта (рисунок 2.2).

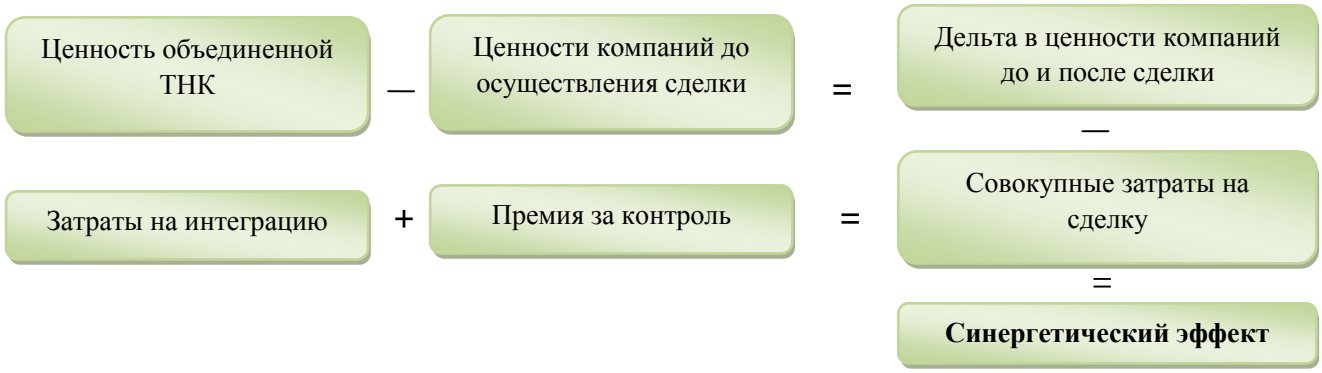


Рисунок 2.2 – Определение синергетического эффекта транснациональной корпорации

Источник: составлено автором.

[56] Graham P., Sheeren E. Capturing value from M&A in oil and gas: Implications for integration [Electronic resource] / P. Graham, E. Sheeren // McKinsey&Company. – 2015. – May. – Mode of access: https://www.mckinsey.com/industries/oil-and-gas/our-insights/capturing-value-from-m-and-a-in-oil-and-gas-implications-for-integration (дата обращения: 03.10.2016).

[57] Heslop A. How to Value & Sell Your Business : The Essential Guide to Preparing, Valuing and Selling a Company for Maximum Profit / A.Heslop / London : Kogan Page. – 2008. – 240 p.

Успешность международного слияния во многом определяется представленными эффектами и их особенностями функционирования в условиях эффективного рынка. Однако специфика российских сделок заключается в том, что нефтегазовые компании в силу отсутствия обоснованного механизма оценки могут продаваться с большим дисконтом к ее настоящей ценности.

Таким образом, результаты проведенных автором исследований, изложенных в данном параграфе, позволили сделать следующие выводы. Описанные синергетические эффекты являются основой анализа принятия решений относительно осуществления международного слияния и поглощения. Указанные эффекты обладают своими особенностями и должны рассматриваться в взаимосвязи. Наибольшее значение для нефтегазовых компаний при осуществлении трансграничных сделок имеют такие эффекты, как повышение прибыли в расчете на одну акцию, прирост рыночной ценности компании, а также снижение стоимости источников финансирования. При этом наибольшее влияние на размер выплачиваемой в адрес компании-цели премии оказывают наличие лицензий на месторождения, степень их разработки, имеющиеся мощности по переработке сырья, наличие развитой сбытовой системы, АЗС и география их расположения. Определяемые в дальнейшем затраты позволяют рассчитать синергетический эффект, значение которого является важным фактором механизма оценки слияний и поглощений, позволяющим принять верное управленческое решение относительно целесообразности проведения международной сделки.

2.2 Методы оценки нефтегазовых компаний при осуществлении сделок слияний и поглощений в зарубежной практике

В современных условиях трансграничные сделки по слияниям и поглощениям нефтегазовых компаний играют заметную роль не только внутри одного государства, но и в международной экономике в целом, а оценка ценности (value) с использованием необходимых инструментов при слияниях и поглощениях является наиболее распространенной целью оценки.

Согласно методам, широко применяемым в международной хозяйственной практике транснациональных корпораций, а также в соответствии со стандартом оценки «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки», существуют следующие подходы[58,59,60]:

а) затратный;

б) сравнительный;

в) доходный.

Указанные подходы применяются как в оценке отдельной компании, так и в ходе осуществления международных сделок слияний и поглощений нефтегазовых компаний. Следует учесть, что несмотря на многообразие методов, соответствующих отдельно взятому подходу, каждый из них имеет свою специфику.

Рассмотрим методы затратного подхода.

Метод ликвидационной стоимости применяется в ходе продажи международной компанией своих активов и погашения имеющихся обязательств вследствие прекращения хозяйственной деятельности. Ценность компании в данном случае определяется разностью между совокупной ценностью активов и затратами на ее ликвидацию. Благодаря этому методу появляется возможность определить базовое значение ценности транснациональной компании. Общая формула оценки компании методом ликвидационной стоимости выглядит следующим образом[61,62]:

$$LV = PV\left(\sum AV_i\right) - D - CL, \quad (2.5)$$

где: LV – ликвидационная ценность компании;

---

[58] Valuation Methodologies in the Oil & Gas Industry [Electronic resource] / Stout Advisory. – 2016. – March, 1. – Mode of access: https://www.stoutadvisory.com/_insights/article/valuation-methodologies-oil-gas-industry (дата обращения: 01.07.2016).

[59] Wood D.A.Characterization of gas and oil portfolios of exploration and production assets using a methodology that integrates value, risk and time / D.A. Wood // Journal of Natural Gas Science and Engineering. – Vol. 30, 2016. – pp. 305-321.

[60] Приказ Министерства экономического развития РФ от 20 июля 2007 г. № 256 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки» [Электронный ресурс] – Режим доступа: справочная правовая система «Консультант Плюс» (дата обращения: 22.10.2016).

[61] Паламарчук В.П. Оценка бизнеса / Паламарчук В.П. учебное пособие. – М.: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2014. – 110 с.

[62] Hitchner J.R. Financial Valuation: Applications and Models / J.R. Hitchner. – John Wiley & Sons, 2017. – 1296 p.

PV – приведенная ценность будущих потоков;

AV_i - ценность i-го актива;

D – рыночная ценность обязательств;

CL – затраты на ликвидацию компании.

Для получения высоких цен по реализуемым активам в течение длительного периода времени в зарубежной практике рассматривают упорядоченную ликвидацию. Процесс распродажи не соответствующих высокой степени ликвидности активов занимает приблизительно два года. Данный срок содержит периоды времени, необходимые для проведения подготовительных работ по имуществу, поиска потенциальных покупателей, согласованной передачи документов и др.

Другой разновидностью ликвидации компании и ее активов является обязательная форма, означающая необходимость реализации на рынке всех активов в кратчайшие сроки. Зачастую это может происходить в рамках одного периода времени и единовременного аукциона.

Сущность метода чистой балансовой стоимости заключается в выявлении значения собственного капитала путем вычета из валюты баланса компании актуальных на дату оценки совокупных обязательств. Данный метод считается одним из самых простых и быстрых для проведения предварительных расчетов по оценке активов корпораций.

В основе метода скорректированной балансовой стоимости лежит необходимость корректировки рассчитанной предыдущим методом остаточной стоимости активов компании на инфляцию. Другими словами, активы компании подвергаются переоценке, результаты которой меняют баланс суммой переоценки в актив и резервом переоценки в пассив.

Метод стоимости замещения исходит из того, какие затраты понесет компания в случае замещения всех активов при условии сохранения хозяйствующего субъекта. Данный метод зачастую применяется в материалоемких отраслях промышленности, учитывая лишь ценность материальных активов.

Являясь аналогичным во многом методу стоимости замещения, метод восстановительной стоимости отличается возможностью учета нематериальных активов при определении совокупных затрат на создание полностью идентичной компании.

Несмотря на имеющиеся возможности и относительную простоту вычислений, затратный подход является наименее применимым для оценки международных сделок слияний и поглощений нефтегазовых компаний по многим причинам, основная из которых состоит в неспособности в полной мере учесть синергетический эффект.

В основе сравнительного подхода лежит сопоставление оцениваемой компании-кандидата на слияние и поглощение с аналогичными компаниями на международном рынке. Основная проблема его использования состоит в сложности сформировать перечень аналогичных компаний в нефтегазовой отрасли, так как сопоставить множество факторов, отвечающих требуемым критериям в указанной отрасли представляется порой невозможным. Использование усредняющих показателей ведет к искажению расчетов, подход не отражает объективную картину, в частности, в оценке потенциальных синергетических эффектов. Отсюда следует вывод, что применять сравнительный подход к комплексной оценке слияний и поглощений нефтегазовых компаний не представляется целесообразным.

Сущность метода компаний-аналогов (метод рынка капитала) состоит в определении среднерыночной ценности компании на основе сложившихся на международных рынках капитала (фондовом рынке) цен на обыкновенные акции аналогичного объекта. Указанные цены после внесения в них соответствующих корректировок могут быть использованы для определения ориентировочной стоимости акций рассматриваемой для сделки компании. Однако все нефтегазовые компании сильно различаются, прежде всего, по состоянию ресурсной базы, что напрямую влияет на их рыночную капитализацию и, соответственно, стоимость акций.

С точки зрения применения рекомендуемых международным сообществом и исследовательскими организациями соотношений, которые определяются исходя из данных, полученных в результате длительных наблюдений за соотношениями стоимости собственного капитала и финансово-производственными параметрами, можно выделить метод отраслевых коэффициентов. Как следствие, результаты многолетних трудов были обобщены в ряде конкретных формул, согласно которым можно рассчитать ценность исследуемой компании. На основе анализа отраслевых данных оценщик самостоятельно формирует соотношения с учетом имеющейся специфики.

И все же, наличие существенных недостатков не позволяет ограничить оценку нефтегазовой компании сравнительным подходом. Это объясняется необходимостью внесения поправок в исходную информацию с помощью усредненных показателей, мультипликаторов и соотношений экспертного сообщества, которые зачастую искажают точность результатов. Кроме того, несформировавшийся объем достоверной информации о сделках по слияниям и поглощениям нефтегазовых компаний развивающихся стран и стран с переходной экономикой ставит целесообразность использования данного подхода под сомнение. Также необходимо учесть фактор ретроспективной направленности информации, которая используется для определения ценности компании. Учитывая изложенное, можно прийти к выводу, что сравнительный подход не отвечает требованиям инвесторов относительно будущих доходов рассматриваемой компании.

По мнению автора настоящего диссертационного исследования, а также учитывая степень распространенности в практике транснациональных корпораций, доходный подход и его методы способны сформировать конечное мнение о ценности нефтегазовой компании для принятия управленческого решения о проведении международной сделки слияния или поглощения, так как наиболее точно позволяет оценить саму компанию, структуру капитала, затраты на интеграцию и синергетические эффекты. Доходный подход рассматривает

ценность приобретаемого актива с точки зрения будущей прибыли с учетом времени и требуемой ставки.

В рамках упомянутого подхода различают несколько основных методов оценки. Сущность метода экономической добавленной стоимости (EVA) заключается в том, что норма возврата на собственный капитал должна быть не меньше, чем у альтернативных проектов с аналогичными рисками на рынке капитала. При невыполнении данного условия считается, что реальная прибыль упущена, а собственники остаются в убытке от операционной деятельности своей компании. При EVA равном нулю можно констатировать получение прибыли лишь для компенсирования рисков.

В качестве одного из параметров эффективности, EVA является следствием вычета инвестированного капитала из операционной прибыли компании после налогообложения, формула 2.6 [63]:

$$EVAt = NOPATt – CE * WACCt, \quad (2.6)$$

где NOPATt – операционная прибыль после налогообложения;

CE (Capital Employed) – вложенный капитал;

WACCt – средневзвешенная стоимость капитала.

При этом согласно формуле 2.7:

$$NOPATt = EBITt * (1-t), \quad (2.7)$$

где EBIT – операционная прибыль с учетом процентов и налогов.

В методе EVA может быть применена двухфазная модель с разбивкой на прогнозный и постпрогнозный периоды, для расчета которого используется усредненный темп роста на весь период по причине отсутствия определенных данных для выявления всех факторов. При этом особую важность представляет определение терминальной ценности, которая характеризует ценность компании именно в постпрогнозный период.

Таким образом, ценность компании по методу EVA находится по формуле 2.8 [64]:

---

[63] Бригхем Ю.Ф. Финансовый менеджмент / Ю.Ф.Бригхем, Майкл С.Эрхардт; пер. с англ. под ред. Е.А.Дорофеева. – 10-е изд. – СПб: Питер, 2009. – 960 с.

$$V_E = C_0 + \Sigma(EVAt/(1+WACC_t)^t) - D_0 + EVA_{n+1} / (WACC_n - g) / (1 + WACC_n)^n \quad (2.8)$$

Прогнозный период Постпрогнозный период

где C_0 – инвестированный капитал в компанию на сегодняшний день.

В большинстве случаев метод EVA дает идентичные другим методам доходного подхода результаты, однако по причине различной чувствительности к исходным факторам, а также несовершенства построения модели по методу EVA конечные значения могут отличаться. EVA на практике часто используется в дополнение к основным данным, что приводит к необходимости введения новых корректировок и, как следствие, усложнению расчетов.

В теории и практике оценки сделок слияний и поглощений упоминается также о методе рыночной добавленной стоимости MVA (market value added), применение которого часто связывают с методом EVA, поскольку расчетное значение MVA равно разнице между ценностью компании по методу EVA и ценностью активов компании по данным отчетности.

Одним из наиболее применяемых международным бизнесом методов является дисконтирование дивидендов, суть которой заключается в определении ценности отдельно взятой акции и умножении количеству имеющихся в обращении акций, что и соответствует значению рыночной капитализации.

В целях определения ценности обыкновенных акций используются различные модели, состоящие из нескольких математических этапов. В данном случае речь идет о применении двухэтапной модели, формула 2.9 [65,66]:

$$P = \sum_{t=1}^{T} Dt/(1+r) + \frac{D_{t+1}}{(r-g)(1+r)^i}, \quad (2.9)$$

где: T – период нестабильного роста;

Dt – ожидаемый дивиденд в период нестабильного роста (прогноз);

---

[64] Тихомиров Д.В. Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях / Д.В. Тихомиров: учебное пособие / Д.В. Тихомиров. – СПб: Изд-во СПбГУЭФ, 2011.– 132 с.

[65] Паламарчук В.П. Оценка бизнеса / Паламарчук В.П. учебное пособие. – М.: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2014. – 110 с.

[66] Kalotay K., Panibratov A. Cross-border M&A and competitive advantage of Russian EMNEs / K. Kalotay, A. Panibratov. – The Competitive Advantage of Emerging Market Multinationals. – Cambridge, 2013. – pp. 220-238.

D_{t+1} – первый стабильный дивиденд;

g – ожидаемый темп прироста при достижении стабильности;

r – требуемая доходность акции.

Как было отмечено выше, итоговая ценность компании будет определяться произведением цены акции (P) на их количество (n), имеющихся в обращении. Полученная таким образом ценность миноритарных акций характеризуется необходимостью определения ценности контрольного пакета, для расчета которого требуется вводить корректировки на величину премии за контроль.

Указанный метод имеет преимущества, которые заключаются в учете ценности компании на основе существующих и ожидаемых дивидендных выплат. В то же время слабым звеном метода является непредсказуемость этих дивидендов в силу волатильности международных рынков капитала.

На основе обобщения международного опыта ведущую роль в международной практике оценки слияний и поглощений нефтегазовых компаний занимает метод дисконтирования (свободного) денежного потока (DCF), согласно которому ценность объекта поглощения определяется исходя из прогнозирования, моделирования и приведения к текущей ценности ожидаемых денежных потоков целевой компании.

Оценка ценности по методу DCF также производится в рамках рассмотрения деятельности нефтегазовой компании на прогнозном и постпрогнозном периодах, когда вся «будущая жизнь компании» делится на два периода, формула 2.10 [67].

$$V_E = \underbrace{\frac{FCF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{FCFn}{(1+r)^n} - D_0}_{\text{Прогнозный период}} + \underbrace{\frac{FCFn+1 \,/\, (r-g)}{(1+r)^n}}_{\text{Постпрогнозный период}} = \frac{\Sigma FCFi}{(1+r)^i} + TV - D_0, \qquad (2.10)$$

где FCF (free cash flow) – свободный денежный поток;

r – ставка дисконтирования (WACC);

[67] Гарифуллин Ф.Ф. Методы оценки нефтегазовых компаний при осуществлении сделок слияний и поглощений / Гарифуллин Ф.Ф. // Вестник университета (Государственный университет управления), М: 2017. - № 1. – с. 43 - 47.

g – устойчивый темп рост денежного потока;

D_0 – величина долга на дату оценки;

TV (terminal value) – терминальная ценность бизнеса.

Исходя из формулы 2.9 видно, что значения денежного потока и ставка дисконтирования оказывают наибольшее влияние на текущую ценность компании. При этом если ставка дисконтирования будет соответствовать стоимости привлечения собственного капитала, то в данном случае она отвечает интересам акционеров. Если же учитывать интересы всех инвесторов и присущие отрасли риски, то в качестве ставки дисконтирования необходимо использовать средневзвешенную стоимость капитала WACC, которая в научной зарубежной литературе определяется по формуле 2.11[67]:

$$WACC = Kd * (1-T) * Wd + Ke * We, \quad (2.11)$$

где Kd – рыночная стоимость заемного капитала, %;

Ke – стоимость собственного (акционерного) капитала, %;

T – значение налога на прибыль, доли ед.;

Wd – удельный вес заемного капитала в общей оценке компании, доли ед;

We – удельный вес собственного капитала в общей оценке компании, доли ед.

Кроме приведенных выше можно выделить и другие методы, в частности, метод реальных опционов, метод Ольсона, метод оценки с помощью дерева целей и др. Помимо метода реальных опционов и метода Ольсона, использование дерева целей не является распространенным явлением для оценки сделок слияний и поглощений нефтегазовых компаний, в которых зачастую не проводится пересчет большого количества альтернатив, а вместо этого в силу масштаба задачи упор делается лишь на анализе ограниченного количества компаний и целесообразности ее поглощении в заданных условиях. Тем не менее, использование данного метода может быть целесообразным на рынках с высокой волатильностью, рисками и неопределенностью при моделировании различных сценариев.

Таким образом, в целях оценки ценности международных и российских компаний нефтегазовой отрасли используются указанные выше методы, которые необходимо рассматривать при принятии решения об осуществлении сделок слияний и поглощений. Их применение объясняется важностью внедрения более современных и требующих совершенствования подходов к оценке ценности нефтегазовых компаний, включающих достоинства всех методов и уменьшающих существующие недостатки.

2.3 Алгоритм отбора компании-кандидата при проведении международных сделок слияний и поглощений нефтегазовых компаний

Очередным этапом формирования механизма оценки трансграничных слияний и поглощений нефтегазовых компаний является разработка алгоритма отбора компании-кандидата при проведении международных сделок. Разработка данного алгоритма обусловлена необходимостью сведения работы к конкретным пошаговым операциям, которые позволят формализовать процесс оценки.

Как уже было сказано выше, основная цель слияний и поглощений нефтегазовых компаний заключается в максимизации ценности компании, ее конкурентоспособности и эффективности вследствие получения синергетического эффекта от проведенной сделки. При этом важный вопрос, который стоит для руководства и собственников компании, заключается в том, какова последовательность действий при принятии решении о проведении слияний и поглощений на зарубежных рынках.

Рассмотрим разработанный автором алгоритм отбора компании для проведения международных слияний и поглощений на основе изучения работ Эскиндарова М.А., Лимитовского М.А., Дамодарана А., Томаса М., Баффета У., Дахла О. и др. (рисунок 2.3) [68,69,70,71,72].

---

[68] Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями: пер. с англ. / У.Баффет; Сост.Л.Каннингем. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2014. – 268 с.

[69] Дамодаран Асват Инвестиционная оценка. / Пер. с англ. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. - 1342 с.

[70] Эскиндаров, М.А. Теория слияний и поглощений (в схемах и таблицах): учебное пособие / М.А. Эскиндаров, И.Ю. Беляева, А.Ю. Жданов, М.М. Пухова. - М.: КНОРУС, 2013. - 232с.

[71] Mazzariol P., Thomas M. Theory and practice in M&A valuations / P. Mazzariol, M. Thomas // Strategic Direction. – Vol.32 (2016). – pp. 8-11.

[72] Tibergien M.C., Dahl O. How to Value, Buy, or Sell a Financial Advisory Practice : A Manual on Mergers, Acquisitions, and Transition Planning / M.C. Tibergien, O. Dahl / Bloomberg Press. – 2006. – 331 p.

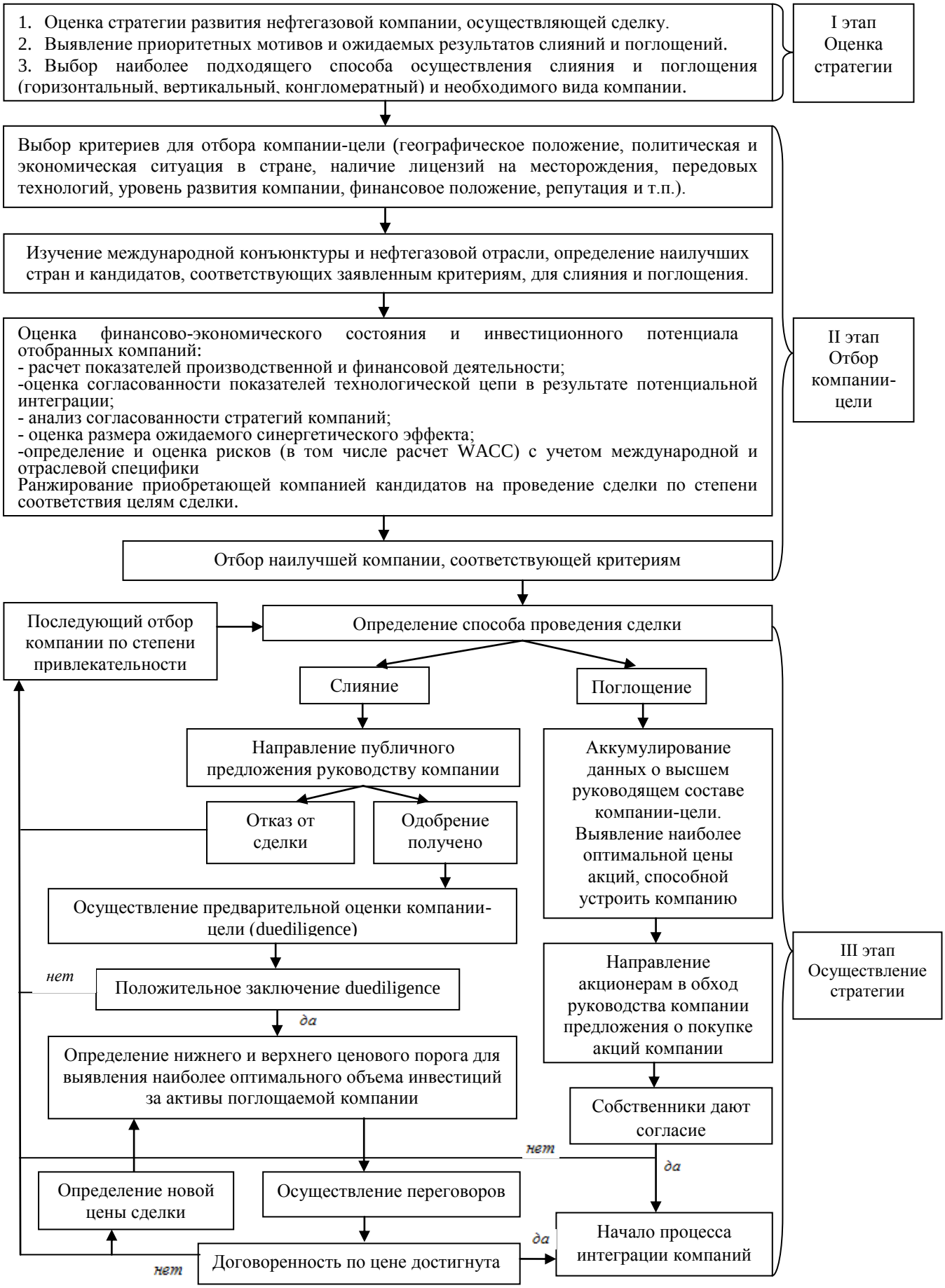


Рисунок 2.3 - Алгоритм отбора нефтегазовой компании для осуществления международной сделки слияний и поглощений

Источник: разработан и составлен автором.

В соответствии с приведенным на рисунке 2.3 алгоритмом выбора компании-цели для международных слияний и поглощений процесс оценки должен предваряться изучением направлений развития компании и выявлением мотивов сделки, что позволит определить потенциальные результаты сделки и выбрать наиболее подходящие формат её проведения (тип сделки) и вид компании-цели. Рассмотрим следующее соотношение целей и типов сделки с мотивами трансграничных слияний и поглощений (таблица 2.2).

Таблица 2.2 – Соотношение целей и типов сделки с мотивами трансграничных слияний и поглощений

Ожидаемые результаты	Увеличение масштаба деятельности компании	Наличие необходимых звеньев в структуре компании	Увеличение номенклатуры выпускаемой продукции и экспансия на зарубежные рынки
Тип сделки / Мотивы	Горизонтальные	Вертикальные	Конгломератные
1. Экономия на масштабе	X		
2. Привлечение передовых технологий и высококвалифицированных кадров, в том числе управленческих	X	X	
3. Снижение цен закупки	X	X	
4. Развитие сотрудничества в НИОКР	X	X	X
5. Ликвидация повторяющихся функций	X		
6. Налоговая оптимизация	X	X	X
7. Более выгодные условия на рынке капитала	X	X	X
8. Создание монополии	X	X	
9. Завладение комплиментарными ресурсами			X
10. Увеличение ресурсной базы и географии присутствия	X		X
11. Завладение наиболее прибыльными контрактами	X		
12. Доступ к обширной базе информации	X	X	X
13. Инвестирование свободных активов компании	X	X	X
14. Защита от недружественного поглощения	X		X
15. Too big to fail	X		X
16. Реализация поглощаемой компании по частям			X
17. Решения менеджеров личного плана	X	X	X
18. Направление капитала за рубеж			X

Источник: составлено автором по материалам: Иванов А.Е. Типология мотивационных теорий слияний и поглощений / А.Е. Иванов // Финансы и кредит. – 2016. – С. 22 (вып.25). Hsu K-Ch., Wright M., Zhu Z.

What motivates merger and acquisition activities in the upstream oil & gas sectors in the U.S.? [Electronic resource] / K-Ch. Hsu, M. Wright, Z. Zhu // Energy Economics. – Vol. 65. – 2017. – June. – Mode of access: http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0140988317301354?via%3Dihub (дата обращения: 03.10.2016).

В целях иллюстрации зависимости компаний-кандидатов от мотивов проводимых сделок на международной арене целесообразно ознакомиться со следующей таблицей, разработанной по итогам обобщения трудов Е.Д.Софоклеуса, А. Дамодарана, М.Райта, А.Е. Иванова (таблица 2.3).

Таблица 2.3 – Зависимость нефтегазовых компаний от мотивов осуществления международных слияний и поглощений

Мотив осуществления сделки	Разновидность компаний-кандидатов
Инвестирование свободных активов компании	Транснациональная компания, которая недооценена на рынке и при этом обладает потенциалом, значительно превосходящим значения существующих показателей.
Увеличение ресурсной базы и географии присутствия Too big to fail	Международная компания из другого направления нефтегазовой отрасли, которая производит продукцию, не имеющую отношения к основному виду деятельности покупающей компании.
Экономия на масштабе Ликвидация повторяющихся функций Снижение цен закупки Создание монополии Завладение комплиментарными ресурсами Завладение наиболее прибыльными контрактами Too big to fail	Компания из одной с поглощающей компанией отрасли. Как правило, к этой категории относятся аналогичные родственные покупающей. Могут входить в единую производственно-сбытовую цепочку. Иметь опыт работы более трех лет на рынке, поскольку налаженные рабочие процессы – необходимое условия эффекта синергии при слиянии.
Развитие сотрудничества в НИОКР Доступ к обширной базе информации Привлечение передовых технологий и высококвалифицированных кадров, в том числе управленческих	Компания-кандидат должна превосходить своего покупателя по одному из следующих показателей: инновационные разработки, развитая международная система представительств, ноу-хау, технология, техника, НИОКР, наличие лицензий на разрабатываемые месторождения, качество управленческого аппарата.
Более выгодные условия на рынке капитала Инвестирование свободных активов компании	Публично функционирующая корпорация, имеющая высокие показатели прибыли и общей финансовой эффективности, хорошей репутацией в глазах общественности. Слияние с такой компанией способствует повышению кредитного рейтинга.
Налоговая оптимизация	Компании, которые терпят постоянные убытки или находятся в условиях банкротного состояния.
Решения менеджеров личного плана Направление капитала за рубеж	Без конкретных критериев – личные интересы руководства.
Защита от недружественного поглощения	Непубличные или молодые компании.

Источник: составлено автором по материалам: Дамодаран Асват Инвестиционная оценка. / Пер. с англ. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. - 1342 с.; Иванов А.Е. Типология мотивационных теорий слияний и поглощений / А.Е. Иванов // Финансы и кредит. – 2016. – С. 22 (вып.25); Sophocleous E. D. Motives, default risk and valuation errors in corporate takeovers [Electronic resource] / E. D.Sophocleous // Electronic Thesis. – 2014. – Mode of access: http://etheses.dur.ac.uk/10535/1/Eleni_Sophocleous_THESIS.pdf?DDD2+/ (дата обращения: 17.09.2015).

На втором этапе работы алгоритма необходимо определить, по каким критериям будет строиться выборка целей. При отборе целей и оценки их инвестиционной привлекательности важно принимать во внимание международную специфику нефтегазовой отрасли.

Далее анализируется инвестиционная привлекательность отобранных компаний. В процессе можно разработать таблицу для сравнения основных показателей потенциальных компаний-целей. Для случая слияния в нефтегазовой отрасли необходимо учитывать следующие факторы: объем добываемой нефти, имеющиеся запасы углеводородного сырья, количество лицензий на действующие месторождения, объем перерабатываемой нефти, объем и перечень экспортируемой продукции на международные рынки, система сбыта (количество и география автозаправочных станций), управление персоналом. Кроме того, необходимо в динамике проанализировать такие финансовые показатели, как совокупная выручка от реализации, чистая прибыль, себестоимость добычи нефти (структуру затрат в целом), расходы на НИОКР и обновление основных внеоборотных фондов, а также значения рентабельности активов, продаж и собственного капитала. Финансовые показатели рекомендуется рассчитывать на основе международной отчетности МСФО.

Исходя из типа сделки, вида выбранной компании и других факторов, руководству компании-покупателя целесообразно более тщательно проанализировать наиболее важные для конкретного случая данные о компании-цели. Рекомендуется проводить анализ последних нескольких лет деятельности компании.

Следующим этапом анализа является изучение согласованности показателей технологической цепи компаний, участвующих в зарубежной сделке по слиянию и поглощению. В основе данного процесса лежит применение

оценочных показателей производственной деятельности, которые представлены в приложении 2.

Согласно полученным результатам выносится рекомендация по слиянию с транснациональной корпорацией, подходящей по параметру согласованности технологической цепи.

По итогам проведенного анализа согласованности показателей технологической цепи необходимо выбрать компании, чьи результаты отвечают нуждам компании-покупателя.

Ввиду неоспоримой важности гармонизации стратегий в долгосрочной перспективе развития компании крайне важно не игнорировать и этот фактор. В целях проведения оценки указанного параметра необходимо проанализировать и сопоставить стратегии компаний-целей с покупающей компанией с точки зрения их соответствия друг другу.

В ходе изучения стратегий необходимо определить перечень приоритетных направлений развития рассматриваемых компаний. Определяемые таким образом параметры позволяют провести сравнение стратегий компаний, вступающих в сделку по интеграции. Количество стратегий компаний-кандидатов, не соответствующих курсу компании-покупателя, суммируется в последней строке таблицы 2.4. В качестве критерия, позволяющего отобрать наиболее привлекательные компании, рекомендуется применять минимальное значение $\sum C_n$ для того, чтобы сумма противоречащих главной компании стратегий была минимальной.

Таблица 2.4 – Соответствие стратегий нефтегазовых компаний, осуществляющих международное слияние и поглощение

Стратегии компании-покупателя	Стратегии компаний-кандидатов		
	Компания № 1	Компания № 2	Компания х
В разведке и добыче			
С 1	$C\ 1^1$	$C\ 1^2$	$C\ 1^x$
С 2	$C\ 2^1$	$C\ 2^2$	$C\ 2^x$
С i	$C\ y^1$	$C\ y^2$	$C\ y^x$
В нефтепереработке и нефтехимии			
С 1	$C\ 1^1$	$C\ 1^2$	$C\ 1^x$
С 2	$C\ 2^1$	$C\ 2^2$	$C\ 2^x$
С k	$C\ v^1$	$C\ v^2$	$C\ v^x$
В международной деятельности			
С 1	$C\ 1^1$	$C\ 1^2$	$C\ 1^x$
С 2	$C\ 2^1$	$C\ 2^2$	$C\ 2^x$
С j	$C\ j^1$	$C\ j^2$	$C\ j^x$
В корпоративном управлении			
С 1	$C\ 1^1$	$C\ 1^2$	$C\ 1^x$
С 2	$C\ 2^1$	$C\ 2^2$	$C\ 2^x$
С m	$C\ w^1$	$C\ w^2$	$C\ w^x$
Количество стратегий кандидатов на осуществление сделки, входящих в противоречие со стратегией компании-покупателя	$\sum C_n^{\ 1}$	$\sum C_n^{\ 2}$	$\sum C_n^{\ x}$

Источник: составлено автором по материалам: Mazzariol P., Thomas M. Theory and practice in M&A valuations / P. Mazzariol, M. Thomas // Strategic Direction. – Vol.32 (2016). – pp. 8-11.; Reddy K.S., Xie E.Cross-border mergers and acquisitions by oil and gas multinational enterprises: Geography-based view of energy strategy / K.S. Reddy, E. Xie // Renewable and Sustainable Energy Reviews. – Vol. 72, 2017. – pp. 961-980.

На основе полученных результатов составляется сводная таблица с целью определения наиболее подходящих к сделке компаний (таблица 2.5).

Таблица 2.5 – Результаты оценки компаний-кандидатов, рассматриваемых для осуществления трансграничного слияния и поглощения

Этапы оценки компаний-кандидатов	Компания № 1	Компания № 2	Компания х
1. Анализ финансово-экономических показателей	m	m-1	1
2. Оценка согласованности показателей технологической цепи	m-2	m	1
3. Соответствие стратегий нефтегазовых ТНК	m	1	m-7
Итоговые значения	∑1	∑2	∑x

Источник: составлено автором.

По мере выполнения указанных выше этапов производится ранжирование исходя из привлекательности анализируемых компаний. Так, наиболее

подходящей для осуществления слияния и поглощения компании присуждается наивысший балл (m), соответствующий количеству оцениваемых компаний. Последующие кандидаты получают меньше на 1 балл (m-1). Значение для наименее подходящей компании будет равно 1. По итогам подсчетов производится суммирование баллов. В дальнейшем анализ компаний-кандидатов проводится по отобранным на этой логике основе исходя из наибольшего количества баллов. Учитывая необходимость выделения наиболее подходящих альтернатив, для дальнейшей оценки рекомендуется делать выборку, не превышающую 30% от числа исходных компаний-кандидатов[73,74].

Помимо существующих и описанных выше ограничений при принятии итогового решения о проведении международного слияния или поглощения следует также учитывать и риски, присущие любой сделке, среди которых наиболее значимыми являются[75,76]:

- ошибочное определение направлений развития основной компании;
- поглощение не соответствует интересам компании;
- неверная оценка синергетических эффектов от слияния и поглощения;
- некорректное определение ценности поглощаемой компании и сопутствующие этому последствия по переплате за сделку;
- допущение не предусмотренных заранее дополнительных затрат на международную сделку;
- неверная оценка геополитических последствий для компаний;
- риск утраты высококвалифицированных руководителей и специалистов в ходе осуществления сделки.

---

[73] Козлов А.В., Тупикова Д.В. Факторы эффективности процессов слияний и поглощений: исследование российской практики [Электронный ресурс] / А.В.Козлов, Д.В.Тупикова // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки. – Санкт-Петербург, 2015. – №6 (233). – Режим доступа: https://cyberleninka.ru/article/n/faktory-effektivnosti-protsessov-sliyaniy-i-pogloscheniy-issledovanie-rossiyskoy-praktiki (дата обращения: 11.12.2015).

[74] Feito-Ruiz I., Fernández A. I., Menéndez-Requejo S. Mergers and acquisitions valuation: the choice of cash as payment method / I. Feito-Ruiz, A. I. Fernández, S. Menéndez-Requejo // Spanish Journal of Finance & Accounting. – Vol. 44 (2015). – pp. 326-351.

[75] Витвицкий М.В. Управление рисками в процессе проведения сделок M&A // Управление корпоративными финансами. – 2012. - № 1. – С. 44-50.

[76] Sophocleous E. D. Motives, default risk and valuation errors in corporate takeovers [Electronic resource] / E. D.Sophocleous // Electronic Thesis. – 2014. – Mode of access: http://etheses.dur.ac.uk/10535/1/Eleni_Sophocleous_THESIS.pdf?DDD2+/ (дата обращения: 17.09.2015).

На основе применяемой в современной науке подходов и методов оценки ценности компаний, воздействие указанных рисков учитывается при расчете WACC в качестве ставки дисконтирования и оценке ценности компании-кандидата с учетом денежных потоков вновь созданной компании.

Далее отобранные компании-цели ранжируются по привлекательности их интеграции с приобретающей компанией. По итогам анализа инвестиционной привлекательности отбирается компания-цель и устанавливается желаемый способ проведения слияний и поглощений.

Намеченная политика функционирования поглощающей компании определяют способ реализации сделки, успех которой во многом зависит от исследуемых в данной диссертации факторов. Необходимую роль в данном процессе занимает прединвестиционная проверка (duediligence), осуществление которой позволяет получить достоверную информационную базу для принятия решения об интеграции.

Прединвестиционная проверка проводится для выполнения следующих целей[77]:

1) проведение верификации финансовых, технологических, организационных, правовых данных, касающихся деятельности компании;

2) оценка выполняемости выбранного перечня задач;

3) анализ предоставленных компанией-кандидатом на слияние необходимых документов и финансово-экономических результатов;

4) порядок осуществления документооборота внутри компании, соответствие нормативно-правовым актам и законодательству в целом;

5) определение конкурентных преимуществ нефтегазовой компании на зарубежных рынках и номенклатуры перерабатываемой и производимой продукции;

6) оценка уровня компетентности сотрудников компании;

[77] Bösecke K. Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances / K. Bösecke. – Gabler Research, 2009. – 192p.

7) рассмотрение на предмет корректного заполнения отчетов, полноты и своевременности их предоставления.

На сегодняшний день прединвестиционная проверка осуществляется в операционном, финансовом и правовом аспектах[78]. Данные составляющие нужны для полного и всестороннего анализа компании. В их основе лежат данные, полученные из внутренних источников нефтегазовой компании, а также от партнеров и конкурентов отрасли.

Операционная проверка рассматривает следующие направления[79]:

- историческая справка о деятельности компании, включающая в себя информацию о создании, развитии, перечне выпускаемой продукции и оказываемых услуг, представительств в России и за рубежом;

- принятая в компании организационная структура, описывающая качественный уровень руководящего состава, имеющиеся подразделения, распределение полномочий и обязанностей, сложившаяся вертикаль власти;

- существующая сбытовая система и маркетинговая политика, перечень основных заказчиков и приоритетных стран-партнеров, информация по экспорту;

- перечень основных поставщиков, отдельные условия взаимодействия, порядок осуществления закупок, анализ проведенных тендеров.

Правовая проверка призвана провести экспертизу на соответствие международному и российскому законодательству, нормативно-правовым актам, регламентирующим деятельность нефтегазовых компаний, основные гражданские и уголовные последствия незаконного проведения слияний и поглощений, необходимость согласования с Федеральной антимонопольной службой РФ. Кроме того, необходимо проанализировать перечень имеющихся лицензий на месторождения, зарегистрированных патентов, договоров и других нематериальных активов.

Финансовая проверка рассматривает основные финансово-экономические результаты деятельности нефтегазовой компании. Чаще всего проводится

[78] Лимитовский М.А., Лобанова Е.Н., Паламарчук В.П. Финансовый менеджмент как сфера прикладного использования корпоративных финансов.– М.: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2011. – 392 с.

независимый аудит компании, оценивается порядок ведения управленческого учета, введение стандартов МСФО.

В отдельных случаях при реализации инвестиционных проектов и осуществлении трансграничных слияний и поглощений проводят оценку влияния деятельности компании на окружающую среду, объем осуществляемых выбросов в атмосферу, порядок утилизации попутных газов. В частности, анализируются возможные последствия для нефтегазовой компании от решений региональных и национальных властей по принятию мер в области охраны окружающей среды.

Большое значение для стремящейся к монополии компании представляет проведение процедуры прединвестиционной проверки в случае, если планируется враждебное поглощение вследствие отвергнутого ранее предложения компании-покупателя в адрес руководства поглощаемой компании. В данном случае возникает проблема в получении необходимой информации. Решениями могут стать следующие варианты:

– использование данных из открытых источников (публичные компании вынуждены раскрывать информацию с основными результатами деятельности отчетного периода);

– направление соответствующих запросов в органы государственной власти страны;

– организация налоговых проверок с целью завладения искомых данных;

– развитие сотрудничества с конкурентами поглощаемой компании;

– вербовка сотрудников целевой компании для построения более полной картины по складывающейся ситуации и использования инсайдерской информации.

Тем не менее, в целях объективного понимания ценности анализируемой компании необходимо проводить перекрестную оценку данных, поступивших по итогам реализации намеченных этапов, по каждому из которых формируется промежуточный отчет, а в самом конце составляется итоговый отчет, позволяющий собрать полную информацию для осуществления инвестирования в данную сделку.

Учет приведенных выше мер позволит принять верное управленческое решение по интеграции нефтегазовых компаний не только в масштабах одной страны, но и в разрезе мировой экономики.

Взвешенный подход по определению необходимых соотношений типов сделки с соответствующими мотивами, а также выбор целевой компании в зависимости от установленных критериев, интеграция с которой положительным образом отразится на технологических характеристиках, способствует гармонизации стратегий объединенной компании, способствует эффективному развитию нефтегазовой отрасли России на международной арене.

Предлагаемый алгоритм, являясь составной частью механизма оценки слияний и поглощений, требует дальнейшей разработки модели расчета средневзвешенной стоимости капитала, основанной на необходимости выработки конкретных пошаговых инструкций и учета множества факторов, позволяющих на первоначальных этапах оценки привлекательности целевых компаний нивелировать возможные риски по проведению международных слияний и поглощений.

Выводы по главе 2:

Проведенный в рамках второй главы анализ зарубежного опыта осуществления сделок по слияниям и поглощениям нефтегазовых компаний позволили сформулировать следующие выводы:

1. Успешность международного слияния во многом определяется синергетическими эффектами и особенностями функционирования нефтегазовых компаний в условиях эффективного рынка. При этом специфика российских сделок заключается в том, что нефтегазовые компании в силу отсутствия обоснованного механизма оценки могут продаваться с большим дисконтом к ее настоящей ценности. Наибольшее значение для нефтегазовых компаний при осуществлении трансграничных сделок имеют такие эффекты, как повышение прибыли в расчете на одну акцию, прирост рыночной ценности компании, а также снижение стоимости источников финансирования. При этом наибольшее влияние на размер выплачиваемой в адрес компании-цели премии оказывают наличие лицензий на месторождения, степень их разработки, имеющиеся мощности по переработке сырья, наличие развитой сбытовой системы, АЗС и география их расположения. Определяемые в дальнейшем затраты позволяют рассчитать синергетический эффект, значение которого является важным фактором механизма оценки слияний и поглощений, позволяющим принять верное управленческое решение относительно целесообразности проведения международной сделки.

2. Ведущую роль в оценке слияний и поглощений нефтегазовых компаний занимает метод дисконтирования денежного потока, согласно которому ценность объекта поглощения определяется исходя из прогнозирования, моделирования и приведения к текущей ценности ожидаемых денежных потоков целевой компании. При этом значения денежного потока и ставки дисконтирования оказывают наибольшее влияние на текущую ценность компании. При этом если ставка дисконтирования будет соответствовать стоимости привлечения собственного капитала, то в данном случае она отвечает интересам акционеров. Если же учитывать интересы всех инвесторов и присущие

отрасли риски, то в качестве ставки дисконтирования необходимо использовать средневзвешенную стоимость капитала WACC.

3. Формализация процессов оценки и необходимость сведения работы к конкретным пошаговым операциям послужила основой для разработки алгоритма отбора компании-кандидата при проведении международных сделок слияний и поглощений нефтегазовых компаний.

4. Взвешенный подход по определению необходимых соотношений типов сделки с соответствующими мотивами, а также выбор целевой компании в зависимости от установленных критериев, интеграция с которой положительным образом отразится на технологических характеристиках, способствует гармонизации стратегий объединенной компании, способствует эффективному развитию нефтегазовой отрасли России на международной арене.

ГЛАВА 3. Адаптация зарубежного опыта при управлении слияниями и поглощениями компаний к российским условиям

3.1 Разработка модели определения средневзвешенной стоимости капитала для нефтегазовых компаний Российской Федерации

Положительные результаты деятельности нефтегазовых компаний зависят от множества факторов, однако в основе необходимых компетенций лежит способность собственников и руководства компании приспосабливаться к постоянно меняющейся внешней среде, реагировать на новые вызовы мировой экономики и осуществлять верные инвестиционные решения. В этой связи эффективность оценки слияний и поглощений определяется не только прогнозом необходимых показателей, верным алгоритмом отбора соответствующих компаний, но и финансово-экономическим анализом ожидаемых денежных потоков, выбором и расчетом наиболее подходящей ставки дисконтирования, учитывающей структуру и стоимость капитала исходя из принятых решений.

В связи с желанием многих компаний упростить расчеты, ввести значительное количество ограничений, допускающих выполнение многих факторов, не соответствующих складывающимся условиям функционирования международных институтов, отраслей промышленности, практическая реализация финансовых моделей создает предпосылки для неверной оценки инвестпроектов.

Как было упомянуто выше, средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается по общей формуле 2.11, приведенной во второй главе диссертационного исследования. Однако на практике многие нефтегазовые компании до сих пор не обладают обоснованной методикой расчета WACC, отдавая предпочтение другим макроэкономическим показателям (ключевая ставка, инфляция и др.) в качестве ставки дисконтирования, ошибочно полагая, что это отражает весь спектр реальных рисков и ситуацию в российской и мировой экономике. А потому существующие и рассматриваемые в качестве ставки дисконтирования показатели несовершенны и требуют уточнения. Учитывая изложенное, а также принимая во внимание масштаб осуществляемых в нефтегазовой отрасли международных сделок, необходимо сформулировать

дополнительные требования к разрабатываемому в рамках диссертационного исследования механизму оценки слияний и поглощений нефтегазовых компаний, обосновать их в целях корректной оценки и разработать модель определения средневзвешенной стоимости капитала.

В связи с тем, что область корректного использования существующей формулы средневзвешенной стоимости капитала связана с большим перечнем условий, предполагаемых выполненными по умолчанию, но крайне редко соответствующими реальной ситуации и не реализованными на практике, применение классической модели WACC тем более может стать наиболее уязвимым местом во всем механизме.

В результате обобщения международного опыта рассмотрим разработанную автором модель уточненного расчета WACC применительно к специфике деятельности транснациональных компаний нефтегазовой отрасли (таблица 3.1).

Таблица 3.1 – Модель определения средневзвешенной стоимости капитала в условиях влияния мировой экономики на нефтегазовую отрасль России[79]

Показатель	Условные значения
30-летняя безрисковая ставка по казначейским бумагам США, % (USD), Rf	2,64%
Бета безрычаговая для нефтегазовой отрасли,βu (Industry average)	1,04
Бета долга, βd = (Kd – Rf)/(Rm - Rf)	1,17
Бета корректированная, β = βu + (βu - βd)*D/E	0,93
Премия за риск (Rm-Rf) вложений в российские акции	9,72%
Стоимость акционерного капитала, % (USD), Ke = Rf + β*(Rm - Rf)	11,73%
Процентная ставка по депозитам СБ РФ (USD) - 12 months, $%	1,70%
Процентная ставка по депозитам СБ РФ (RUR) - 12 months, P%	8,30%
Скорректированная стоимость Ke, % (RUR), (1 + Ke)*(1+P%)/(1+$%)-1	**18,98%**
Рыночная стоимость долга (доналоговая), Kd	14,0%
Налог на прибыль	20,0%
Рыночная стоимость долга (после налогов)	**11,2%**
Долг / Акционерный капитал, D/E	**0,82**
Рыночная доля акционерного капитала, We	55,00%
Рыночная доля долга, Wd	45,00%
WACC	**15,48%**

Источник: разработана автором.

[79] Гарифуллин Ф.Ф. Методы оценки нефтегазовых компаний при осуществлении сделок слияний и поглощений / Гарифуллин Ф.Ф. // Вестник университета (Государственный университет управления), М: 2017. - № 1. – с. 43 - 47.

Отметим, что в качестве стоимости заемного капитала принимается соответствующая ему процентная ставка за вычетом налога на прибыль. В случае, если актуальная на дату оценки рыночная ставка отражает стоимость долгосрочных кредитных средств, балансовая стоимость заемного капитала составляет одинаковое с рыночными показателями значение. В то же время в условиях, когда долговые обязательства компании имеют процентные ставки выше или ниже рыночной стоимости, возникает необходимость внесения корректировок на величину установленного отклонения.

Оценка стоимости собственного капитала представляется более сложным процессом по сравнению с расчетами для заемного капитала. В этой связи приоритетное значение в определении стоимости собственного капитала отводится модели CAPM (Capital Asset Pricing Model). Наименее используемой для расчетов в нефтегазовой отрасли является модель кумулятивного построения.

Призванная описать зависимость уровня ожидаемой доходности активов от существующих рисков, модель CAPM строится на предположении о потребности инвестора в доходе, превышающем имеющееся значение дохода при наименьшем риске. Получаемый дополнительно доход представляет собой вознаграждение за инвестирование в более рисковые активы. CAPM позволяет определить требуемую норму дохода исходя из трех составляющих: свободной от риска ставки доходности, коэффициента бета и рыночной премии за риск (формула 3.1)[80,81]:

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf), \quad (3.1)$$

где Rf – безрисковая ставка доходности;

Rm – доходность по среднерыночному портфелю;

β – коэффициент бета;

Ke – требуемая доходность на собственный капитал (CAPM).

[80] Liu Y., Liu Sh. The Pricing Model in the Foreign Mergers and Acquisitions of State-owned Shares Based on Residual Income Valuation Model and Real Option Pricing Method / Y. Liu, Sh. Liu // 2010 International Conference on Management and Service Science (MASS 2010). – 2010. – pp. 1766-1771.

[81] Palepu K.G., Healy P.M. Business Analysis and Valuation / K.G. Palepu, P.M. Healy. – Cengage Learning EMEA, 2007. – 572 p.

Таким образом, модель CAPM позволяет рассчитать необходимую для компании доходность посредством определения премии за риск вложения в российские активы (разница между рыночной ставкой и нормой дохода, очищенной от риска) с внесением поправок на корректно вычисленную бету и прибавлением безрисковой ставки (Rf). Как правило, в качестве последней переменной Rf учитывается норма дохода по долгосрочным государственным ценным бумагам (облигациям), выпускающимся правительствами развитых стран. Данный выбор обусловлен низким уровнем риска, присущим этой категории облигаций и высокой степенью ликвидности на международном рынке. Учитывая изложенное, в качестве безрисковой ставки для российской экономики автором предлагается использовать 30-летние государственные облигации Соединенных Штатов Америки, как наиболее подходящую переменную, отвечающей реальным решениям действующего Правительства Российской Федерации по инвестированию государственных средств. При этом Россия занимает 15-ю строчку в числе крупнейших кредиторов США с общим объемом инвестиций в американскую экономику свыше 100 млрд. долл. США[82]. Отметим, что эффективность решения о вложении суверенных активов России в экономику чужой страны в условиях политической конфронтации представляется весьма сомнительной. Однако реальная экономическая ситуация обязывает учитывать данный факт при определении средневзвешенной стоимости капитала.

Являясь компенсирующим фактором для инвестора за вложения средств в акции компании с характерными для нее рисками, рыночная премия представляет собой дополнительное прибавочное сверх безрисковой ставки значение доходности. Другими словами, это разница между долгосрочной доходностью по имеющемуся на рынке портфелю акций компании и нормы дохода инвестиций, не обладающих риском.

Важно отметить, что модель CAPM содержит в себе систематические риски, связанные с высокой волатильностью на рынке ценных бумаг, причинами

[82] Россия за месяц увеличила вложения в облигации США на $13,5 млрд. [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://www.rbc.ru/economics/16/05/2017/591aa0c89a7947393782c79e (дата обращения: 07.06.2017).

которой являются макроэкономические и политические факторы, свойственные для той или иной страны. К числу таких причин относится существующая социальная и экономическая конъюнктура, внешнеэкономическая деятельность, политическая ситуация в стране. Указанные факторы влияют на деловой климат, поскольку они оказывают воздействие на экономическое развитие государства в целом и способствуют изменениям компаний. Систематический риск измеряется упомянутым выше коэффициентом бета, показывающим степень колебаний котировок акций отдельной компании в общем объеме изменений цен на акции всех компаний отрасли на одном рынке. В случае, если финансирование деятельности компании осуществляется благодаря собственному капиталу посредством эмиссии обыкновенных акций, коэффициент бета определяется исходя их фундаментального и статистического методов.

Фундаментальная бета отражает результаты исследования, согласно которым прослеживается тесная взаимосвязь коэффициента бета и значений риска компании, включающего в себя финансовые риски, расчет которых производится исходя из данных финансовой отчетности с учетом влияния современных тенденций мировой экономики.

Определение статистической беты связано с методом регрессионного анализа У. Шарпа, учитывающим возможности оценки рыночного риска на основе изучения тенденций колебаний ее параметров по отношению к среднерыночным их значениям.

Стоит отметить, что данные методы не применимы для компаний нефтегазовой отрасли, поскольку даже малые нефтяные компании в структуре своего капитала располагают некоторым объемом заемных источников финансирования. Поэтому в случае, если финансирование осуществляется за счет как собственного, так и заемного капитала, значение коэффициента бета современной наукой корректируется по общеизвестной формуле Роберта Хамады[83,84]:

[83] Ван Хорн Джеймс К., Джон М.Вахович, мл. Основы финансового менеджмента. – 12-е издание / Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильяме», 2008. – 1232 с.

$$\beta_L = \beta*(1+(1–T)*D/E), \quad (3.2)$$

где D/E – соотношение заемных и собственных средств;

T – налог на прибыль;

B – коэффициент бета, рассчитанный на основе статистического или фундаментального метода;

β_L – скорректированный коэффициент бета.

Однако использование формулы Хамады для определения систематического риска с учетом влияния финансового левериджа и последующее применение в классической формуле расчета WACC в качестве ставки дисконтирования в модели DCF для нефтегазовой компании может привести к значительным ошибкам и стать наиболее проблемной частью всего механизма оценки. Некорректность использования данного подхода состоит в том, что основанные на формуле Хамады допущения ограничивают сферу ее реализации не соответствующими действительности задачами оценки компании с денежными потоками на перпетуитетной основе и безрисковым долгом. Кроме того, практическое применение данной формулы в моделях может привести к большим искажениям результатов оценки.

Учитывая изложенное, использование формулы Хамады, как наиболее популярного инструмента учета риска долговой нагрузки в расчете стоимости капитала, может дать оценку компании с долгом ниже, чем оценка компании без долга, что противоречит базовой теории, на которой эта формула построена.

В современных российских условиях применение модели CAPM сопровождается некоторыми проблемами, поскольку получение многих данных для указанной модели на практике усложнено. Эти сложности возможно решить в том случае, если учитывать специфику российского рынка в рамках динамично развивающейся мировой экономики, которая находится в тесной зависимости от притока иностранных инвестиций. В данной связи оценку стоимости капитала для нефтегазовых компаний России можно осуществить на основе учета данных

[84] Паламарчук В.П. Оценка бизнеса / Паламарчук В.П. учебное пособие. – М.: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2014. – 110 с.

международного рынка посредством добавления к необходимому уровню доходности соответствующей премии за страновой риск.

Наиболее «технологичным» и оптимальным подходом корректировки параметра бета для нефтегазовой отрасли является применение формулы, используемой в рамках модели Модильяни-Миллера[85,86,87]:

$$\beta = \beta u + (\beta u - \beta d)*D/E, \quad (3.3)$$

где: βu- бета безрычаговая для нефтегазовой отрасли (Industry average);

βd – бета долга.

При этом согласно формуле 3.4:

$$\beta d = (Kd – Rf) / (Rm - Rf) \quad (3.4)$$

где: Kd - рыночная стоимость долга (доналоговая);

(Rm - Rf) - премия за риск вложений в российские акции, учитывающая специфику по странам и регионам мира.

Таким образом, в модели CAPM применяется значение уже скорректированного коэффициента бета.

Следующей составляющей модели является конвертирование использованных международных показателей, оказывающих наибольшее влияние на нефтегазовую промышленность, в плоскость российской экономики посредством формулы международного эффекта Фишера. Автором предлагается рассмотреть действующие ставки по депозитам Сбербанка в отечественной и иностранной валюте, как наиболее надежную альтернативу по вложению средств (взамен учетной ставке ЦБ РФ, не доступной для практического использования через займы российскими компаниями). Данные расчеты позволят получить скорректированную стоимость собственного (акционерного) капитала Ke (таблица 3.1).

---

[85] Antill N., Arnott R. Valuing oil and gas companies. A guide to the assessment and evaluation of assets, performance and prospects / N. Antill, R.Arnott. – Woodhead Publishing Limited, Cambridge England, 2010. – 285 p.

[86] Handscomb Ch., Sheeren E., Woxholth J. Capturing value from M&A in upstream oil and gas [Electronic resource] / Ch. Handscomb, E. Sheeren, J. Woxholth // McKinsey&Company. – 2016. – July. – Mode of access: https://www.mckinsey.com/industries/oil-and-gas/our-insights/capturing-value-from-m-and-a-in-upstream-oil-and-gas (дата обращения: 03.10.2016).

[87] Лимитовский М.А., Лобанова Е.Н., Паламарчук В.П. Финансовый менеджмент как сфера прикладного использования корпоративных финансов.– М.: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2011. – 392 с.

Дальнейшие вычисления проводятся в рамках указанной выше формулы 2.11 и таблицы 3.1, которые позволяют определить ориентированную на нефтегазовую отрасль средневзвешенную стоимость капитала.

Несмотря на то, что приведенные в модели формулы были известны науке ранее, тем не менее применены впервые для определения средневзвешенной стоимости капитала, что обусловлено необходимостью выработки объективной модели для корректного определения необходимой ставки дисконтирования.

3.2. Перспективы развития практики международных слияний и поглощений в нефтегазовом комплексе (на примере ПАО «Татнефть»)

Ежемесячно миллиарды долларов тратятся нефтегазовыми и прочими энергетическими компаниями на поглощения и слияния своих активов, в результате которых приобретаются пакеты акций и образуются новые компании. В большинстве случаев подобные сделки являются альтернативой роста контролируемых запасов вследствие проведения поисково-разведочных работ и осуществляются особенно активно в периоды низких цен на нефть, когда энергосырьевые активы дешевеют. Следует сразу оговориться, что подобные сделки имеют, как правило, хищнический и в известном смысле паразитический характер и отличаются повышенным риском — ввиду неоправданных затрат капитала или падения деловой репутации. Последнее наблюдалось при известной сделке поглощения компанией «Роснефть» вертикально-интегрированной нефтяной компании Республики Башкортостан «Башнефть» за 5 млрд. долл. США (часть из которых, предположительно, были выделены «Роснефтью» благодаря продаже индийским компаниям 24% доли в АО «Ванкорнефть» за 2 млрд долл. США (см. в таблице 1.11), краткосрочным итогом которой стало значительное падение капитализации региональной нефтяной компании с 459 млрд. руб. до 418 млрд. руб. Данный спад лишил акционеров «Башнефти» более 40 млрд. руб.[88]. В данной ситуации присутствовали не менее значимые репутационные риски,

[88] Собственники «Башнефти» обеднели на 41 млрд. рублей за ночь после сделки с Сечиным [Электронный ресурс] / Финансовые новости Finanz.ru – Режим доступа: http://www.finanz.ru/novosti/aktsii/akcionery-bashnefti-obedneli-na-41-mlrd-rubley-za-noch-posle-sdelki-s-sechinym-1001456788 (дата обращения: 09.11.2016).

связанные с существующими в российской политической конъюнктуре разногласиями. Подобная реализация указанной сделки в условиях высокой волатильности мировой экономики и необходимости принятия взвешенных решений представляется весьма сомнительной. Отметим, что основной причиной поглощения компании «Башнефть» являлась приватизация активов (условная, поскольку произошло приобретение госактивов из средств компании со значительной долей государства) с целью повышения эффективности ее деятельности несмотря на то, что башкирская нефтяная компания считалась одной из наиболее успешно функционирующих по темпам роста добычи нефти[89] (таблица 3.2).

Таблица 3.2 – Добыча нефти вертикально-интегрированными нефтяными компаниями России

Название компании	2016 год, млн. т	в % к 2015 году	+/- тыс т
Роснефть (без учета «Башнефти»)	204,6	100,9	1810
ЛУКОЙЛ	83,57	97,2	-2407
Сургутнефтегаз	61,849	100,4	228
Газпром нефть	57,79	106,7	3629
Татнефть	28,333	105,2	1406
Башнефть	20,8	106,3	1233
РуссНефть	7	94,8	-384
ННК	2,3	98,7	-30

Источник: составлено автором по материалам: Подготовлен обзор нефтегазодобывающей отрасли за 1 полугодие 2017 года [Электронный ресурс] / ИА «Россия Сегодня» – Режим доступа: http://riarating.ru/trend/oil_gas_report/ (дата обращения: 22.09.2017).

Учитывая имеющиеся на сегодняшний день тенденции по усилению рыночных позиций компаний через проведение слияний и поглощений, по существу рассмотрения нефтедобывающей отрасли в российской экономике остались несколько независимых игроков, активы которых сосредоточены в частной собственности, одним из которых является ПАО «Татнефть». В связи с тем, что ПАО «Татнефть» является и вовсе единственной компанией, контролируемой регионом, дальнейшие исследования предлагается проводить на

[89] Политически попытка «Роснефти» поглотить «Татнефть» была бы очень опасна [Электронный ресурс] / Деловая электронная газета Татарстана Бизнес Online – Режим доступа: https://www.business-gazeta.ru/article/326414 (дата обращения: 20.12.2016).

основе данной ВИНК, что позволит изучить деятельность наименее зависимой от крупнейших игроков отрасли компанию и выработать нацеленные на рыночную экономику рекомендации.

ПАО «Татнефть» - одна из крупнейших отечественных нефтяных компаний, осуществляющая свою деятельность в статусе вертикально интегрированной группы и получившая международное признание. Ценные бумаги ПАО «Татнефть» представлены на российском и международном фондовых рынках более 20 лет, в том числе на Московской и Лондонской биржах[90]. В структуре холдинга функционируют направления по добыче нефти, переработке сырья, производству нефтехимической продукции, оказанию сервисных услуг и системе сбыта, в том числе сети автозаправочных станций[91]. На долю компании приходится около 8% всей добываемой нефти в Российской Федерации и свыше 80% нефти, добываемой на территории Республики Татарстан. Оставшиеся 20% приходятся на деятельность малых предприятий[92]. Это явилось ответом на те вызовы, которые ярко обозначились к началу 1980-х годов и были связаны с ухудшением структуры минерально-сырьевой базы республики. Малые нефтяные компании доказали свою эффективность при работе с трудноизвлекаемыми запасами и мелкими месторождениями. Они стали лидерами в сфере внедрения передовых технологий. В результате за относительно короткий срок ими было добыто 100 млн. тонн нефти. А в годовом выражении производство превысило 7 млн. тонн. На долю татарстанских МНК приходится 34% всего объема добычи субъектами малого нефтяного бизнеса Российской Федерации[92]. По данному показателю Республика Татарстан является примером для других нефтеносных

---

[90] Краткие итоги деятельности ПАО «Татнефть» за 2016 год [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/e3b200cc3ef53fa47b5be1a492878dce7ee93eef.pdf (дата обращения: 09.07.2017).

[91] Общая информация о компании «Татнефть» [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/o-kompanii/obshchaya-informatsiya/?lang=ru (дата обращения: 03.06.2017).

[92] «Татнефть» пока не планирует возобновлять добычу в Ливии – глава компании [Электронный ресурс] / Национальный отраслевой журнал «Нефтегазовая вертикаль» – Режим доступа: http://www.ngv.ru/news/tatneft_poka_ne_planiruet_vozobnovlyat_dobychu_v_livii_glava_kompanii_/?sphrase_id=8237588 (дата обращения: 26.07.2017).

регионов России, деятельность которых сосредоточена преимущественно на сотрудничестве с гигантами отрасли.

В целях долгосрочного планирования своего развития 3 августа 2016 года компания ПАО «Татнефть» утвердила Советом директоров Стратегию 2025, разработанной в рамках принятого ранее в Республике Татарстан закона № 40-ЗРТ от 17.06.2015 года «Об утверждении Стратегии социально-экономического развития Республики Татарстан до 2030 года»[93]. Согласно стратегии к 2025 году планируется рост ценности «Татнефть» до 21,5 млрд. долл. США (рисунок 3.1).

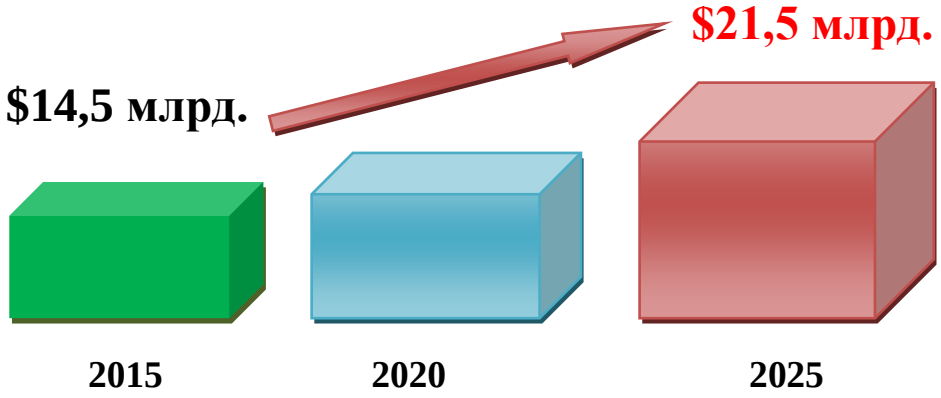


Рисунок 3.1 – Прогнозируемый рост ценности Группы «Татнефть».

Источник: составлено автором по материалам: Стратегия 2025 Группы «Татнефть» года [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/47a5c83c1a7419a012c840f64a77bd175f477aa7.pdf (дата обращения: 23.11.2016).



Рисунок 3.2 –Направления деятельности ПАО «Татнефть»

[93] Закон Республики Татарстан от 17.06.2015 № 40-ЗРТ «Об утверждении Стратегии социально-экономического развития Республики Татарстан до 2030 года» [Электронный ресурс] / Инвестиционный портал Республики Татарстан – Режим доступа: http://www.invest.tatar.ru/upload/iblock/4f8/zakon-rt-ot-17.06.2015-n40_zrt-ob-utverzhdenii-strategii-rt-2030.pdf (дата обращения: 05.06.2017).

Источник: составлено автором по материалам: Стратегия 2025 Группы «Татнефть» года [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/47a5c83c1a7419a012c840f64a77bd175f477aa7.pdf (дата обращения: 23.11.2016).

В результате реализации стратегии портфель направлений деятельности компании планируется сбалансировать за счет значительного прироста нефтеперерабатывающего бизнеса, вклад которого в ценность ожидается порядка 28% (рисунок 3.2).

Следует отметить, что с 1 июля 2016 года введен запрет на оборот в России топлива четвертого экологического класса. Существенное снижение производства топочного мазута при одновременном увеличении выпуска автомобильного бензина в России привело к увеличению глубины переработки нефти. Согласно данным Росстата, глубина переработки в 2016 году достигла рекордного уровня 79,1%[94] (рисунок 3.3).

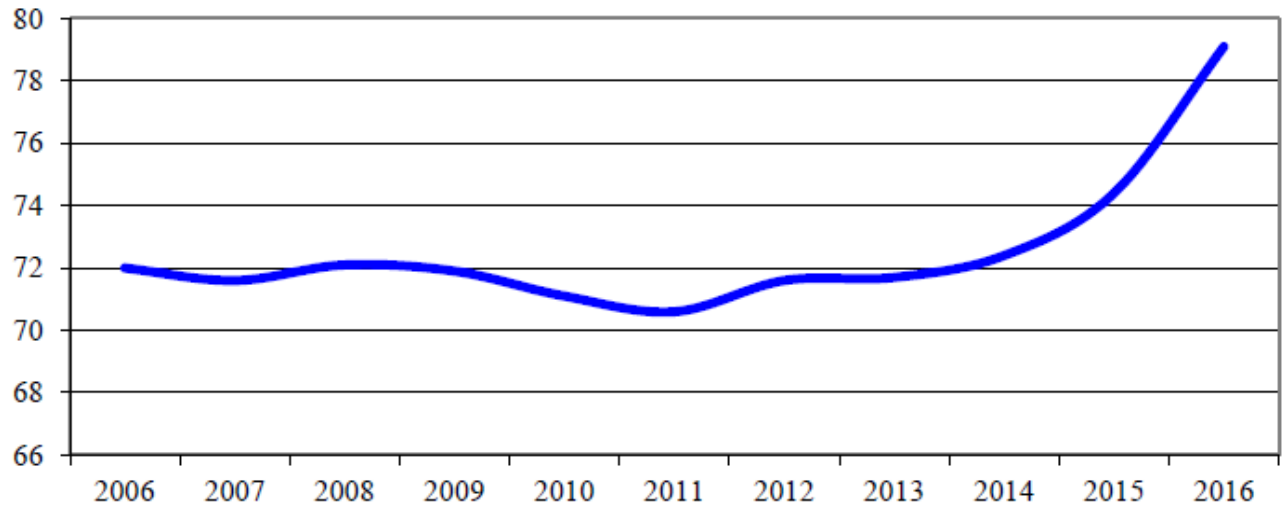


Рисунок 3.3 – Глубина переработки нефти в России, %.

Источник: составлено автором по материалам: Подготовлен обзор нефтегазодобывающей отрасли за 1 полугодие 2017 года [Электронный ресурс] / ИА «Россия Сегодня» – Режим доступа: http://riarating.ru/trend/oil_gas_report/ (дата обращения: 22.09.2017).

В данной связи одним из приоритетных направлений развития ПАО «Татнефть» является наращивание объемов перерабатываемой внутри региона нефти в продукцию с большой добавленной ценностью. Указанное стремление способствовало разработке и реализации крупнейшего в России

[94] Промышленное производство [Электронный ресурс] / Федеральная служба государственной статистики – Режим доступа: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/ (дата обращения: 25.08.2017).

нефтеперерабатывающего завода «Танеко». Начало проекта было заложено в 2005 году, а в 2014 году была введена в эксплуатацию комбинированная установка гидрокрекинга. В июле 2016 года в режиме комплексного опробования начала работу установка замедленного коксования. На сегодняшний день проект «Танеко» позволяет производить необходимую продукцию на 9,1 млн. тонн. Глубина переработки нефти на комплексе «Танеко» составляет 99,2 %, отбор светлых нефтепродуктов – 86,7%[95]. Окончательная реализация проекта создаст возможности для производства всей номенклатуры нефтехимической продукции. В 2016 году компания «Татнефть» приобрела у Республики 9% акций «Танеко» и стала единоличным владельцем комплекса[96].

Следует отметить, что на сегодняшний день в Республике Татарстан ежегодный объем добычи нефти составляет свыше 33 млн. тонн и этот уровень планируется поддерживать в ближайшие 30 лет. Резервами в этом плане являются битумная и сланцевая нефть. При этом объем доказанных запасов по месторождениям «Татнефти» составляет 847 млн. тонн, на балансе независимых нефтяных компаний находится 275 млн. тонн запасов промышленной категории. Несмотря на позднюю стадию разработки месторождений и значительную долю трудноизвлекаемых запасов (Ашальчинское месторождение), высокая квалификация ученых, инженеров, геологов «Татнефти» позволяет устойчиво увеличивать значение коэффициента нефтеизвлечения, который по сравнению с девяностыми годами вырос с 0,42 до 0,47 [97].

Обращаясь к вопросу ценности ПАО «Татнефть» отметим, что ежегодно международная консалтинговая компания Boston Consulting Group (BCG) проводит анализ более 2000 компаний по всему миру, создающих наибольшую

---

[95] Общая информация о компании «Татнефть» [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/o-kompanii/obshchaya-informatsiya/?lang=ru (дата обращения: 03.06.2017).
[96] Татнефть стала обладателем доли участия 100% в Танеко [Электронный ресурс] / Деловой журнал Neftegaz.ru – Режим доступа: http://neftegaz.ru/news/view/147775-Tatneft-stala-obladatelem-doli-uchastiya-100-v-TANEKO (дата обращения: 22.08.2016).
[97] Ахметова А. Главное собрание года компании «Татнефть» // Журнал «Нефть и жизнь». – 2016. - № 3. – С. 14-16.

капитализацию на основе совокупного дохода акционеров (TSR) за пятилетний период (в данном случае с 2012 по 2016 года)[98].

Показатель TSR отражает рост цены акции и дивидендный доход по акциям компании за определенный период времени и является самым полным показателем эффективности в области создания акционерной стоимости. Среднегодовой показатель TSR — это средний размер совокупного дохода акционеров, который компания создавала за каждый год из пяти, охваченных анализом BCG[99].

Ниже в таблице 3.3 представлен перечень компаний в нефтедобывающей отрасли, показавших наилучшие результаты в мире по темпам прироста TSR. За анализируемый период в данный рейтинг вошли две российские компании: ПАО «Транснефть» и ПАО «Татнефть» на 4 и 8 месте соответственно. Несмотря на усилившуюся конкуренцию со стороны компаний из развивающихся стран, компания «Татнефть» входит в лидирующие позиции второй год подряд.

Таблица 3.3 – Топ-10 компаний-лидеров в мире по созданию ценности в нефтедобывающей отрасли за 2016 год

Компания	Страна	Рыночная капитализация (млрд. долларов)	TSR (%)
Bharat Petroleum	Индия	13,5	43,6
Neste	Финляндия	9,9	41,3
Cheniere Energy	США	9,7	36,7
Транснефть	Россия	23	33,1
Tesoro	США	10,2	32,5
Valero Energy	США	30,9	32,4
Marathon Petroleum	США	26,6	27,9
Татнефть	**Россия**	**14,7**	**26,4**
ORLEN	Польша	8,7	24,3
Indian Oil	Индия	23,3	23,7

[98] BCG: российские компании вошли в отраслевой рейтинг [Электронный ресурс] / Интернет-сайт Вести. Экономика – Режим доступа: http://www.vestifinance.ru/articles/88676 (дата обращения: 29.08.2017).

Источник: составлено автором по материалам: BCG: российские компании вошли в отраслевой рейтинг [Электронный ресурс] / Интернет-сайт Вести. Экономика – Режим доступа: http://www.vestifinance.ru/articles/88676 (дата обращения: 29.08.2017).

Данную ситуацию в компании «Татнефть» аналитики BCG связывают с повышением операционной эффективности, снижением задолженности и сбалансированной дивидендной политикой.

Однако указанные достижения и проводимая стратегия органического роста ПАО «Татнефть» в условиях определенной стагнации российской экономики могут привести к ослаблению позиций компании и возникновению возможности поглощения более сильным игроком. Если рассматривать такую вероятность со стороны все той же компании «Роснефть», то отметим, что реализация подобного сценария с учетом современной политической конъюнктуры возможна, несмотря на высокую капитализацию ПАО «Татнефть». Однако учитывая специфику Республики Татарстан отметим, что в случае активизации разговоров о поглощении «Роснефтью» компании «Татнефть» (основного источника пополнения регионального бюджета) велика вероятность поднятия темы межнациональных отношений и внутриполитической стабильности. Кроме того, у компании «Татнефть» нет консолидированного пакета акций (небольшие пакеты акций сосредоточены в руках различных фондов из 30 стран, всего по группе «Татнефть» 43 тысячи акционеров[99]). В случае начала процесса поглощения их цена повысится значительно. С учетом изложенного и принимая во внимание тот факт, что в планах республики как основного акционера нет намерения продавать свой пакет акций в 33%[100], проведение дальнейших рассуждений по данному вопросу автор считает нецелесообразным. Стоит указать, что на первоначальном этапе ПАО «Татнефть» также рассматривалась в качестве компании, принимающей участие в приватизации компании «Башнефть»[101].

---

[99] Краткие итоги деятельности ПАО «Татнефть» за 2016 год [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/e3b200cc3ef53fa47b5be1a492878dce7ee93eef.pdf (дата обращения: 09.07.2017).

[100] Наиль Маганов: «Татнефть» слишком дорого стоит, чтобы ее можно было взять и поглотить [Электронный ресурс] / Деловая электронная газета Татарстана Бизнес Online – Режим доступа: https://www.business-gazeta.ru/article/130757 (дата обращения: 16.07.2016).

[101] Дочка «Татнефти» увеличила прибыль в два раза [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://rt.rbc.ru/tatarstan/freenews/57a0700e9a7947f441cec2e2 (дата обращения: 25.09.2016).

В продолжение актуальной информации о снижении доходов ПАО «Татнефть» отметим, что на 2017 год компания уже сократила инвестиционную программу на 6,4 млрд. рублей, что ниже значения 2016 года на 6% [102]. В частности, «Татнефть» более чем в два раза сократила инвестиции в геологоразведку - с 5,9 млрд руб. в 2016 году до 2 млрд руб. в 2017 году. Почти на 40% уменьшились инвестиции в проект добычи сверхвязкой нефти - с 23,5 млрд. руб. в 2016 году до 14,6 млрд руб. в 2017 году[103]. Это объясняется значительным увеличением себестоимости производимой продукции вследствие роста цен на металл, химпродукцию, энерготарифы; налоговой составляющей, в частности, увеличение базовой ставки НДПИ[101]. Безусловно, большое негативное влияние на нефтегазовую отрасль России в целом оказали введенные западными странами санкции, после которых произошли известные события на нефтяном рынке. Напрямую в отношении «Татнефти» санкции не применялись, однако косвенное воздействие также оказало свое влияние в части проблем получения необходимого импортного оборудования, технологий и др. Особенно любопытен тот факт, что мировые цены на нефть зависят не от ее производства или договоренностей на площадке ОПЕК, а в большей степени от курса доллара, ставки Федеральной резервной системы США и поведения финансовых спекулянтов.

На основе приведенных данных можно сделать вывод, что инвестиционная деятельность компании, несмотря на положительные результаты по ряду показателей, снижается. Данная тенденция, которая порождает всевозможные риски, крайне опасна для предприятий нефтегазового сектора и таких крупных предприятий как ПАО «Татнефть».

Тем не менее, в целях обеспечения эффективной системы управления инвестиционной деятельностью в компании действует инвестиционный комитет, через который проходят защиту все инвестиционные проекты, включая сделки

---

[102] «Татнефть» сократит инвестиционную программу на 2017 год [Электронный ресурс] / Интернет-сайт Вести. Экономика – Режим доступа: http://www.vestifinance.ru/articles/78808 (дата обращения: 10.04.2017).

слияний и поглощений. Возглавляет работу инвестиционного комитета генеральный директор ПАО «Татнефть».

Общая организация и координация инвестиционной деятельности в компании обеспечивается управлением инвестиций, которое проводит экономическую и финансовую экспертизу.

По каждому инвестиционному проекту проводится индивидуальная процедура технико-геологического, экономического обоснования с экспертным заключением специалистов «Татнефти» об инвестиционной привлекательности (целесообразности) и доходности рассматриваемого проекта (компании-кандидата). Финансирование осуществляется на основании утвержденных графиков. Обобщенно весь процесс рассмотрения инвестиционных проектов в ПАО «Татнефть» представлен в Приложении 3.

В целях контроля и минимизации инвестиционных рисков, по каждому проекту готовится карта рисков с описанием возможных геологических, производственных и финансово-экономических факторов, способных негативно повлиять на эффективность инвестиционных вложений.

Инвестиционным комитетом принимается решение о реализации проекта с целью покупки лицензионных участков и назначается руководитель проекта, ответственный за эффективное исполнение проекта и достижение заявленных показателей. Однако приведенный в Приложении 3 подход в силу ограниченности учета необходимых факторов не способен дать эффективную оценку проектам, связанным с проведением слияний и поглощений как на территории России, так и за рубежом, что еще раз подтверждает актуальность настоящего диссертационного исследования.

Как было упомянуто выше, пятая часть от общих запасов «Татнефти» относится к категории трудноизвлекаемых (битуминозные, высоковязкие и сверхвязкие нефти). В данной связи перед компанией стоит особенно важная задача по расширению ресурсной базы за пределами Российской Федерации. Для реализации указанной задачи и развития сбытовой системы компания «Татнефть» осуществляет международную деятельность в таких странах, как Белоруссия,

Казахстан, Украина, Туркменистан, Сирия, Ливия, Ирак, Иран, Китай, Германия, Великобритания[103]. При этом компания сталкивается со множеством проблем, значительно сокращая свою деятельность за пределами республики и осуществляя инвестиции только в тех странах, где уже вложено большой объем средств.

В целях оценки возможности осуществления международных сделок слияний и поглощений для решения вопросов развития рассмотрим более подробно ситуацию в зарубежных странах, в которых компания «Татнефть» ведет свою деятельность.

Страны СНГ являются традиционным рынком сбыта нефтепродуктов ПАО «Татнефть» с возрастающими показателями продаж. Более того, общее историческое прошлое, несмотря на имеющиеся противоречия, способствует быстрому решению вопросов по совместной добыче ископаемых, выработке взаимовыгодных решений по дальнейшей деятельности в данном регионе. Другими словами, условия сотрудничества со странами СНГ не вызывают необходимости завладения большей доли контроля над предприятиями.

Украина. В 2007 году с помощью рейдерских схем и неправомерных судебных решений «Татнефть» была лишена пакета акций Кременчугского завода. После судебных разбирательств на Украине компания «Татнефть» в 2008 году обратилась в международный арбитраж по защите инвестиций[104]. Суд установил, что Украина не обеспечила надлежащей защиты инвестиций на своей территории и через свои государственные органы предприняла целый ряд действий, в результате которых собственность «Татнефти» перешла под контроль группы «Приват». В дальнейшем последовали апелляции, однако в августе 2017 года высокий суд правосудия - отделение королевской скамьи, коммерческий суд в Лондоне удовлетворил ходатайство ПАО «Татнефть» о приведении в

[103] Общая информация о компании «Татнефть» [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/o-kompanii/obshchaya-informatsiya/?lang=ru (дата обращения: 03.06.2017).
[104] Суд Англии удовлетворил заявление «Татнефти» о взыскании с Украины $144 млн. [Электронный ресурс] / электронная газета «Ведомости» – Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/business/news/2017/08/22/730566-angliiskii-sud-tatnefti (дата обращения: 07.09.2017).

исполнение решения Апелляционного суда Парижа о взыскании с Украины 144 млн. долл. США[105]. Несмотря на действующую по сей день обширную сеть АЗС «Татнефти» на Украине, дальнейшие шаги по наращиванию присутствия компании приостановлены, рассматривается возможность распродажи оставшихся активов.

Европа. Сотрудничество ПАО «Татнефть» с европейскими компаниями несмотря на большой потенциал носит ограниченный характер, что объясняется уровнем современных международных экономических отношений. При этом в некоторых из европейских стран, как Великобритания, идет процесс создания фиктивных компаний-двойников, деятельность которых может иметь риски заключения фиктивных контрактов и причинения значительного репутационного урона реальным компаниям. Так, в публичном реестре компаний Великобритании находятся по меньшей мере семь дублирующих нефтегазовые компании России структур: Rosneft Oil Company Ltd., PJSC Tatneft Ltd., JSC Transneft Ltd., Oil Company Lukoil Ltd., Surgutneftegas Ltd., PJSOC Bashneft Ltd. и Public Joint Stock Company Gazprom Neft Ltd[105]. Тем не менее, для целей осуществления международных инвестиций в 2016 году ПАО «Татнефть» учредило компанию «Tatneft International Cooperatie U.A.» в Нидерландах, государства, у которого заключено наибольшее количество соглашений о взаимной защите инвестиций и исключении двойного налогообложения[106]. Однако реальные цели создания компании не отвечают сложившимся реалиям сотрудничества с Европой.

США. Несмотря на то, что специалисты компании «Татнефть» по приглашению американских корпораций находятся в США и изучают перспективы получения необходимых технологий по добыче сланцевой нефти[107], шансов на реальное вхождение полноценным участником мало. С одной стороны,

---

[105] Двойники российских нефтяных компаний в Великобритании лишатся регистрации [Электронный ресурс] / электронная газета «Ведомости» – Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/03/23/682342-dvoiniki-neftyanih-kompanii (дата обращения: 22.09.2017).

[106] «Татнефть» создала дочку для инвестиций за рубежом [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://www.rbc.ru/rbcfreenews/56fead149a7947579152b043 (дата обращения: 18.10.2016).

[107] Наиль Маганов: «Татнефть» слишком дорого стоит, чтобы ее можно было взять и поглотить [Электронный ресурс] / Деловая электронная газета Татарстана Бизнес Online – Режим доступа: https://www.business-gazeta.ru/article/130757 (дата обращения: 16.07.2016).

в условиях низких цен на нефть часть производителей сланцевой нефти в США испытывают финансовые трудности. С другой, нарастающий объем дополнительных миллионов американских баррелей в сутки является источником завладения европейским рынком, на котором основную конкуренцию составляет продукция российских нефтегазовых компаний. И все же, учитывая высокую зависимость мировой экономики от действий США, вряд ли крупнейшие мировые игроки нефтегазового сектора будут и дальше усугублять экономическую ситуацию на глобальном рынке во вред самим себе. По мнению автора, наибольший интерес для «акул бизнеса» представляет ситуация на Ближнем Востоке.

Ирак. В 1995 году компания «Татнефть» стала работать в Ираке самостоятельно, а после открытия представительства компании в Багдаде стала активно вести переговоры о возможности разрабатывать месторождения и участвовала в международной программе ООН «Нефть в обмен на продовольствие»[108]. Однако после войны, начавшейся в 2003 году, и введения в отношении Ирака международных санкций компании «Татнефть» пришлось уйти с данного рынка с потерями в 2 млн. долл. США. Кроме того, у компании сорвался контракт на бурение 33 скважин. Отметим, что в то время 40% всего объема добываемой в Ираке нефти приходилось на российские нефтегазовые компании[109]. Со свержением власти Саддама Хусейна наиболее привлекательные месторождения Ирака перешли «де факто» под контроль американских корпораций.

Схожая ситуация для ПАО «Татнефть» заключалась в Сирии. События 2011 года вынудили компанию покинуть сирийский рынок и разорвать сотрудничество с генеральной нефтяной корпорацией «Albu-Kamal Petroleum Company», согласно которому предполагалось освоить месторождение Южная Кишма с запасами около 5 млн. тонн нефти[109].

---

[108] «Татнефть» задумалась о возвращении в Ирак [Электронный ресурс] / Электронный журнал «Реальное время». – Режим доступа: https://realnoevremya.ru/articles/18317 (дата обращения: 01.11.2016).

[109] «Татнефть» приостановила работы в Сирии [Электронный ресурс] / Интернет-сайт Вести. Экономика – Режим доступа: http://www.vestifinance.ru/articles/5513 (дата обращения: 15.07.2016).

В данной связи стоит отметить, что усилия Российской Федерации по урегулированию ситуации в Сирии, по мнению автора, направлены не только на решение внутриполитических, межнациональных и межконфессиональных вопросов, но и, в частности, недопущение потери контроля над возможными последствиями прихода к власти проамериканского лидера. В условиях действующих со стороны западных стран санкций и возрастающей угрозы потери европейского рынка для сбыта продукции российских нефтегазовых компаний, отказ сирийской власти от осуществления через свою территорию транзита нефти в Европу из подконтрольных Америке иракских месторождений представляет для экономики России в целом высокую важность. Учитывая изложенное, рассматривать сирийские и иракские компании для проведения сделок слияний и поглощений в процессе решения международных проблем считается нецелесообразным до стабилизации обстановки в регионе.

Ливия. Наибольшие потери компания «Татнефть» понесла в ходе международной деятельности в Ливии после того, как приостановила свою активность в феврале 2011 года из-за политической ситуации в стране. В феврале 2013 года нефтекомпания возобновила проведение геологоразведочных работ деятельности в Ливии, вернув сотрудников в свой филиал в Триполи. Однако в связи с ухудшением ситуации, во второй половине 2014 года снова приостановила все свои операции. В Ливии находились активы компании «Татнефть», связанные с операциями на сумму около 5,752 млрд. рублей, из которых 5,534 млрд. рублей составляли капитализированные затраты на разведку и 210 млн. рублей - товарно-материальные запасы[110]. Следует отметить, что даже в нынешних условиях ПАО «Татнефть» постоянно следит за ситуацией в Ливии для оценки рисков, связанных с безопасностью и политической ситуацией, и планирует возобновить свою деятельность, как только позволят обстоятельства. В данной связи предпринимаются шаги по выходу на рынки Африки и Ближнего Востока через

---

[110] Размер замороженных в Ливии активов «Татнефти» превышает 5,7 млрд. рублей [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://rt.rbc.ru/tatarstan/freenews/582ab5b69a7947caae81d5ff (дата обращения: 14.01.2017).

Египет - соседней с Ливией страной. Так, в 2018 году в рамках решений Минпромторга России запланировано строительство промышленной зоны в районе Порт-Саид, одним из резидентов которой станет ПАО «Татнефть»[111].

Китай. В связи с тем, что долгосрочные планы компании нацелены на расширение и диверсификацию портфеля углеводородного сырья за пределами Российской Федерации, возникает вопрос привлечения финансирования под необходимые проекты, в том числе для сделок слияний и поглощений. Для этих целей ПАО «Татнефть» осуществляет сотрудничество с крупнейшими банками мира. Одним из таких банков, являющимся вторым крупнейшим в мире, является China Construction Bank, капитализация которого согласно данным Forbes составляет более 200 млрд. долл. США[112]. На встрече руководства ПАО «Татнефть» с Президентом банка, состоявшейся в Полномочном представительстве Республики Татарстан в Российской Федерации в мае 2017 года была достигнута договоренность о финансировании зарубежных проектов компании, в частности, в Иране, являющимся важнейшим звеном в реализации проекта «Великого Шелкового Пути» на всем ближневосточном пространстве. Дальнейшие сведения по данному вопросу носят конфиденциальный характер.

Иран (ИРИ). Иран также как и Россия обладает огромными запасами нефти и газа. Доказанные запасы на 2017 г. составляют 137,6 млрд. барр. нефти и 27,6 трлн. куб. м природного газа. Страна занимает ведущие места по запасам и добыче этих видов углеводородного сырья в мире[113].

Прошлогодние данные товарооборота России и Ирана выросшие на 85%, почти до 2 млрд. долл. США говорят о том, что сотрудничество с Ираном в 2016 году имело для страны приоритетное значение[114]. Связано это с тем, что на

---

[111] «Камаз» и «Татнефть» претендуют стать резидентами промзоны Египта [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://rt.rbc.ru/tatarstan/freenews/5785f2d79a79471ba075ebd7 (дата обращения: 29.09.2016).

[112] The World's biggest Public companies [Electronic resource] – Mode of access: https://www.forbes.com/global2000/list/#header:position (дата обращения: 25.06.2017).

113 «Зарубежнефть» и «Татнефть» подали заявки на разработку иранских месторождений [Электронный ресурс] / электронная газета «Ведомости» – Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/business/news/2017/02/28/679338-zarubezhneft-tatneft-iranskih (дата обращения: 09.03.2017).

[114] Проекты с Ираном вернут «Татнефть» на мировой рынок нефтедобычи [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://rt.rbc.ru/tatarstan/freenews/5922ca6f9a7947f01513937b (дата обращения: 27.05.2017).

сегодняшний день наблюдается рост влияния Ирана на страны Ближнего Востока и изменение его геополитического положения (с учетом событий в Катаре). В свою очередь, Республика Татарстан, являясь одним из наиболее развитых регионов России, также представляет для Ирана большой интерес, в частности, с точки зрения деятельности наиболее привлекательной компании региона «Татнефть», которая не испытывает прямого нажима санкций. Следует отметить, что в данном контексте Республика Татарстан занимает особую роль, являясь «окном» для взаимодействия с мусульманскими странами, что создает возможности и для эффективного вхождения нефтегазовых компаний в иранский рынок. Более того, с 2014 года Президент Республики Татарстан по поручению Президента Российской Федерации возглавляет Группу стратегического видения «Россия-исламский мир», объединяющей государственных и общественных деятелей из 27 мусульманских стран[115]. Все эти факторы создают благоприятные возможности для успешной работы компании «Татнефть» в ИРИ, поскольку сотрудничество с Ираном может привести к возможности укрепления позиций на Ближнем Востоке и способствовать возврату на мировой рынок нефти после неудачных попыток деятельности в упомянутых выше странах. Более того, работа в Иране является более безопасной, чем в Ливии, Сирии, Ираке, где имеет место открытый военный конфликт. Однако при работе в Иране есть другие риски, в том числе внутриполитические и геополитические, а также риски недостаточной защиты прав иностранных инвесторов.

Для более полного понимания степени проникновения компании «Татнефть» на иранский рынок и изучения имеющихся проблем рассмотрим краткую хронологию ее деятельности в ИРИ.

ПАО «Татнефть» присутствует в Иране с 1996 года. За это время были установлены контакты с основными нефтяными структурами этой страны: Национальной иранской нефтяной компанией (NIOC) и ее подразделениями,

---

[115] О группе [Электронный ресурс] / Группа стратегического видения «Россия – исламский мир». – Режим доступа: http://rusisworld.com/about (дата обращения: 12.09.2017).

научно-исследовательским институтом нефтяной промышленности (RIPI), компанией по разработке нефтяных месторождений (PEDEC), а также с такими влиятельными организациями как Mostazafan Foundation (MF) и офисом технологического сотрудничества при Администрации Президента ИРИ (TCO).

В 2001 и 2003 гг. были подписаны и исполнены два контракта на оказание услуг по применению технологии сейсмолокации бокового обзора (СЛБО)[116].

В 2001 году с RIPI был подписан контракт по испытанию технологии микробиологического воздействия на пласты. По результатам изучения предоставленной иранской стороной информации подготовлен и представлен отчет по 1 этапу контракта. В результате переговоров сторонами было принято решение о прекращении дальнейшего исполнения контракта[117].

В 2002 году с Южной нефтяной компанией был подписан и исполнен контракт на поставку оборудования локального крепления скважин и услуг по его установке в скважину[118].

В мае 2016 года в г. Тегеран ПАО «Татнефть» организовало собственную экспозицию и представило иранским партнерам предложения с учетом интересов и возможностей ПАО «Татнефть», а также потребностей иранской стороны. По результатам данной деятельности и исследований рынка ведется работа по реализации проектов в области upstream (добыча нефти). В октябре 2016 года с NIOC (Национальная иранская нефтяная компания) подписаны Меморандум о взаимопонимании и Соглашение о конфиденциальности по разработке и обустройству месторождения в Иране[117,118]. В рамках указанных соглашений ПАО «Татнефть» ведет подготовку проекта MDP (проект разработки и обустройства) месторождения Dehloran для представления его иранской стороне. Необходимо отметить, что подготовка и представление проекта MDP иранской стороне не дает

---

[116] Годовой отчет компании «Татнефть» за 2016 год [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/7147d7abdf41b435fc335b6aca04abf8a3f1c0c3.pdf (дата обращения: 04.07.2017).

[117] «Зарубежнефть» и «Татнефть» подали заявки на разработку иранских месторождений [Электронный ресурс] / электронная газета «Ведомости» – Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/business/news/2017/02/28/679338-zarubezhneft-tatneft-iranskih (дата обращения: 09.03.2017).

[118] Общая информация о компании «Татнефть» [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/o-kompanii/obshchaya-informatsiya/?lang=ru (дата обращения: 03.06.2017).

гарантии ПАО «Татнефть» на подписание основного контракта с NIOC на разработку и обустройство месторождения Dehloran. До сих пор иранская сторона не раскрывает порядок получения права на разработку месторождений. ПАО «Татнефть» рассчитывает на подписание «Предварительного договора» (Head of Agreement) без тендерной основы по исследуемому месторождению и получение контракта на разработку месторождения Dehloran после завершения работ по подготовке отчета MDP.

Таким образом, необходимо отметить отсутствие чётких «правил игры» в нефтегазовых проектах. При этом компания «Татнефть» при выходе на иранский рынок сталкивается с проблемой получения полного перечня и текстов нормативных актов, регламентирующих деятельность компании в Иране, а также полного перечня документов и описание процедуры регистрации в иранском реестре предприятий. В связи с этим имеется потребность выработки механизма по обеспечению правовой поддержки по законодательству Ирана и взаимодействию с министерствами и ведомствами Ирана по ускорению документооборота. Одним из инструментов, облегчающих взаимодействие с иранскими министерствами и ведомствами, могла бы стать организация «единого окна» для инвесторов с возможностью общения на двух или нескольких языках.

Несмотря на подписанное Соглашение между Правительством Российской Федерации и Правительством Исламской Республики Иран о поощрении и взаимной защите капиталовложений остается нерешенным вопрос защиты интеллектуальной собственности ПАО «Татнефть», в частности при осуществлении совместных наукоемких проектов в области нефтепереработки. В данной связи прослеживается желание иранской стороны получить ноу-хау без обязательств с их стороны.

Таким образом, можно сделать вывод, что имеющееся сотрудничество ПАО «Татнефть» и иранских компаний осуществляется в большей степени на основе продажи Ирану передовых технологий и оказания нефтесервисных услуг. Подобная ситуация в условиях фактической конкуренции России и Ирана в вопросах поставок нефти на европейский рынок несет в себе угрозу для

дальнейшей успешной деятельности ПАО «Татнефть» и нефтегазовой отрасли России в целом.

По мнению автора настоящего диссертационного исследования, передача технологий, необходимых Ирану после снятия санкций, без реального участия в добыче и последующем контроле реализации сырья может причинить значительный экономический ущерб. В данной связи проведение слияний и поглощений является необходимой мерой и представляет высокую важность для решения указанных проблем по укреплению позиций ПАО «Татнефть» на Ближнем Востоке.

3.3. Практические рекомендации по определению ценности компании в соответствии с механизмом оценки слияний и поглощений нефтегазовых компаний

Разработанные выше алгоритм и модель расчета средневзвешенной стоимости капитала в совокупности позволили сформировать механизм оценки слияний и поглощений нефтегазовых компаний, а рассмотренные в предыдущем параграфе перспективы развития практики международных слияний и поглощений в нефтегазовом комплексе позволили определить для ПАО «Татнефть» наиболее соответствующую долгосрочным интересам компании страну с точки зрения осуществления международных слияний и поглощений.

Заключительным этапом диссертационного исследования является определение ценности компании «Татнефть» и выработка рекомендаций в соответствии с предлагаемым автором механизмом.

Для проведения необходимых расчетов автором предлагается, в первую очередь, применить разработанную модель определения средневзвешенной стоимости капитала. В дальнейшем данный показатель будет использоваться в качестве ставки дисконтирования. Основные необходимые данные о деятельности компании согласно МСФО представлены в приложениях 4 и 5.

В соответствии с формулой 3.4, а также на основе данных о рыночной стоимости долга компании, 30-летней безрисковой ставке по казначейским

ценным бумагам США и премии за риск вложений в российские акции, необходимо определить бету долга (формула 3.5):

$$\beta d = \frac{(9{,}4\% - 3{,}1\%)}{9{,}24\%} = 0{,}69 \quad (3.5)$$

Далее по формуле 3.3 с учетом безрычаговой беты для нефтегазовой отрасли и соотношения заемного и собственного капитала компании находится корректированная бета:

$$\beta = 1{,}04 + (1{,}04 - 0{,}69) * \frac{35{,}24\%}{64{,}76\%} = 1{,}23 \quad (3.6)$$

Полученные значения позволяют по формуле 3.1 рассчитать стоимость акционерного капитала по модели оценки финансовых активов CAPM:

$$Ke = 3{,}1\% + 1{,}23 * 9{,}24\% = 14{,}43\% \quad (3.7)$$

Однако данное значение в силу отражения показателей в долларовом эквиваленте требует конвертирования для возможности использования нефтегазовыми компаниями России. Как было упомянуто выше, для этих целей применяются действующие ставки по депозитам Сбербанка в отечественной и иностранной валюте (формула 3.8):

$$Ke\ скорректированная = \frac{(1 + 14{,}43\%) * (1 + 7{,}57\%)}{(1 + 1{,}58\%)} - 1 = 21{,}18\ \% \quad (3.8)$$

Таким образом, рассчитаем значение средневзвешенной стоимости капитала для компании ПАО «Татнефть»:

$$WACC = 21{,}18\ \% * 64{,}76\% + 7{,}5\% * 35{,}24\% = 16{,}38\ \% \quad (3.9)$$

Полученные результаты систематизируем в таблице 3.4.

Таблица 3.4 – Определение WACC для ПАО «Татнефть» с учетом международной специфики деятельности компании

Показатель	Значение
30-летняя безрисковая ставка по казначейским бумагам США, % (USD)[119]	3,1%
Бета безрычаговая для нефтегазовой отрасли (Industry average)	1,04
Бета долга	0,69
Бета корректированная	1,23
Премия за риск вложений в российские акции[120]	9,24%
Стоимость акционерного капитала, % (USD)	14,43%
Процентная ставка по депозитам СБ РФ (USD) - 12 months, % [121]	1,58%
Процентная ставка по депозитам СБ РФ (RUR) - 12 months, % [122]	7,57%
Скорректированная стоимость акционерного капитала, % (RUR)	**21,18%**
Рыночная стоимость долга (доналоговая)[122]	9,4%
Налог на прибыль	20,0%
Рыночная стоимость долга (после налогов)	**7,5%**
Долг / Акционерный капитал	**0,54**
Рыночная доля акционерного капитала	64,76%
Рыночная доля долга	35,24%
WACC	**16,38%**

Источник: рассчитано автором.

Как показано в таблице 3.4, для компании «Татнефть» средневзвешенная стоимость капитала составляет 16,38%. Рассчитанное значение WACC для ПАО «Татнефть» используем для определения денежных потоков (приложение 6).

На основе проведенных расчетов ценность ПАО «Татнефть» в прогнозном периоде составила 607,76 млрд. руб. Для формирования полной ценности

[119] U.S. Department of the treasury [Electronic resource] – Mode of access: https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages (дата обращения: 02.03.2017).
[120] Country Default Spreads and Risk Premiums [Electronic resource] – Mode of access: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctrypre.html (дата обращения: 04.05.2017).
[121] Процентные ставки и структура кредитов и депозитов по срочности [Электронный ресурс] / Центральный Банк РФ – Режим доступа: www.cbr.ru/statistics/?PrtId=int_rat (дата обращения: 18.08.2017).
[122] Годовой отчет компании «Татнефть» за 2016 год [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/7147d7abdf41b435fc335b6aca04abf8a3f1c0c3.pdf (дата обращения: 04.07.2017).

компании необходимо также учитывать ее терминальную ценность в постпрогнозном периоде (формула 3.10).

$$TV = \frac{250,95/(16,38\ \% - 8\ \%)}{(1+16,38\ \%)^{\wedge}8} = 890,63 \text{ млрд. руб.} \quad (3.10)$$

По итогам проведенных расчетов определим искомую ценность компании «Татнефть» (таблица 3.5)

Таблица 3.5 – Определение полной ценности ПАО «Татнефть»

Показатель	Значение
Средневзвешенная стоимость капитала компании WACC, %	16,38
Устойчивый темп роста g, %	8
Свободный денежный поток в постпрогнозный период FCF, млрд. руб.	250,95
DCF за 2016-2024 гг., млрд. руб.	607,76
Терминальная ценность, млрд. руб. (TV)	890,63
Полная ценность ПАО «Татнефть», млрд. руб.	**1498,39**

Источник: рассчитано автором.

Таким образом, ценность ПАО «Татнефть» методом дисконтированных денежных потоков составляет 1,498 трлн. рублей. При этом официальное значение капитализации компании соответствует 965 млрд. рублей[123,124]. Следует отметить, что на сегодняшний день указанная в открытых источниках ценность ПАО «Татнефть» находится исходя из произведения количества обыкновенных и привилегированных акций с соответствующими им котировками. Учитывая изложенное, разница между оценками составляет более 530 млрд. рублей. В случае возникновения предпосылок о возможной продаже ПАО «Татнефть», компания, в силу использования других методов оценки, может вступить в сделку

[123] Годовой отчет компании «Татнефть» за 2016 год [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/7147d7abdf41b435fc335b6aca04abf8a3f1c0c3.pdf (дата обращения: 04.07.2017).

[124] Краткие итоги деятельности ПАО «Татнефть» за 2016 год [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/e3b200cc3ef53fa47b5be1a492878dce7ee93eef.pdf (дата обращения: 09.07.2017).

с большим дисконтом от реальной ценности, что отражает российскую специфику оценки компаний. Поэтому в данном направлении автором предлагается учитывать нынешнюю капитализацию ПАО «Татнефть» исходя из рыночных котировок на фондовых рынках (что может соответствовать проводимой дивидендной политике), однако решения, связанные со стратегическим развитием компании, рекомендуется принимать исходя из определения ценности методом дисконтирования денежных потоков и авторской модели расчета средневзвешенной стоимости капитала WACC.

В подтверждение недооценки ценности компании «Татнефть», а также опираясь на упомянутый в таблице 2.1 мультипликатор P/E, являющимся одним из ключевых показателей для инвесторов, рассмотрим данный индикатор в разрезе российских и мировых нефтяных компаний (таблица 3.6).

Таблица 3.6 - Значения мультипликатора P/E для ведущих российских и зарубежных нефтегазовых компаний

№	Компания	Рыночная капитализация, млрд. долл. США	Прибыль, млрд. долл. США	P/E
1.	ExxonMobile	343,2	7,8	44
2.	Royal Dutch Shell	228,8	4,7	48,7
3.	Total	128,1	6,2	20,66
4.	China Petroleum & Chemical	105,1	7	15,01
5.	Reliance Industries	71,2	4,3	16,56
6.	Роснефть	62,4	2,7	23,11
7.	Газпром	51,8	12,1	4,28
8.	Лукойл	44,6	3,1	14,39
9.	Сургутнефтегаз	18,5	7,8	2,37
10.	**Татнефть**	**14,6**	**1,6**	**9,12**

Источник: рассчитано автором по данным: The World’s biggest Public companies [Electronic resource] – Mode of access: https://www.forbes.com/global2000/list/#header:position (дата обращения: 25.06.2017).

Как видно из таблицы 3.6, многие российские нефтегазовые компании, включая «Татнефть», обладают значительным потенциалом к росту, однако, остаются недооцененными, что отражает современную специфику оценки российских компаний нефтегазовой отрасли.

Определив таким образом важнейшие параметры оценки нефтегазовой компании, необходимо рассмотреть возможности осуществления сделки. На основе проведенного в предыдущем параграфе анализа перспектив развития

практики международных слияний и поглощений в нефтегазовом комплексе было установлено, что для компании «Татнефть» наиболее привлекательной страной с точки зрения развития международных связей и наращивания ресурсной базы является Иран.

Прежде всего, Иран играет значительную роль в экономическом развитии Ближнего Востока и соседних регионов как поставщик углеводородных природных ископаемых, продуктов нефтехимии, а также как транзитер нефте- и газопродуктов. Эти факторы позволяют Ирану быть влиятельным игроком на рынках нефти, газа и нефтехимических продуктов, а также активным центром в обеспечении региональной безопасности. При этом Иран, по факту, обладает значительным контролем над Ормузским проливом, являющимся стратегически важным транспортным коридором для ведущих держав, через который осуществляется более 40% мировых поставок нефти[125,126].

После снятия в 2016 году санкций Иран увеличил объемы экспорта нефти в три раза, по сравнению с санкционным периодом, подписав несколько краткосрочных контрактов с европейскими нефтяными компаниями. В целом Иран избавился от большинства наложенных на страну международных санкций и активно пытается вернуть свою долю на рынке нефти.

С учетом нынешних глобальных позиций России и Ирана на региональном и мировом рынках, формирование механизмов сотрудничества двух стран в нефтегазовой и нефтехимической отрасли приобретает большую актуальность. Однако экономические интересы РФ и Ирана далеко не всегда допускают возможность такого сотрудничества на паритетной основе. Примером может служить многолетняя дискуссия о статусе Каспийского моря и разделе его нефтеносного шельфа, а также конкурентная борьба между различными маршрутами экспортных нефтепроводов. Можно отметить, что в нефтегазовой отрасли России следует ориентироваться на разработку нефтяных и газовых

---

[125] Exxon Mobil 2016 Summary Annual Report [Electronic resource] / Exxon Mobil. – 2016. – Mode of access: http://cdn.exxonmobil.com/~/media/global/ files/summary-annual-report/2016_summary_annual_report.pdf (дата обращения: 14.02.2017).

[126] Handscomb Ch., Sheeren E., Woxholth J. Capturing value from M&A in upstream oil and gas / Ch. Handscomb, E. Sheeren, J. Woxholth // McKinsey&Company. – 2016. – July.

месторождений Ирана с применением российских передовых технологий. Иранских партнеров могут серьезно заинтересовать разработанные в России методы повышения нефтеизвлечения и восстановления нефтяных месторождений, сервисные контракты на бурение и обслуживание скважин, поставка российского оборудования для нефтегазовой и нефтехимической промышленности Ирана. По мнению автора, сотрудничество с Ираном — страной, исторически лояльной к России и готовой к вступлению в союзы, не должно строиться лишь на основе развития внешнеторгового оборота.

Учитывая то, что в настоящее время в нефтегазовой и нефтехимической промышленности Ирана сложилась ситуация, при которой Иран, являясь одной из крупнейших стран-производителей нефти, испытывает хронический недостаток топлива на внутреннем рынке и вынужден импортировать некоторые нефтепродукты и технологии их производства, роль России с передовыми разработками в этой отрасли может оказаться приоритетной. В этой связи рекомендуется осваивать иранский рынок на основе наращивания контроля над месторождениями, приобретения пакетов акций необходимых компаний и увеличения реального присутствия в стране российских компаний, тем самым влияя на принимаемые властями Ирана международные экономические решения.

Успешной реализации данного подхода служит проведение слияний и поглощений с иранскими компаниями.

На основе изучения иранского рынка автором выявлено, что управление нефтегазовым комплексом осуществляет Министерство нефти и энергетики Ирана, в структуре которого функционируют четыре крупных подразделения: Национальная иранская нефтяная компания (НИНК), Национальная иранская газовая компания (НИГК), Национальная иранская нефтеперерабатывающая и распределительная компания и Национальная иранская нефтехимическая компания[127][128]. Добыча и переработка нефти сосредоточена в руках Национальной

[127] «Зарубежнефть» и «Татнефть» претендуют на месторождение Шадеган в Иране [Электронный ресурс] / Национальный отраслевой журнал «Нефтегазовая вертикаль» – Режим доступа: http://www.ngv.ru/news/zarubezhneft_i_tatneft_pretenduyut_na_mestorozhdenie_shadegan_v_irane_/?sphrase_id=8237588 (дата обращения: 11.08.2017).

иранской нефтяной компании (НИНК), деятельность которой представляет наибольший интерес для ПАО «Татнефть». Несмотря на то, что деятельность НИНК в Иране фактически является монополистической, что исключает реальные возможности поглощения, по мнению автора, данные сделки возможны в рамках отдельных месторождений. Учитывая планы Ирана инвестировать в нефтяной сектор в общей сложности 500 млрд. долларов США до 2025 года[129], осуществление сделок слияний и поглощений способно стать приоритетным стремлением иранских партнеров так же, как и желание заполучить необходимые технологии.

В соответствии с алгоритмом отбора компании кандидата, синергетическими эффектами, а также согласно таблицам 2.2 и 2.3 сделка с иранской компанией соответствует следующим мотивам ПАО «Татнефть»: «увеличение ресурсной базы и географии присутствия», «защита от недружественного поглощения», «инвестирование свободных активов компании» и «более выгодные условия на рынке капитала». Указанные мотивы обуславливают осуществление горизонтальной или конгломератной сделок. Поскольку поглощение НИНК компанией ПАО «Татнефть» представляется маловероятным, автор полагает, что на сегодняшний день наиболее предпочтительным типом осуществления сделки является приобретение контрольного пакета акций предприятия по добыче нефти на месторождении Dehloran. Спецификой данного варианта является учреждение акционерного общества в структуре Министерства нефти и энергетики Ирана. Создание подобных подразделений и объектов форм собственности в структуре органов исполнительной власти разрешено согласно действующему законодательству Ирана. Это не отменяет возможности для зарубежных компаний владеть акциями каждого отдельного месторождения. При этом данное стремление потребует не

---

[128] Oil 2017 Report [Electronic resource] / International Energy Agency // Analysis and Forecasts to 2022. – 2017. – March. – Mode of access: http://www.oecd-ilibrary.org/energy/oil-market-report-2017_9789264272514-en (дата обращения: 01.08.2017).

[129] Ariel Cohen, James Phillips and Owen Graham (Feb 14, 2016). «Iran’s Energy Sector: A Target Vulnerable to Sanctions». The Heritage Found.

только значительных вложений в инфраструктуру, нефтегазохимическую отрасль Ирана, но и, учитывая отведенную Татарстану роль на Ближнем Востоке, политическую поддержку руководства России. Одним из вариантов такой поддержки является лоббирование взаимовыгодных предложений ПАО «Татнефть» на очередном заседании Межправительственной Российско-Иранской комиссии по торгово-экономическому сотрудничеству. В дополнение к этому необходимо предусмотреть возможность двусторонних переговоров в ходе официальных визитов татарстанской делегации во главе с Президентом Республики Татарстан. Положительным примером данного подхода является подписанное в 2018 году соглашение российской компании «Зарубежнефть» с Национальной иранской нефтяной компанией о разработке месторождений Абан и Западный Пейдар. При этом доля российской компании составила 80% при сумме сделки 740 млн. долл. США[130].

Запасы месторождения Dehloran, находящегося на Юго-Западе Ирана на границе с Ираком, оцениваются примерно в 5 млрд. барр. нефти. На сегодняшний день добыча уже ведется в объеме 24 тысяч баррелей в сутки, однако в случае проведения сделки объем добычи благодаря необходимым технологиям ПАО «Татнефть» по разработке тяжелой и сернистой нефти может увеличиться до 40 тысяч баррелей в сутки [131].

Проведение сделки позволит нивелировать (разделить) риски ПАО «Татнефть» в части отсутствия гарантий неприкосновенности частной собственности при долевом участии в нефтегазовых проектах, защиты интеллектуальной собственности и разработанных технологий и инвестиций в связи с внутриполитической напряжённостью между светской и духовной властью Ирана (что также можно использовать в интересах ПАО «Татнефть» и России в целом). Кроме того, это позволит диверсифицировать портфель

[130] Свершилось! Зарубежнефть подписала 1-й контракт на добычу нефти в Иране [Электронный ресурс] / Деловой журнал Neftegaz.ru – Режим доступа: https://neftegaz.ru/news/view/169844-Svershilos-Zarubezhneft-podpisala-1-y-kontrakt-na-dobychu-nefti-v-Irane (дата обращения: 01.06.2018).

[131] Dehloran Field [Electronic resource] // National Iranian Oil Co. – Mode of access: http://www.nioc.ir/portal/file/?215630/ekteshaf-v1396n145p28-fa.pdf9 (дата обращения: 15.02.2018).

зарубежных проектов ПАО «Татнефть». В свою очередь, для национальной иранской нефтяной компании данное сотрудничество позволит осуществить выполнение НИОКР в наиболее дефицитных для иранской нефтегазовой промышленности областях, привлечь передовые технологии и высококвалифицированные кадры, что впоследствии приведет к увеличению доли экспорта нефтехимической продукции в суммарном экспорте нефтегазовой и нефтехимической продукции Ирана. Учитывая при этом положение Ирана в системе международных отношений, сближение с Россией представляет особую важность не только в вопросах экономического развития (благодаря поддержке нефтегазовой отрасли Ирана, включая содействие в сбыте иранской нефти, находящейся под санкциями), но и политического влияния на международной арене.

В дальнейшем, по мнению автора, международная деятельность российских нефтегазовых компаний должна быть направлена не только на продажу нефтепродуктов и технологий, но и на более активное проведение слияний и поглощений для увеличения контроля над месторождениями за рубежом.

Таким образом, результаты апробации предложенного автором механизма оценки позволили сделать вывод о том, что проведение международных сделок слияний и поглощений способно решить долгосрочные задачи развития нефтегазовых компаний в условиях высокой волатильности мировой экономики. Практическая оценка деятельности ПАО «Татнефть» позволила определить, что средневзвешенная стоимость капитала WACC согласно разработанному механизму равна 16,38%, ценность самой компании составляет 1,498 трлн. рублей по сравнению с 965 млрд. рублей по классическим методикам, что позволяет сделать вывод о том, что компания может быть недооцененной на 530 млрд. рублей**.**

Выводы по главе 3:

По результатам исследований, выполненных в рамках третьей главы можно сделать следующие выводы:

1. Автором разработана модель определения средневзвешенной стоимости капитала WACC. Несмотря на то, что приведенные в модели формулы были известны науке ранее, тем не менее применены впервые для расчета средневзвешенной стоимости капитала, что обусловлено необходимостью выработки объективной модели для корректного определения необходимой ставки дисконтирования.

2. Исследование перспектив развития практики международных слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли в разрезе рассмотрения всего комплекса международных отношений позволило определить Иран как наиболее соответствующую долгосрочным интересам ПАО «Татнефть» страну с точки зрения осуществления международных слияний и поглощений. При этом можно сделать вывод, что существующее сотрудничество ПАО «Татнефть» и иранских компаний осуществляется в большей степени на основе продажи Ирану передовых технологий и оказания нефтесервисных услуг. Подобная ситуация в условиях фактической конкуренции России и Ирана в вопросах поставок нефти на европейский рынок несет в себе угрозу для дальнейшей успешной деятельности ПАО «Татнефть» и нефтегазовой отрасли России в целом.

По мнению автора настоящего диссертационного исследования, передача технологий, необходимых Ирану после снятия санкций, без реального участия в добыче и последующем контроле реализации сырья может причинить значительный экономический ущерб. В данной связи проведение слияний и поглощений является необходимой мерой и представляет высокую важность для решения указанных проблем по укреплению позиций ПАО «Татнефть» на Ближнем Востоке.

3. Поскольку поглощение НИНК компанией ПАО «Татнефть» представляется маловероятным, автор полагает, что на сегодняшний день наиболее предпочтительным типом осуществления сделки является приобретение

контрольного пакета акций предприятия по добыче нефти на месторождении Dehloran. Спецификой данного варианта является учреждение акционерного общества в структуре Министерства нефти и энергетики Ирана. Создание подобных подразделений и объектов форм собственности в структуре органов исполнительной власти разрешено согласно действующему законодательству Ирана. Это не отменяет возможности для зарубежных компаний владеть акциями каждого отдельного месторождения. При этом данное стремление потребует не только значительных вложений в инфраструктуру, нефтегазохимическую отрасль Ирана, но и, учитывая отведенную Татарстану роль на Ближнем Востоке, политическую поддержку руководства России.

Указанные решения позволят нивелировать риски ПАО «Татнефть» в части отсутствия гарантий неприкосновенности частной собственности при долевом участии в нефтегазовых проектах, защиты интеллектуальной собственности и разработанных технологий и инвестиций в связи с внутриполитической напряжённостью между светской и духовной властью Ирана. В свою очередь, для национальной иранской нефтяной компании данное сотрудничество позволит осуществить выполнение НИОКР в наиболее дефицитных для иранской нефтегазовой промышленности областях, привлечь передовые технологии и высококвалифицированные кадры, что в последствии приведет к увеличению доли экспорта нефтехимической продукции в суммарном экспорте нефтегазовой и нефтехимической продукции Ирана. Учитывая при этом положение Ирана в системе международных отношений, сближение с Россией представляет особую важность не только в вопросах экономического развития (благодаря поддержке нефтегазовой отрасли Ирана, включая сбыт иранской нефти, находящейся под санкциями), но и политического влияния на международной арене.

В дальнейшем, по мнению автора, международная деятельность российских нефтегазовых компаний должна быть направлена не только на продажу нефтепродуктов и технологий, но и на более активное проведение слияний и поглощений для увеличения контроля над месторождениями за рубежом.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенного исследования, в соответствии с сформулированными в нем целью и задачами, были получены следующие основные результаты:

Происходящие на сегодняшний день события в мире раскрыли имеющиеся в основных международных экономических и социально-политических институтах проблемы по регулированию и развитию мировой экономики. В данных условиях для нефтегазовых компаний большую актуальность представляют возможности приспосабливаться к последствиям высокой волатильности рынков, неопределенности внешней среды, проводить наиболее эффективную внешнеэкономическую деятельность, способной обеспечить успех на долгосрочную перспективу. Особое значение в этой связи приобретают слияния и поглощения, которые являются инструментом повышения эффективности, получения новых преимуществ в эпоху обостряющейся конкуренции за рынки сбыта производимой продукции, передовые технологии, человеческий капитал и факторы, способствующие максимизации рыночной ценности на международной арене.

В рамках предлагаемого автором механизма оценки трансграничных слияний и поглощений обоснованы факторы, учитывающие международную специфику нефтегазовой отрасли, среди которых мотивы осуществления сделки, методы оценки нефтегазовых компаний, синергетические эффекты, российский и мировой рынок слияний и поглощений, а также тенденции прямых иностранных инвестиций и современный этап международных экономических отношений. Также автором исследования предложено ввести две дополнительные составляющие механизма. Это алгоритм отбора компании-кандидата на осуществление слияний и поглощений и модель определения средневзвешенной стоимости капитала, что связано с необходимостью совершенствования указанных алгоритма и модели в соответствии с текущей ситуацией в мировой экономике. Следует отметить, что до настоящего времени, совокупность предлагаемых элементов схемы не применялась на практике. Это привело к тому,

что оценка слияний и поглощений осуществлялась на основе моделей и механизмов, не учитывающих современное состояние российской экономики и геополитического положения страны.

Главный вопрос, который стоит для руководства и собственников нефтегазовой компании, заключается в том, как адекватно оценить ее конкурентоспособность, ценность и потенциал. При этом принимая во внимание сложную экономическую ситуацию в мире, необходимо учитывать современное состояние мирового и российского рынка слияний и поглощений нефтегазовых компаний, а также взаимные инвестиции зарубежных стран.

Наибольшее количество слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли России приходится на страны Азиатско-Тихоокеанского региона, являющиеся наиболее перспективными для развития дальнейшего сотрудничества не только с точки зрения укрепления политических отношений, но и внешнеэкономических связей посредством привлечения инвестиций и осуществления международных сделок слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли.

Снижение объема сделок по покупке российских активов компаниями Европы и Северной Америки стало результатом множества причин, основная из которых состоит в расширении и ужесточении санкций против России. Применяемые таким образом санкции причиняют ущерб не только нефтегазовым компаниям России, но и представляют угрозу для энергетической безопасности стран, поддерживающих такую политику и находящихся в прямой зависимости от других более развитых стран.

Главная инвестиционная роль на сегодняшний день по-прежнему принадлежит США и его государствам-сателлитам. Однако наибольший потенциал роста объемов ПИИ наблюдается у стран Азии, в частности, Китая, занимающим важную роль в укреплении международно-экономических связей России. Следует отметить, что возможности осуществления инвестиций и сделок слияний и поглощений Китаем объясняются не только высокими темпами развития экономики в целом, но и одними из самых высоких объемов промышленного производства, темпов развития финансового и банковского

рынка. При этом страны Ближнего Востока, несмотря на дестабилизацию некоторых из них и незначительные объемы привлекаемых и осуществляемых инвестиций, располагают одними из самых больших запасов нефти и газа, обладая тем самым существенным потенциалом для наращивания своего присутствия на мировом рынке. Однако интересы развитых стран, прежде всего США, не позволяют этого сделать. Ограничительные меры, связанные с Ираном, являются этому подтверждением.

Рост экономики развивающихся стран будет зависеть от ситуации в экономике стран Азии и дальнейшей экономической экспансии стран-экспортеров природных ресурсов, в том числе Ближнего Востока с учетом ожиданий по увеличению цен на сырьевые продукты, в особенности на сырую нефть.

Существуют многочисленные формы финансирования, используемые как при подготовке к международным сделкам слияний и поглощений, так и в ходе их осуществления. Некоторые формы характерны лишь для крупного международного бизнеса, такие как выпуск облигаций, процедура IPO, привлечение заемных средств, обеспеченных активами. При этом международные слияния и поглощения требуют больших средств и обычно финансируются по более низкой ставке, что объясняется большей эффективностью международного рынка, возможностями фондовых бирж и их комплексным анализом относительно перспектив нефтегазовых компаний.

Выявлено, что успешность международного слияния во многом определяется синергетическими эффектами и особенностями функционирования нефтегазовых компаний в условиях эффективного рынка. При этом специфика российских сделок заключается в том, что нефтегазовые компании в силу отсутствия обоснованного механизма оценки могут продаваться с большим дисконтом к ее настоящей ценности. Наибольшее значение для нефтегазовых компаний при осуществлении трансграничных сделок имеют такие эффекты, как повышение прибыли в расчете на одну акцию, прирост рыночной ценности компании, а также снижение стоимости источников финансирования. При этом наибольшее влияние на размер выплачиваемой в адрес компании-цели премии

оказывают наличие лицензий на месторождения, степень их разработки, имеющиеся мощности по переработке сырья, наличие развитой сбытовой системы, АЗС и география их расположения.

Ведущую роль в оценке международных слияний и поглощений нефтегазовых компаний занимает метод дисконтирования денежного потока, согласно которому ценность объекта поглощения определяется исходя из прогнозирования, моделирования и приведения к текущей ценности ожидаемых денежных потоков целевой компании. При этом значения денежного потока и ставки дисконтирования оказывают наибольшее влияние на текущую ценность компании. При этом если ставка дисконтирования будет соответствовать стоимости привлечения собственного капитала, то она отвечает интересам акционеров. Если же учитывать интересы всех инвесторов и присущие отрасли риски, то в качестве ставки дисконтирования необходимо использовать средневзвешенную стоимость капитала WACC.

Формализация процессов оценки и необходимость сведения работы к конкретным пошаговым операциям послужила основой для разработки алгоритма отбора компании-кандидата при проведении трансграничных сделок слияний и поглощений нефтегазовых компаний.

Установлено, что взвешенный подход по определению необходимых соотношений типов сделки с соответствующими мотивами, а также выбор целевой компании в зависимости от установленных критериев, интеграция с которой положительным образом отразится на технологических характеристиках, способствует гармонизации стратегий объединенной компании, способствует эффективному развитию нефтегазовой отрасли России на международной арене.

В связи с тем, что на практике многие нефтегазовые компании до сих пор не обладают обоснованной методикой расчета WACC, отдавая предпочтение другим макроэкономическим показателям (ключевая ставка, инфляция и др.) в качестве ставки дисконтирования, автором диссертационного исследования разработана модель расчета WACC, позволяющая учитывать характерные для нефтегазовой отрасли риски и складывающуюся ситуацию в российской и мировой экономике.

Исследования показали, что расчеты средневзвешенной стоимости капитала настолько несовершенны и доработки настолько существенны, что позволили выделить WACC в отдельную составляющую механизма из состава алгоритма.

Являясь составной частью WACC, модель CAPM позволяет рассчитать необходимую для компании доходность посредством определения премии за риск вложения в российские активы (разница между рыночной ставкой и нормой дохода, очищенной от риска) с внесением поправок на корректно вычисленную бету и прибавлением безрисковой ставки (Rf). Как правило, в качестве последней переменной Rf учитывается норма дохода по долгосрочным государственным ценным бумагам (облигациям), выпускающимся правительствами развитых стран. Данный выбор обусловлен низким уровнем риска, присущим этой категории облигаций и высокой степенью ликвидности на международном рынке. Учитывая изложенное, в качестве безрисковой ставки для российской экономики автором предлагается использовать 30-летние государственные облигации Соединенных Штатов Америки, как наиболее подходящую переменную, отвечающей реальным решениям действующего Правительства Российской Федерации по инвестированию государственных средств. При этом Россия занимает 15-ю строчку в числе крупнейших кредиторов США с общим объемом инвестиций в американскую экономику свыше 100 млрд. долл. США. Отметим, что эффективность решения о вложении суверенных активов России в экономику чужой страны в условиях политической конфронтации представляется весьма сомнительной. Однако реальная экономическая ситуация обязывает учитывать данный факт при определении средневзвешенной стоимости капитала.

Принимая во внимание имеющиеся на сегодняшний день тенденции по усилению рыночных позиций компаний через реализацию международных слияний и поглощений, установлено, что по существу рассмотрения нефтедобывающей отрасли в российской экономике остались несколько независимых игроков, активы которых сосредоточены в частной собственности, одним из которых является ПАО «Татнефть». В связи с тем, что ПАО «Татнефть» является и вовсе единственной региональной компанией, дальнейшие

исследования автором предложено проводить на основе данной ВИНК, что позволило изучить деятельность наименее зависимой от крупнейших игроков отрасли компанию и выработать нацеленные на рыночную экономику рекомендации.

Установлено, что имеющиеся достижения в области нефтедобычи, темпов роста капитализации и проводимая стратегия органического роста ПАО «Татнефть» в условиях определенной стагнации российской экономики могут привести к ослаблению позиций компании и возникновению возможности поглощения более сильным игроком.

Разработанные алгоритм и модель расчета средневзвешенной стоимости капитала в совокупности позволили сформировать механизм оценки трансграничных слияний и поглощений нефтегазовых компаний, а рассмотренные перспективы развития практики международных слияний и поглощений в нефтегазовом комплексе позволили выявить потребность ПАО «Татнефть» в поиске соответствующего долгосрочным интересам компании международного партнера.

Анализ ситуации в зарубежных странах, в которых компания «Татнефть» ведет свою деятельность, позволил определить Иран как наиболее соответствующую долгосрочным интересам ПАО «Татнефть» страну с точки зрения осуществления международных слияний и поглощений для решения вопросов долгосрочного развития.

Выявлено, что существующее сотрудничество ПАО «Татнефть» и иранских компаний осуществляется в большей степени на основе продажи Ирану передовых технологий и оказания нефтесервисных услуг. Подобная ситуация в условиях фактической конкуренции России и Ирана в вопросах поставок нефти на европейский рынок несет в себе угрозу для дальнейшей успешной деятельности ПАО «Татнефть» и нефтегазовой отрасли России в целом.

По мнению автора настоящего диссертационного исследования, передача технологий, необходимых Ирану после снятия санкций, без реального участия в добыче и последующем контроле реализации сырья может причинить

значительный экономический ущерб. В данной связи проведение слияний и поглощений является необходимой мерой и представляет высокую важность для решения указанных проблем по укреплению позиций ПАО «Татнефть» на Ближнем Востоке.

Поскольку поглощение НИНК компанией ПАО «Татнефть» представляется маловероятным, автор полагает, что на сегодняшний день наиболее предпочтительным типом осуществления сделки является приобретение контрольного пакета акций предприятия по добыче нефти на месторождении Dehloran. Спецификой данного варианта является учреждение акционерного общества в структуре Министерства нефти и энергетики Ирана. Создание подобных подразделений и объектов форм собственности в структуре органов исполнительной власти разрешено согласно действующему законодательству Ирана. Это не отменяет возможности для зарубежных компаний владеть акциями каждого отдельного месторождения. При этом данное стремление потребует не только значительных вложений в инфраструктуру, нефтегазохимическую отрасль Ирана, но и, учитывая отведенную Татарстану роль на Ближнем Востоке, политическую поддержку руководства России.

Указанные решения позволят нивелировать риски ПАО «Татнефть» в части отсутствия гарантий неприкосновенности частной собственности при долевом участии в нефтегазовых проектах, защиты интеллектуальной собственности и разработанных технологий и инвестиций в связи с внутриполитической напряжённостью между светской и духовной властью Ирана. Кроме того, это позволит диверсифицировать портфель зарубежных проектов ПАО «Татнефть». В свою очередь, для национальной иранской нефтяной компании данное сотрудничество позволит осуществить выполнение НИОКР в наиболее дефицитных для иранской нефтегазовой промышленности областях, привлечь передовые технологии и высококвалифицированные кадры, что в последствии приведет к увеличению доли экспорта нефтехимической продукции в суммарном экспорте нефтегазовой и нефтехимической продукции Ирана. Учитывая при этом положение Ирана в системе международных отношений, сближение с Россией

представляет особую важность не только в вопросах экономического развития (благодаря поддержке нефтегазовой отрасли Ирана, включая сбыт иранской нефти, находящейся под санкциями), но и политического влияния на международной арене.

В дальнейшем, по мнению автора, международная деятельность российских нефтегазовых компаний должна быть направлена не только на продажу нефтепродуктов и технологий, но и на более активное проведение слияний и поглощений для увеличения контроля над месторождениями за рубежом.

Результаты апробации предложенного автором механизма оценки позволили сделать вывод о том, что проведение международных сделок слияний и поглощений способно решить долгосрочные задачи развития нефтегазовых компаний в условиях высокой волатильности мировой экономики. При этом по итогам проведенных на примере компании «Татнефть» расчетов, автором выявлено, что существующие механизмы по сравнению с предложенной методикой недооценивают компанию на 0,5 трлн. рублей.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Ахметова А. Главное собрание года компании «Татнефть» // Журнал «Нефть и жизнь». – 2016. - № 3. – С. 14-16.

2. База данных IPO [Электронный ресурс] / Всемирная федерация бирж World Federation of Exchanges. – Режим доступа: https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/ipo-database (дата обращения: 23.01.2017).

3. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями: пер. с англ. / У.Баффет; Сост.Л.Каннингем. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2014. – 268 с.

4. Боди З. Финансы: учебное пособие / Боди З., Мертон Р. / Пер. с англ. - М.: Издательский дом «Вильямс», 2007. - 592 с.

5. Брагинский О.Б. Нефтехимический комплекс мира / О. Б. Брагинский; Российская акад. наук. – Москва: Academia, 2009. - 799 с.

6. Брейли Ричард, Майерс Стюарт Принципы корпоративных финансов / Пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2008. – 1008 с.

7. Бригхем Ю.Ф. Финансовый менеджмент / Ю.Ф.Бригхем, Майкл С.Эрхардт; пер. с англ. под ред. Е.А.Дорофеева. – 10-е изд. – СПб: Питер, 2009. – 960 с.

8. Бригхем Ю.Ф. Финансовый менеджмент. Экспресс-курс / Ю.Ф.Бригхем, Дж.Хьюстон; пер.с англ. А.Г.Колос, Е.Л.Бугаевой. – СПб.: Питер, 2011. – 544 с.

9. Булатов А. С. Мировая экономика и международные экономические от-ношения. Полный курс: учебник/ А. С. Булатов [и др.]; под ред. А. С. Булатова. – М.: КНОРУС, 2017. – 916 с.

10. Бюллетень рынка слияний и поглощений [Электронный ресурс] / информационное агентство AK&M. – Режим доступа: http://mergers.akm.ru/pages/bulletin (дата обращения: 27.08.2016).

11. В Альметьевске состоялось годовое собрание акционеров ПАО «Татнефть» [Электронный ресурс] / Официальный сайт Министерства промышленности и торговли Республики Татарстан. – Режим доступа: http://mpt.tatarstan.ru/rus/index.htm/news/955393.htm (дата обращения: 30.08.2017).

12. Ван Хорн Джеймс К., Джон М.Вахович, мл. Основы финансового менеджмента. – 12-е издание / Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильяме», 2008. – 1232 с.

13. Веселов А.И. Оценка стратегического эффекта от объединения предприятий // Экономический анализ: теория и практика. – 2012. - № 9. – С. 51-54.

14. Витвицкий М.В. Управление рисками в процессе проведения сделок M&A // Управление корпоративными финансами. – 2012. - № 1. – С. 44-50.

15. BCG: российские компании вошли в отраслевой рейтинг [Электронный ресурс] / Интернет-сайт Вести. Экономика – Режим доступа: http://www.vestifinance.ru/articles/88676 (дата обращения: 29.08.2017).

16. Гарифуллин Ф.Ф. Анализ тенденций прямых иностранных инвестиций и состояния развития рынка слияний и поглощений нефтегазовых компаний / Гарифуллин Ф.Ф. // Вестник университета (Государственный университет управления), М: 2017. - № 2. – с.14-21.

17. Гарифуллин Ф.Ф. Методы оценки нефтегазовых компаний при осуществлении сделок слияний и поглощений / Гарифуллин Ф.Ф. // Вестник университета (Государственный университет управления), М: 2017. - № 1. – с. 43 - 47.

18. Гарифуллин Ф.Ф. Синергетические эффекты как основа для принятия решений о проведении сделок слияний и поглощений / Гарифуллин Ф.Ф. // Вестник университета (Государственный университет управления), М: 2015. - № 2. – с. 156-159.

19. Гвардин С.В. Слияния и поглощения: эффективная стратегия для России / С. Гвардин, И.Чекун. – Москва: Питер, 2007. - 187 с.

20. Годовой отчет компании «Татнефть» за 2016 год [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/7147d7abdf41b435fc335b6aca04abf8a3f1c0c3.pdf (дата обращения: 04.07.2017).

21.Гранди Т. Слияния и поглощения. Как предотвратить разрушение корпоративной стоимости, приобретая новый бизнес: пер. с англ. / Т.Гранди. – М.: «ЭКСМО», 2008. – 240 с.

22. Грибанич В.М., Суханов А.А. Новые возможности энергетического сотрудничества на Каспии после подписания конвенции о правовом статусе Каспийского моря: выгоды и риски для Российской Федерации // Инновации и инвестиции. 2018. № 8. С. 113-116.

23. Давыдова Л.В. Консолидация в банковском секторе России: современное состояние и перспективы / Л.В. Давыдова, В.В.Гордина // Финансы и кредит. – 2012. – № 9. – С. 8-13.

24. Дамодаран Асват Инвестиционная оценка. / Пер. с англ. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. - 1342 с.

25. Двойники российских нефтяных компаний в Великобритании лишатся регистрации [Электронный ресурс] / электронная газета «Ведомости» – Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/03/23/682342-dvoiniki-neftyanih-kompanii (дата обращения: 22.09.2017).

26. Дочка «Татнефти» увеличила прибыль в два раза [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://rt.rbc.ru/tatarstan/freenews/57a0700e9a7947f441cec2e2 (дата обращения: 25.09.2016).

27. Егунова Н.В. Классификация факторов роста и развития предприятий на основе естественной и рациональной моделей // Менеджмент в России и за рубежом. – 2012. - № 1. – С. 12-18.

28. Закон Республики Татарстан от 17.06.2015 № 40-ЗРТ «Об утверждении Стратегии социально-экономического развития Республики Татарстан до 2030 года» [Электронный ресурс] / Инвестиционный портал Республики Татарстан – Режим доступа: http://www.invest.tatar.ru/upload/iblock/4f8/zakon-rt-ot-17.06.2015-n40_zrt-ob-utverzhdenii-strategii-rt-2030.pdf (дата обращения: 05.06.2017).

29. «Зарубежнефть» и «Татнефть» подали заявки на разработку иранских месторождений [Электронный ресурс] / электронная газета «Ведомости» – Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/business/news/2017/02/28/679338-zarubezhneft-tatneft-iranskih (дата обращения: 09.03.2017).

30. «Зарубежнефть» и «Татнефть» претендуют на месторождение Шадеган в Иране [Электронный ресурс] / Национальный отраслевой журнал «Нефтегазовая вертикаль» – Режим доступа: http://www.ngv.ru/news/zarubezhneft_i_tatneft_pretenduyut_na_mestorozhdenie_shadegan_v_irane_/?sphrase_id=8237588 (дата обращения: 11.08.2017).

31. Зименков Р.И. Российский рынок слияний и поглощений [Электронный ресурс] / Р.И. Зименков // Российский внешнеэкономический вестник. – 2008. – №8. – Режим доступа: https://cyberleninka.ru/article/v/rossiyskiy-rynok-sliyaniy-i-pogloscheniy-1 (дата обращения: 01.08.2015).

32. Иванов А.Е. Волны слияний и поглощений на мировом и российском рынках: анализ особенностей, причин возникновения и спада / А.Е.Иванов // Экономический анализ: теория и практика. – 2017. – С.16 (вып.3). – С. 488-501.

33. Иванов А.Е. Типология мотивационных теорий слияний и поглощений / А.Е. Иванов // Финансы и кредит. – 2016. – С. 22 (вып.25).

34. Изменения и тенденции в регулировании ТЭК России и мира [Электронный ресурс] / международная аудиторско - консалтинговая компания Ernst&Young. – Режим доступа: http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-ac-power-and-utilities-regulations-newsletter-q4-2015/$FILE/EY-ac-power-and-utilities-regulations-newsletter-q4-2015.pdf (дата обращения: 15.03.2016).

35. «Камаз» и «Татнефть» претендуют стать резидентами промзоны Египта [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://rt.rbc.ru/tatarstan/freenews/5785f2d79a79471ba075ebd7 (дата обращения: 29.09.2016).

36. Козлов А.В., Тупикова Д.В. Факторы эффективности процессов слияний и поглощений: исследование российской практики [Электронный ресурс] / А.В.Козлов, Д.В.Тупикова // Научно-технические ведомости СПбГПУ.

Экономические науки. – Санкт-Петербург, 2015. – №6 (233). – Режим доступа: https://cyberleninka.ru/article/n/faktory-effektivnosti-protsessov-sliyaniy-i-pogloscheniy-issledovanie-rossiyskoy-praktiki (дата обращения: 11.12.2015).

37. Кондратьев В.Б. Особенности инвестиционной модели развития России: [монография] / Кондратьев В.Б.; отв. редакторы: А. А. Дынкин, В.Б. Кондратьев; Рос. акад. наук, Ин-т мировой экономики и междунар. отношений. - Москва: Наука, 2005. – 308 с.

38. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. - М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2008. - 576 с.

39. Краткие итоги деятельности ПАО «Татнефть» за 2016 год [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/e3b200cc3ef53fa47b5be1a492878dce7ee93eef.pdf (дата обращения: 09.07.2017).

40. Лимитовский М.А., Лобанова Е.Н., Паламарчук В.П. Финансовый менеджмент как сфера прикладного использования корпоративных финансов.– М.: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2011. – 392 с.

41. Малые компании – большие дела [Электронный ресурс] / Национальный отраслевой журнал «Нефтегазовая вертикаль» – Режим доступа: http://www.ngv.ru/magazines/article/malye-kompanii-bolshie-dela/?sphrase_id=8237588 (дата обращения: 02.09.2017).

42.Мастерских Е. Что изменится на рынке слияний и поглощений. Независимое исследование // Финансовый директор. – 2012. - № 1. – С. 24-27.

43. Молотников А.Е. Слияния и поглощения. Российский опыт. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Вершина, 2007. – 344 с.

44. Morgan Stanley пересмотрел оценку акций нефтегазовых компаний РФ [Электронный ресурс] // Интерфакс. – 2015. – 29 июля. – Режим доступа: http://www.interfax.ru/business/521100 (дата обращения: 28.09.2015).

45. Наиль Маганов: «Татнефть» слишком дорого стоит, чтобы ее можно было взять и поглотить [Электронный ресурс] / Деловая электронная газета

Татарстана Бизнес Online – Режим доступа: https://www.business-gazeta.ru/article/130757 (дата обращения: 16.07.2016).

46. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 № 117-ФЗ (ред. от 03.04.2017) (с изм. и доп., вступ. в силу с 04.05.2017). [Электронный ресурс] – Режим доступа: справочная правовая система «Консультант Плюс» (дата обращения: 12.02.2017).

47. Нефтегазовые тренды [Электронный ресурс] / международная аудиторско - консалтинговая компания PriceWaterHouseCoupers. – Режим доступа: http://www.strategyand.pwc.com/trends/2016-oil-and-gas-trends (дата обращения: 26.02.2016).

48. О группе [Электронный ресурс] / Группа стратегического видения «Россия – исламский мир». – Режим доступа: http://rusisworld.com/about (дата обращения: 12.09.2017).

49. Обзор объявленных сделок за 2015 год [Электронный ресурс] / аналитическая группа Mergers. - Режим доступа: http://mergers.ru/researches/Mergers-Annual-Report-Minus-tret-2015-58645 (дата обращения: 03.02.2016).

50. Обзор российского рынка слияний и поглощений в 2015 году [Электронный ресурс] / международная аудиторско - консалтинговая компания KPMG. – Режим доступа: https://assets.kpmg.com/ru/ru/home/media/press-releases/2016/02/ma-2015-survey.html (дата обращения: 15.06.2016).

51. Общая информация о компании «Татнефть» [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/o-kompanii/obshchaya-informatsiya/?lang=ru (дата обращения: 03.06.2017).

52. Отраслевой отчет [Электронный ресурс] / аналитическая группа fDIIntelligence (Global Insight From the Financial Times Ltd). – Режим доступа: http://www.fdireports.com/home/index.cfm?fuseaction=fdireports.fdi_industry_reports&industry_id=sector_12&0&CFID=11594372&CFTOKEN=81a57f9e27adb29-8C0CD (дата обращения: 17.07.2016).

53. Отчет Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию (ЮНКТАД ООН) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf (дата обращения: 03.07.2016).

54. Официальный сайт портала «Финансовые науки» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.mirkin.ru/ (дата обращения: 28.06.2016).

55. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.gks.ru/ (дата обращения: 01.09.2016).

56. Паламарчук В.П. Оценка бизнеса / Паламарчук В.П. учебное пособие. – М.: ВШФМ РАНХ и ГС при Президенте РФ, 2014. – 110 с.

57. Перечень компаний Лондонской фондовой биржи [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.londonstockexchange.com/exchange/searchen (дата обращения: 01.04.2017).

58. Подготовлен обзор нефтегазодобывающей отрасли за 1 полугодие 2017 года [Электронный ресурс] / ИА «Россия Сегодня» – Режим доступа: http://riarating.ru/trend/oil_gas_report/ (дата обращения: 22.09.2017).

59. Политически попытка «Роснефти» поглотить «Татнефть» была бы очень опасна [Электронный ресурс] / Деловая электронная газета Татарстана Бизнес Online – Режим доступа: https://www.business-gazeta.ru/article/326414 (дата обращения: 20.12.2016).

60. Приказ Министерства экономического развития РФ от 20 июля 2007 г. № 256 «Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки» [Электронный ресурс] – Режим доступа: справочная правовая система «Консультант Плюс» (дата обращения: 22.10.2016).

61. Проект энергетической стратегии Российской Федерации на период до 2035 года в редакции от 01.02.2017 [Электронный ресурс] – Режим доступа: https://minenergo.gov.ru/node/1920 (дата обращения: 20.03.2017).

62. Проекты с Ираном вернут «Татнефть» на мировой рынок нефтедобычи [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://rt.rbc.ru/tatarstan/freenews/5922ca6f9a7947f01513937b (дата обращения: 27.05.2017).

63. Промышленное производство [Электронный ресурс] / Федеральная служба государственной статистики – Режим доступа: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/ (дата обращения: 25.08.2017).

64. Процентные ставки и структура кредитов и депозитов по срочности [Электронный ресурс] / Центральный Банк РФ – Режим доступа: www.cbr.ru/statistics/?PrtId=int_rat (дата обращения: 18.08.2017).

65. Рабочий визит в Исламскую Республику Иран [Электронный ресурс] / Официальный сайт Правительства Российской Федерации. – Режим доступа: http://government.ru/news/26530/ (дата обращения: 01.04.2017).

66. Радыгин А. Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы [Электронный ресурс] / А.Радыгин // Вопросы экономики. – 2009. - №10. – Режим доступа: https://iep.ru/files/persona/radygin/Voprosi_ economiki_10_09.pdf (дата обращения: 12.07.2015).

67. Размер замороженных в Ливии активов «Татнефти» превышает 5,7 млрд. рублей [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://rt.rbc.ru/tatarstan/freenews/582ab5b69a7947caae81d5ff (дата обращения: 14.01.2017).

68. Рамазанова С.В. Анализ эффективности транснациональных сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала [Электронный ресурс] / С.В. Рамазанова // Вестник СПБГУ. – 2016. – Сер.5 (вып. 3). – Режим доступа: https://cyberleninka.ru/article/v/analiz-effektivnosti-transnatsionalnyh-sdelok-sliyaniy-i-pogloscheniy-na-razvivayuschihsya-rynkah-kapitala (дата обращения: 12.12.2016).

69. Раскрытие информации акционерам и инвесторам [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа:

http://www.tatneft.ru/aktsioneram-i-investoram/raskritie-informatsii/?lang=ru (дата обращения: 13.06.2017).

70. Распоряжение Правительства РФ от 17.11.2008 № 1662-р (ред. от 10.02.2017) «О Концепции долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года» [Электронный ресурс] – Режим доступа: правовая система «Консультант Плюс» (дата обращения: 20.05.2017).

71. Рекомендации по акциям: Goldman Sachs понизил оценки нефтегазовых компаний кроме «Татнефти» [Электронный ресурс] // Ведомости. – 2017. – Май. – Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/finance/news/2017/05/26/691659-rekomendatsii-aktsiyam-goldman-ponizil-neftegazovih (дата обращения: 15.06.2017).

72. Рогожин А.А. Слияния и поглощения в нефтегазовом секторе в 2015 году - спад в ожидании новых инвестиционных возможностей [Электронный ресурс] / А.А. Рогожин // ИМЭМО РАН. – 2015. – 1 июня. – Режим доступа: https://www.imemo.ru/index.php?page_id=502&id=1689 (дата обращения: 12.10.2015).

73.Росс С. Основы корпоративных финансов / Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. / Пер. с англ. - М.: Лаборатория базовых знаний, 2011. - 704 с.

74. Россия за месяц увеличила вложения в облигации США на $13,5 млрд. [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://www.rbc.ru/economics/16/05/2017/591aa0c89a7947393782c79e (дата обращения: 07.06.2017).

75. Рынки капитала [Электронный ресурс] / Международная инвестиционная платформа Dealogic. – Режим доступа: http://www.dealogic.com/platform/capital-markets/ (дата обращения: 12.10.2016).

76. Рынок слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли [Электронный ресурс]/ международная аудиторско - консалтинговая компания Deloitte Touche Tohmatsu Limited. – Режим доступа: https://www2.deloitte.com/ru/ru/pages/energy-and-resources/articles/oil-and-gas-mergers-and-acquisitions.html (дата обращения: 05.07.2017).

77. Салыгин В.И., Гулиев И.А. Современные вызовы добычи и транспортировки углеводородов в Каспийском регионе. Материалы Десятой международной конференции «Управление развитием крупномасштабных систем MLSD'2017»: в 2-х томах. Институт проблем управления им. В.А.Трапезникова; Российская академия наук. – 2017. – С. 119-123.

78. Свершилось! Зарубежнефть подписала 1-й контракт на добычу нефти в Иране [Электронный ресурс] / Деловой журнал Neftegaz.ru – Режим доступа: https://neftegaz.ru/news/view/169844-Svershilos-Zarubezhneft-podpisala-1-y-kontrakt-na-dobychu-nefti-v-Irane (дата обращения: 01.06.2018).

79. Собственники «Башнефти» обеднели на 41 млрд. рублей за ночь после сделки с Сечиным [Электронный ресурс] / Финансовые новости Finanz.ru – Режим доступа: http://www.finanz.ru/novosti/aktsii/akcionery-bashnefti-obedneli-na-41-mlrd-rubley-za-noch-posle-sdelki-s-sechinym-1001456788 (дата обращения: 09.11.2016).

80. Статистика внешнего сектора [Электронный ресурс] / Центральный Банк РФ – Режим доступа: http://www.cbr.ru/statistics/?PrtID=svs (дата обращения: 25.03.2017).

81. Стратегия 2025 Группы «Татнефть» года [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/47a5c83c1a7419a012c840f64a77bd175f477aa7.pdf (дата обращения: 23.11.2016).

82. Суд Англии удовлетворил заявление «Татнефти» о взыскании с Украины $144 млн. [Электронный ресурс] / электронная газета «Ведомости» – Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/business/news/2017/08/22/730566-angliiskii-sud-tatnefti (дата обращения: 07.09.2017).

83. Супрунович Екатерина Капитализация банков [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.pandia.ru/ (дата обращения: 27.08.2016).

84. «Татнефть» задумалась о возвращении в Ирак [Электронный ресурс] / Электронный журнал «Реальное время». – Режим доступа: https://realnoevremya.ru/articles/18317 (дата обращения: 01.11.2016).

85. «Татнефть» пока не планирует возобновлять добычу в Ливии – глава компании [Электронный ресурс] / Национальный отраслевой журнал «Нефтегазовая вертикаль» – Режим доступа: http://www.ngv.ru/news/tatneft_poka_ne_planiruet_vozobnovlyat_dobychu_v_livii_glava_kompanii_/?sphrase_id=8237588 (дата обращения: 26.07.2017).

86. «Татнефть» приостановила работы в Сирии [Электронный ресурс] / Интернет-сайт Вести. Экономика – Режим доступа: http://www.vestifinance.ru/articles/5513 (дата обращения: 15.07.2016).

87. «Татнефть» проведет разведку месторождений в Иране [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://rt.rbc.ru/tatarstan/freenews/57fb5dfa9a794782347f4eca (дата обращения: 20.12.2016).

88. «Татнефть» создала дочку для инвестиций за рубежом [Электронный ресурс] / ИА «РосБизнесКонсалтинг». – Режим доступа: http://www.rbc.ru/rbcfreenews/56fead149a7947579152b043 (дата обращения: 18.10.2016).

89. «Татнефть» сократит инвестиционную программу на 2017 год [Электронный ресурс] / Интернет-сайт Вести. Экономика – Режим доступа: http://www.vestifinance.ru/articles/78808 (дата обращения: 10.04.2017).

90. Татнефть стала обладателем доли участия 100% в Танеко [Электронный ресурс] / Деловой журнал Neftegaz.ru – Режим доступа: http://neftegaz.ru/news/view/147775-Tatneft-stala-obladatelem-doli-uchastiya-100-v-TANEKO (дата обращения: 22.08.2016).

91.Тихомиров Д.В. Оценка стоимости компаний при слияниях и поглощениях / Д.В. Тихомиров: учебное пособие / Д.В. Тихомиров. – СПб: Изд-во СПбГУЭФ, 2011.– 132 с.

92. Указ Президента РФ от 16.11.1992 № 1392 (ред. от 26.03.2003, с изм. от 30.06.2012) «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий» [Электронный ресурс] – Режим

доступа: справочная правовая система «Консультант Плюс» (дата обращения: 15.12.2016).

93. Уорд Э. Объем сделок M&A в нефтегазовом секторе растет впервые с 2014 года [Электронный ресурс] / Э. Уорд // Ведомости. – 2017. – Сентябрь. – Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/business/articles/2017/09/28/735757-sdelok-neftegazovom-rastet-2014 (дата обращения: 30.09.2017).

94. Успешный листинг [Электронный ресурс] / международная аудиторско - консалтинговая компания PriceWaterHouseCoupers. – Режим доступа: http://www.pwc.com/gx/en/industries/energy-utilities-mining/oil-gas-energy.html (дата обращения: 13.02.2017).

95. Федеральный Закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (ред. от 29.07.2017) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: справочная правовая система Консультант Плюс (дата обращения: 07.11.2017).

96. Финансовые рынки [Электронный ресурс] / Международная аналитическая компания ThomsonReuters. – Режим доступа: http://thomsonreuters.com/en/products-services/financial.html (дата обращения: 12.08.2016).

97. Халова Г.О., Иллерицкий Н.И. Обзор современного состояния нефтяной и нефтехимической отраслей промышленности Ирана. Журнал «Инновации и инвестиции» №9, 2017. С. 56-63.

98. Халова Г.О. Постуглеводородная экономика: вопросы перехода. Монография / Под ред. члена-корреспондента РАН, профессора Е.А. Телегиной.– М.: Издательский центр РГУ нефти и газа (НИУ) имени И.М. Губкина, 2017. – 406 с. Главы 8, 9, 11. С.133-185, С.215-231.

99. Что следует знать про офшоры [Электронный ресурс]/ Финансовый директор. – Режим доступа: https://fd.ru/articles/158352-chto-sleduet-znat-pro-ofshory-v-2017-godu-qqq-16-m12 (дата обращения: 15.12.2016).

100. Эскиндаров, М.А. Теория слияний и поглощений (в схемах и таблицах): учебное пособие / М.А. Эскиндаров, И.Ю. Беляева, А.Ю. Жданов, М.М. Пухова. - М.: КНОРУС, 2013. - 232с.

101. Aluko B.T., Amidu A.-R. Corporate business valuation for mergers and acquisitions / B.T. Aluko, A.-R. Amidu // International Journal of Strategic Property Management. – Vol.9 (2005). – pp. 173-189.

102. Antill N., Arnott R. Valuing oil and gas companies. A guide to the assessment and evaluation of assets, performance and prospects / N. Antill, R.Arnott. – Woodhead Publishing Limited, Cambridge England, 2010. – 285p.

103. Ariel Cohen, James Phillips and Owen Graham (Feb 14, 2016). «Iran's Energy Sector: A Target Vulnerable to Sanctions». The Heritage Found.

104. Biscardini G., Morrison R., Branson D., Del Maestro A. 2017 Oil and Gas Trends [Electronic resource] / G. Biscardini, R. Morrison, D. Branson, A. del Maestro // PwC Report. – 2017. – Mode of access: https://www.strategyand.pwc.com/trend/2017-oil-and-gas-trends (дата обращения: 12.08.2017).

105. Bösecke K. Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances / K. Bösecke. – Gabler Research, 2009. – 192p.

106. Bowen jr. John J. M&A Hopes? Read This First. [Electronic resource] / John J. Bowen jr., // Financial Planning. – Vol. 45, (2015). – Mode of access: http://eds.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=13&sid=7a294429-1585-450f-986c-4abda2607981%40sessionmgr4009 (дата обращения: 22.02.2016).

107. BP Annual Report 2016 [Electronic resource] / BP. - 2016. – Mode of access:https://www.bp.com/content/dam/bp/en/corporate/pdf/investors/bp-annual-report-and-form-20f-2016.pdf (дата обращения: 17.02.2017).

108. Caldwell E. Sharp Contractions in Commodity Prices Coupled with Capital Market Shut Down Drives Five-Year Fourth Quarter Low in U.S. Oil & Gas Deal Activity, According to PwC US [Electronic resource] / E. Caldwell // PwC's Oil & Gas M&A analysis. – 2016. – January, 28. – Mode of access: https://www.pwc.com/us/en/energy-mining/assets/pwc-oil-gas-energy-industry-mergers-acquisitions-q4-2015.pdf (дата обращения: 26.06.2016).

109. Caldwell E. US Oil & Gas Deals insights second quarter 2017. Executive summary [Electronic resource] / E. Caldwell // PwC's Oil & Gas M&A analysis. –

2017. – Mode of access: http://www.pwc.com/us/en/energy-mining/publications/assets/pwc-us-oli-and-gas-deals-insights-q2-2017.pdf (дата обращения: 07.05.2017).

110. Company News, Mergers & Acquisitions [Electronic resource] // Pipeline and Gas Journal. – Vol. 243, 2016. – Mode of access: https://pgjonline.com/2016/03/21/company-news-mergers-acquisitions/ (дата обращения: 30.05.2016).

111. Cools K., King K., Tsusaka M., Neenan Ch. Aquisition rewards / K. Cools, K. King, M. Tsusaka, Ch. Neenan // Mergers & Acquisitions: The Dealermaker's Journal. – Vol. 39, (2004). – October. – pp. 20-25.

112. Country Default Spreads and Risk Premiums [Electronic resource] – Mode of access: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctrypre.html (дата обращения: 04.05.2017).

113. Dănescu A. Mergers, acquisitions, and external growth [Electronic resource] / A. Dănescu // Economics, Management & Financial Markets. – Vol. 6, (2011). – Mode of access: http://eds.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=9&sid=7a294429-1585-450f-986c-4abda2607981%40sessionmgr4009 (дата обращения: 15.08.2016).

114. Dehloran Field [Electronic resource] // National Iranian Oil Co. – Mode of access: http://www.nioc.ir/portal/file/?215630/ekteshaf-v1396n145p28-fa.pdf9 (дата обращения: 15.02.2018).

115. Delivering a world-class integration in oil and gas [Electronic resource] / McKinsey&Company, Interview with Huibert Vigeveno. – 2017. – February. – Mode of access: https://www.mckinsey.com/industries/oil-and-gas/our-insights/delivering-a-world-class-integration-in-oil-and-gas (дата обращения: 03.10.2016).

116. DiChristopher T. Oil and gas mergers and acquisitions are finally making a comeback [Electronic resource] / T. DiChristopher // CNBC. – 2016. – November, 28. – Mode of access: https://www.cnbc.com/2016/11/28/oil-and-gas-mergers-and-acquisitions-are-finally-making-a-comeback.html (дата обращения: 15.03.2017).

117. Dittrick P. Oil companies focus on liquidity, efficiency, analysts say / P.Dittrick // Oil and Gas Journal. – No.4 (2009) p. 25.

118. Dittrick P. Worldwide oil, natural gas deal value plunges / P. Dittrick // Oil and Gas Journal. – No. 12 (2009). – pp. 26-27.

119. Driving operational performance in oil and gas [Electronic resource] / EY. – 2015. – Mode of access: http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-driving-operational-performance-in-oil-and-gas/$FILE/ey-driving-operational-performance-in-oil-and-gas.pdf (дата обращения: 03.10.2016).

120. Emerging Europe M&A Report 2015/2016 [Electronic resource] / CMS Legal Services EEIG Report. – 2016. Mode of access: http://bpcc.org.pl/uploads/ckeditor/attachments/8371/FINAL_SCREEN_2016_Emerging_Europe__report_18.01.pdf (дата обращения: 10.04.2017).

121. Evaluating M&A through a changing utility lens. A fresh look at M&A's role in power and utilities [Electronic resource] / Deloitte Center for Energy Solutions. – 2014. – Mode of access: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/energy-resources/us-evaluating-ma-through-a-changing-utility-lens-pdf.pdf (дата обращения: 03.10.2016).

122. Evans B., Nyquist S., Yanosek K. Mergers in a low-oil-price environment: Proceed with caution [Electronic resource] / B.Evans, S.Nyquist, K.Yanosek // McKinsey&Company. – 2016. – May. – Mode of access: https://www.mckinsey.com/industries/oil-and-gas/our-insights/mergers-in-a-low-oil-price-environment-proceed-with-caution (дата обращения: 03.07.2017).

123. Evans B., Nyquist S., Yanosek K. Mergers In The Oil Patch: Lessons From Past Downturns [Electronic resource] / B. Evans, S. Nyquist, K. Yanosek // McKinsey&Company. – 2016. – July. – Mode of access: https://imaa-institute.org/mergers-oil-patch-lessons-past-downturns/ (дата обращения: 20.01.2017).

124. Exxon Mobil 2016 Summary Annual Report [Electronic resource] / Exxon Mobil. – 2016. – Mode of access: http://cdn.exxonmobil.com/~/media/global/files/summary-annual-report/2016_summary_annual_report.pdf (дата обращения: 14.02.2017).

125. Feito-Ruiz I., Fernández A. I., Menéndez-Requejo S. Mergers and acquisitions valuation: the choice of cash as payment method / I. Feito-Ruiz, A. I.

Fernández, S. Menéndez-Requejo // Spanish Journal of Finance & Accounting. – Vol. 44 (2015). – pp. 326-351.

126. Forrest R., Luedi T., See A., Ross B. Mergers and Acquisitions in Oil and Gas [Electronic resource] / R. Forrest, T. Luedi, A. See, B. Ross // ATKearney. – 2016. – Mode of access: https://www.atkearney.es/documents/3900187/7057723/Mergers (дата обращения: 01.07.2017).

127. Foy. H. Schlumberger snaps up 51% stake in Russia's Eurasia Drilling [Electronic resource] / H. Foy // Financial Times. – 2017. – July, 21. – Mode of access: https://www.ft.com/content/c3ccabb1-c9ff-37ed-afe6-cd8f95b7b185?mhq5j=e7 (дата обращения: 18.08.2017).

128. Future of Oil&Gas [Electronic resource] / World Economic Forum // Global Agenda Council on the Future of Oil and Gas. – 2016. – April. – Mode of access:http://www3.weforum.org/docs/GACFutureofOilandGas_Executive_Summary.pdf (дата обращения: 12.05.2016).

129. Global oil and gas transactions review 2015 [Electronic resource] / EY. – 2016. – Mode of access: http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-oil-and-gas-transactions-review-2015/$FILE/EY-global-oil-and-gas-transactions-review-2015.pdf (дата обращения: 20.11.2016).

130. Global oil and gas transactions review in 2016-2017 [Electronic resource] / EY. 2016. – Mode of access: http://www.ey.com/gl/en/industries/oil---gas/ey-global-oil-and-gas-transactions-review-2016 (дата обращения: 13.05.2017).

131. Graham P., Sheeren E. Capturing value from M&A in oil and gas: Implications for integration [Electronic resource] / P. Graham, E. Sheeren // McKinsey&Company. – 2015. – May. – Mode of access: https://www.mckinsey.com/industries/oil-and-gas/our-insights/capturing-value-from-m-and-a-in-oil-and-gas-implications-for-integration (дата обращения: 03.10.2016).

132. Handscomb Ch., Sheeren E., Woxholth J. Capturing value from M&A in upstream oil and gas [Electronic resource] / Ch. Handscomb, E. Sheeren, J. Woxholth // McKinsey&Company. – 2016. – July. – Mode of access:

https://www.mckinsey.com/industries/oil-and-gas/our-insights/capturing-value-from-m-and-a-in-upstream-oil-and-gas (дата обращения: 03.10.2016).

133. Hansen F. Global mergers & acquisitions explode [Electronic resource] / F. Hansen // Business Credit. – Vol. 102, (2000). – Mode of access: http://eds.a.ebscohost.com/ehost/detail/detail?vid=10&sid=7a294429-1585-450f-986c-4abda2607981%40sessionmgr4009&bdata=Jmxhbmc9cnUmc2l0ZT1laG9zdC1saXZl#AN=3542752&db=f5h (дата обращения: 10.09.2015).

134. Harkiolakis,N., Mourad L. Preserved valuation measurements in mergers and acquisitions of similar size corporations / N. Harkiolakis, L. Mourad // Athens Greece and WSEAS Press. – 2010. pp,206-211.

135. Hazarika I. Performance Analysis of Top Oil and Gas Companies Worldwide with reference to Oil Prices [Electronic resource] / I. Hazarika // Journal of Energy and Economic Development. – 2015. – August. – Mode of access: www.gsmi-ijgb.com/Documents/JEnergyED%20V1%20N1%20P04%20Indrani%20Hazarika%20-Top%20Oil%20and%20Gas%20Companies.pdf (дата обращения: 12.07.2016).

136. Heslop A. How to Value & Sell Your Business : The Essential Guide to Preparing, Valuing and Selling a Company for Maximum Profit / A.Heslop / London : Kogan Page. – 2008. – 240 p.

137. Hitchner J.R. Financial Valuation: Applications and Models / J.R. Hitchner. – John Wiley & Sons, 2017. – 1296 p.

138. Hsu K-Ch., Wright M., Zhu Z. What motivates merger and acquisition activities in the upstream oil & gas sectors in the U.S.? [Electronic resource] / K-Ch. Hsu, M. Wright, Z. Zhu // Energy Economics. – Vol. 65. – 2017. – June. – Mode of access:http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0140988317301354?via%3Dihub (дата обращения: 03.10.2016).

139. IMAA [Electronic resource] / The Institute for Mergers and Acquisitions and Alliances. – 2017. – Mode of access: https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions/ (дата обращения: 01.09.2017).

140. Johnston D.C., Johnston D. Introduction to Oil Company Financial Analysis / D.C. Johnston, D.Johnston. – PennWell Books, 2006. – 447 p.

141. Kaiser M.J.,Yu Y. Part 1: Oil and gas company valuation, reserves, and production [Electronic resource] / M.J.Kaiser, Y. Yu // Oil & Gas Financial Journal. – 2012. – February, 1. – Mode of access: http://www.ogfj.com/articles/print/volume-9/issue-2/features/part-1-oil-and-gas-company.html (дата обращения: 16.07.2015).

142. Kaiser M.J.,Yu Y. Part II: Oil and gas company valuation, reserves, and production [Electronic resource] / M.J.Kaiser, Y. Yu // Oil & Gas Financial Journal. – 2012. – March, 1. – Mode of access: http://www.ogfj.com/articles/print/volume-9/issue-3/features/oil-and-gas-company-valuation.html (дата обращения: 18.07.2015).

143. Kalotay K., Panibratov A. Cross-border M&A and competitive advantage of Russian EMNEs / K. Kalotay, A. Panibratov. – The Competitive Advantage of Emerging Market Multinationals. – Cambridge, 2013. – pp. 220-238.

144. Kretzschmar G.L., Simpson E., Haque M. Russia's resource capitalism-market vs political signaling / G.L. Kretzschmar, E. Simpson, M. Haque // Energy Policy. – No. 61, 2013. – pp. 771-782.

145. Kumar B. Mega Mergers and Acquisitions: Case Studies from Key Industries / B.Kumar. – Springer, 2012. – 239 p.

146. Kumar R. Valuation: Theories and Concepts / R.Kumar. – Academic Press, 2015. – 514 p.

147. Largest M&A Transactions Worldwide [Electronic resource] / IMAA M&A Statistics – 2016. – Mode of access: https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/ (дата обращения: 15.03.2017).

148. Levitt S.M., Carvallo J. Is Mergers & Acquisitions Deal-Making Dead, Dying, or Primed for Resuscitation? [Electronic resource] / Levitt S.M., Carvallo J. // Business Valuation Update. – Vol.15 (2009). – April. – Mode of access: http://eds.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=19&sid=7a294429-1585-450f-986c-4abda2607981%40sessionmgr4009 (дата обращения: 18.09.2016).

149. Liu Y., Liu Sh. The Pricing Model in the Foreign Mergers and Acquisitions of State-owned Shares Based on Residual Income Valuation Model and Real Option Pricing Method / Y. Liu, Sh. Liu // 2010 International Conference on Management and Service Science (MASS 2010). – 2010. – pp. 1766-1771.

150. M&A Deal Evaluation: Challenging Metrics Myths [Electronic resource] / ATKearney report. – 2013. – Mode of access: https://www.atkearney.com/documents/10192/868906/M%26A+Deal+Evaluation.pdf (дата обращения: 01.08.2015).

151. M&A in Russia 2011 [Electronic resource] / KPMG. – 2012. – March. – Mode of access: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2014/07/S_MA_2.pdf (дата обращения: 10.04.2017).

152. M&A in the global petroleum industry [Electronic resource] / Khartukov E.M. // Oil&Gas Financial Journal. – 2016. – February, 16. – Mode of access: http://www.ogfj.com/articles/print/volume-13/issue-2/features/m-a-in-the-global-petroleum-industry.html (дата обращения: 01.09.2016).

153. Mahmood D. Valuing business valuations in the oil and gas industry [Electronic resource] / D. Mahmood // Oil & Gas Financial Journal. – 2007. – August, 1. – Mode of access: http://www.ogfj.com/articles/print/volume-4/issue-8/features/valuing-business-valuations-in-the-oil-and-gas-industry.html (дата обращения: 13.06.2015).

154. Malucha M. Business Valuation in Mergers and Acquisitions [Electronic resource] / M. Malucha. - Uniwersytet Szczeciński Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, 2009. – Mode of access: http://www.malucha.pl/publikacje/3_BV_in_mergers_and_acquisitions.pdf (дата обращения: 03.10.2016).

155. Mammen A. Evaluating the success of Mergers and Acquisitions (M&A) [Electronic resource] / A. Mammen// University of Hamburg. – 2015. – Mode of access: https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=WCCE (дата обращения: 01.08.2015).

156. Mazzariol P., Thomas M. Theory and practice in M&A valuations / P. Mazzariol, M. Thomas // Strategic Direction. – Vol.32 (2016). – pp. 8-11.

157. Mergers & Acquisitions in Oil and Gas Industry Database [Electronic resource] / BOE Report. – 2017. – Mode of access: http://boereport.com/ma-database/ (дата обращения: 28.07.2017).

158. Misund B., Asche F., Osmundsen P. Industry upheaval and valuation: Empirical evidence from the international oil and gas industry / B. Misund, F. Asche, P.Osmundsen // International Journal of Accounting. – No.4 (2008). – pp. 398-424.

159. Ng A., Donker H. Purchasing reserves and commodity market timing as takeover motives in the oil and gas industry / A. Ng, H. Donker // Energy Economics. – Vol. 37 (2013). – May. – pp. 167-181.

160. Nolan D.P., Anderson E.T. Applied Operational Excellence for the Oil, Gas, and Process Industries / D.P. Nolan, E.T. Anderson. – Gulf Professional Publishing, 2015. – 240p.

161. Oil & Gas Mergers and Acquisitions Report –Mid-year 2016: Looking for a restart [Electronic resource] / Deloitte Center for Energy Solutions. – Mode of access:https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/energy-resources/us-energy-and-resources-oil-and-gas-m-n-a-report-2016.pdf (дата обращения: 10.09.2017).

162. Oil 2017 Report [Electronic resource] / International Energy Agency // Analysis and Forecasts to 2022. – 2017. – March. – Mode of access: http://www.oecd-ilibrary.org/energy/oil-market-report-2017_9789264272514-en (дата обращения: 01.08.2017).

163. Oil Market Report [Electronic resource] / International Energy Agency. 2017. – September, 13. – Mode of access: https://www.iea.org/media/omrreports/fullissues/2017-09-13.pdf (дата обращения: 01.10.2017).

164. Oil struggles to enter the digital age [Electronic resource] // The Economist. – 2017. – April, 6. – Mode of access: https://www.economist.com/news/business/21720338-talk-digital-oil-rig-may-be-bit-premature-oil-struggles-enter-digital-age?zid=298&ah=0bc99f9da8f185b2964b6cef412 (дата обращения: 25.03.2017).

165. Osmundsen P., Asche F., Misund B. and Mohn K. Valuation of International Oil Companies [Electronic resource] / P. Osmundsen, F. Asche, B. Misund and K. Mohn // The Energy Journal. – Vol. 27. – No. 3 (2006). - Mode of access: http://www.jstor.org/stable/23296990 (дата обращения: 03.10.2016).

166. Overview of business valuation parameters in the energy industry [Electronic resource] / Deloitte report. – Edition No.2. – 2015. – Mode of access: https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/energy-resources/Pubblicazione%20Energy%202015_ENG-def.pdf (дата обращения: 03.10.2016).

167. Palepu K.G., Healy P.M. Business Analysis and Valuation / K.G. Palepu, P.M. Healy. – Cengage Learning EMEA, 2007. – 572 p.

168. Petitt B.S., Ferris K.R. Valuation for Mergers and Acquisitions (Second edition) / B.S. Petitt, K.R. Ferris. – Pearson Education Ltd., 2013. – 247 p.

169. Prakash A. O&G Mergers and acquisitions in the digital age / A. Prakash // Society of Petroleum Engineers - SPE Intelligent Energy International Conference and Exhibition. – 2016. – pp. 41-46.

170. Reddy K.S., Xie E.Cross-border mergers and acquisitions by oil and gas multinational enterprises: Geography-based view of energy strategy / K.S. Reddy, E. Xie // Renewable and Sustainable Energy Reviews. – Vol. 72, 2017. – pp. 961-980.

171. Rosoiu L. Time for mergers and acquisitions in the oil and gas industry in Europe [Electronic resource] / L. Rosoiu // Petroleum Industry Review. – 2015. – April. – Mode of access: http://www.petroleumreview.ro/magazine/2015/april-2015/45-april-2015/552-time-for-mergers-and-acquisitions-in-the-oil-and-gas-industry-in-europe (дата обращения: 01.05.2016).

172. Russian M&A Review 2016 [Electronic resource] / KPMG. – 2017. – April. – Mode of access: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/ru/pdf/2017/04/ru-en-russian-2016-ma-overview.pdf (дата обращения: 10.04.2017).

173. Sherman A. J., Hart M. A. Keeping M&A Transactions on Track [Electronic resource] / A.J.Sherman, M.A. Hart / Mergers & Acquisitions from A to Z. – American Management Association International, 2015. – Mode of access: http://eds.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=16&sid=7a294429-1585-450f-986c-4abda2607981%40sessionmgr4009 (дата обращения: 21.10.2016).

174. Sophocleous E. D. Motives, default risk and valuation errors in corporate takeovers [Electronic resource] / E. D.Sophocleous // Electronic Thesis. – 2014. – Mode

of access: http://etheses.dur.ac.uk/10535/1/Eleni_Sophocleous_THESIS.pdf?DDD2+/ (дата обращения: 17.09.2015).

175. The World's biggest Public companies [Electronic resource] – Mode of access: https://www.forbes.com/global2000/list/#header:position (дата обращения: 25.06.2017).

176. Tibergien M.C., Dahl O. How to Value, Buy, or Sell a Financial Advisory Practice : A Manual on Mergers, Acquisitions, and Transition Planning / M.C. Tibergien, O. Dahl / Bloomberg Press. – 2006. – 331 p.

177. U.S. Department of the treasury [Electronic resource] – Mode of access: https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages (дата обращения: 02.03.2017).

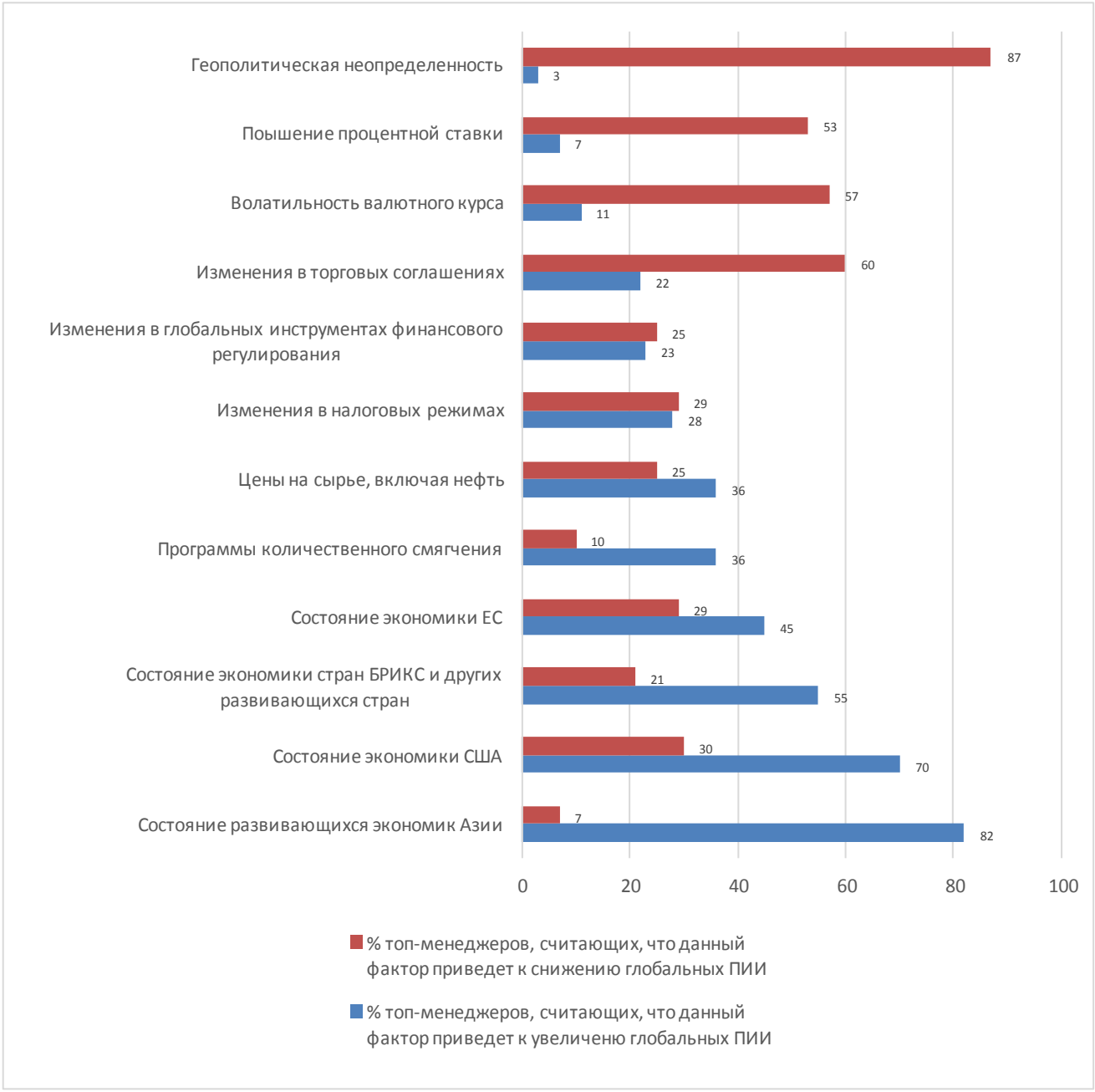
178. Valuation Methodologies in the Oil & Gas Industry [Electronic resource] / Stout Advisory. – 2016. – March, 1. – Mode of access: https://www.stoutadvisory.com/insights/article/valuation-methodologies-oil-gas-industry (дата обращения: 01.07.2016).

179. Wood D.A.Characterization of gas and oil portfolios of exploration and production assets using a methodology that integrates value, risk and time / D.A. Wood // Journal of Natural Gas Science and Engineering. – Vol. 30, 2016. – pp. 305-321.

180. World Investment Report 2017 (UNCTAD) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=1782 (дата обращения: 25.09.2017).

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1 – Макроэкономические и политические факторы, влияющие по мнению топ-менеджеров ТНК на будущую глобальную инвестиционную активность в 2017-2020 гг.



Источник: составлено автором по материалам: World Investment Report 2017 (UNCTAD) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid= 1782 (дата обращения: 25.09.2017).

Приложение 2 - Оценка согласованности показателей технологической цепи нефтегазовых корпораций

Показатель	Формула	Примечание
1.Коэффициент самообеспеченности нефтью ($К_{сам}$)	$К_{сам} = Q_{доб.} / Q_{пер}$ где: $Q_{доб}$ – объем добываемой нефти, млн. т.; $Q_{пер}$ -объем перерабатываемой нефти, млн.т	Характеризует наличие достаточного объема нефти для дальнейшей переработки в рамках всего комплекса вертикально-интегрированной нефтяной компании. Самая благоприятная ситуация – полное обеспечение компанией своих НПЗ нефтью для переработки. В случае, если процесс переработки прерывается из-за отсутствия сырья, компании может понести большие убытки.
2.Уровень использования производственных мощностей ($У_м$)	$У_м = Q_{пер.} / Q_{мощ}$ где: $Q_{мощ}$ – мощности по переработке, млн. т	Показывает насколько эффективно используются мощности компании в производственном процессе. Необходимо обеспечение и поддержание высокого уровня загрузки производственных мощностей НПЗ. В противном случае ввиду значимости постоянных затрат на амортизацию, заработную плату и др. в нефтепереработке и нефтехимии возможно увеличение совокупных расходов при недостижении максимального уровня загрузки мощностей.
3.Коэффициент обеспеченности производственными мощностями ($К_{обес}$)	$К_{обес} = Q_{доб.} / Q_{мощ}$	Отражает способность компании произвести весь объем необходимых нефтепродуктов в соответствии с объемом добычи нефти. При превышении значения коэффициента 1 ситуация считается неблагоприятной: уровень добычи выше, чем способность переработать. Известно, что реализация нефтепродуктов приносит больше прибыли, чем продажа сырой нефти.
4.Компенсация добычи нефти ($К_{комп}$)	$К_{комп} = Q_{прир.} / Q_{доб}$ где: $Q_{прир}$ – прирост запасов, млн.т	Показывает насколько добываемая нефть замещается разведанными запасами Нефтяные компании в целях формирования сырьевой базы ведут работу по разведке новых запасов, что обеспечивает им устойчивое развитие. Поддерживать уровень добычи нефти возможно при $К_{комп} \leq 2$. Когда значение данного коэффициента превышает 2, компания больше направлена на наращивание усилий по подготовке новых месторождений, что характеризует нацеленность компании на долгосрочную перспективу.

Продолжение приложения 2

5.Глубина перерабатываемой нефти	$Г = \frac{Q_{пер} - (Q_{маз} + Q_{п} + Сг)}{Q_{пер}} \times 100\%$ где: $Q_{маз}$ – объем топочного мазута, млн. т $Q_{п}$ – объем безвозвратных потерь, млн. т $С_{г}$ – объем сухого газа, использованного в качестве топлива, млн. т	Показывает, насколько в компании эффективно осуществляется переработка нефти. Российская нефтегазовая отрасль отличается низкой глубиной переработки и недостаточным качеством выпускаемых нефтепродуктов. По мере повышения глубины переработки достигается увеличение выпуска светлых нефтепродуктов.

Источник: составлено автором по материалам: Брагинский О.Б. Нефтехимический комплекс мира / О. Б. Брагинский; Российская акад. наук. – Москва: Academia, 2009. - 799 с.; Harkiolakis, N., Mourad L. Preserved valuation measurements in mergers and acquisitions of similar size corporations / N. Harkiolakis, L. Mourad // Athens Greece and WSEAS Press. – 2010. pp,206-211.

Приложение 3 - Процедура рассмотрения инвестиционных проектов ПАО «Татнефть»



Источник: составлено автором по материалам: Общая информация о компании «Татнефть» [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/o-kompanii/obshchaya-informatsiya/?lang=ru (дата обращения: 03.06.2017).

Приложение 4 – Консолидированный отчет о финансовом положении ПАО «Татнефть»

млн. руб.

	Прим.	На 31 декабря 2016	На 31 декабря 2015
АКТИВЫ			
Денежные средства и их эквиваленты	6	77 106	24 600
Банковская деятельность: Обязательные резервы на счетах в ЦБ РФ		1 988	-
Денежные средства с ограничением к использованию		3	318
Дебиторская задолженность, нетто	7	63 900	60 151
Банковская деятельность: Банковские кредиты клиентам	8	69 103	-
Прочие краткосрочные финансовые активы	9	57 931	13 055
Товарно-материальные запасы	10	33 271	32 042
Предоплата и прочие краткосрочные активы	11	23 889	48 033
Предоплата по налогу на прибыль		1 058	1 030
Долгосрочные активы, предназначенные для продажи	12	4 247	-
Итого краткосрочные активы		**332 496**	**179 229**
Долгосрочная дебиторская задолженность, нетто	7	1 807	2 248
Банковская деятельность: Банковские кредиты клиентам	8	123 923	-
Прочие долгосрочные финансовые активы	9	44 397	48 469
Инвестиции в ассоциированные компании и совместные предприятия	13	639	5 632
Основные средства за вычетом накопленного износа и обесценения	14	583 614	557 778
Активы по отложенному налогу на прибыль	15	2 043	2 535
Прочие долгосрочные активы	16	5 678	2 800
Итого долгосрочные активы		**762 101**	**619 462**
Итого активы		**1 094 597**	**798 691**
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ			
Краткосрочные кредиты и займы и текущая доля долгосрочных заемных средств	17	19 288	5 281
Кредиторская задолженность и начисленные обязательства	18	45 509	43 488
Банковская деятельность: Средства банков и ЦБ РФ	19	13 935	-
Банковская деятельность: Средства клиентов	20	177 422	-
Обязательства по уплате налогов	15	23 737	18 202
Обязательство по уплате налога на прибыль		4 511	1 940
Прочие краткосрочные обязательства		1 961	-
Итого краткосрочные обязательства		**286 363**	**68 911**
Долгосрочные кредиты и займы за вычетом текущей доли	17	34 842	12 880
Банковская деятельность: Средства банков и ЦБ РФ	19	4 415	-
Банковская деятельность: Средства клиентов	20	3 292	-
Резерв по выводу активов из эксплуатации за вычетом текущей доли	14	30 324	33 352
Обязательства по отложенному налогу на прибыль	15	22 600	21 771
Прочие долгосрочные обязательства	21	3 857	4 119
Итого долгосрочные обязательства		**99 330**	**72 122**
Итого обязательства		**385 693**	**141 033**

Продолжение приложения 4

	Прим.	На 31 декабря 2016	На 31 декабря 2015
Акционерный капитал			
Привилегированные акции (разрешено к выпуску и выпущено на 31 декабря 2016 и 2015 гг. – 147 508 500 акций с номинальной стоимостью на 31 декабря 2016 и 2015 гг. – 1,00 рубль)	22	746	746
Обыкновенные акции (разрешено к выпуску и выпущено на 31 декабря 2016 и 2015 гг. – 2 178 690 700 акций с номинальной стоимостью на 31 декабря 2016 и 2015 гг. – 1,00 рубль)	22	11 021	11 021
Добавочный капитал		85 224	85 170
Накопленный прочий совокупный доход		1 293	1 639
Нераспределенная прибыль		615 477	532 821
За вычетом: выкупленные обыкновенные акции по цене приобретения (75 481 000 акций и 55 491 000 акций на 31 декабря 2016 и 2015 гг.)		(10 250)	(3 083)
Итого акционерный капитал Группы		**703 511**	**628 314**
Неконтролирующая доля участия	28,29	5 393	29 344
Итого акционерный капитал		**708 904**	**657 658**
Итого обязательства и капитал		**1 094 597**	**798 691**

Источник: Годовой отчет компании «Татнефть» за 2016 год [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/7147d7abdf41b435fc335b6aca04abf8a3f1c0c3.pdf (дата обращения: 04.07.2017).

Приложение 5 – Консолидированный отчет о прибыли или убытке и прочем совокупном доходе ПАО «Татнефть» [34]

млн. руб.

	Прим.	За год, закончившийся 31 декабря 2016	За год, закончившийся 31 декабря 2015
Выручка от реализации и прочие операционные доходы от небанковской деятельности, нетто	25	**580 127**	**552 712**
Затраты и прочие расходы по небанковским операциям			
Операционные расходы		(119 480)	(108 294)
Стоимость приобретенных нефти и нефтепродуктов		(80 166)	(59 913)
Затраты на геологоразведочные работы	14	(1 185)	(1 856)
Транспортные расходы		(30 478)	(30 149)
Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы		(46 754)	(48 871)
Износ, истощение и амортизация	25	(21 626)	(25 052)
Убыток от обесценения основных средств и прочих активов	14, 30	(5 616)	(5 981)
Налоги, кроме налога на прибыль	15	(126 590)	(137 380)
Расходы на содержание социальной инфраструктуры и передача объектов социальной сферы	14	(5 182)	(4 665)
Итого затраты и прочие расходы по небанковским операциям		**(437 077)**	**(422 161)**
Прибыль/(убыток) от выбытия дочерних компаний и инвестиций в ассоциированные компании, нетто	13, 28	1 951	(50)
Прочие операционные (расходы)/доходы, нетто		(917)	3 684
Операционная прибыль по небанковским операциям		**144 084**	**134 185**
Чистые процентные, комиссионные и прочие доходы/(расходы) и прибыли/ (убытки) по банковским операциям			
Процентные и комиссионные доходы	25	7 955	-
Процентные и комиссионные расходы		(5 105)	-
Резерв под обесценение кредитов		(1 167)	-
Операционные расходы		(2 258)	-
Чистый убыток от операций с иностранной валютой, нетто		(175)	-
Прочие операционные расходы, нетто		(230)	-
Итого чистые процентные, комиссионные и прочие расходы и убытки по банковским операциям		**(980)**	**-**
Прочие доходы/(расходы)			
(Убыток)/прибыль по курсовым разницам, нетто	30	(3 304)	2 283
Доходы по процентам по небанковским операциям	24	5 430	11 023
Расходы по процентам по небанковским операциям, за вычетом капитализированной суммы	24	(3 920)	(7 691)
Доля в результатах ассоциированных компаний и совместных предприятий	13, 29	(339)	(2 172)
Итого прочие (расходы)/доходы		**(2 133)**	**3 443**
Прибыль до налога на прибыль		**140 971**	**137 628**

Продолжение приложения 5

	Прим.	За год, закончившийся 31 декабря 2016	За год, закончившийся 31 декабря 2015
Налог на прибыль			
Текущий расход по налогу на прибыль		(29 657)	(30 954)
Расход по отложенному налогу на прибыль		(5 184)	(902)
Итого расход по налогу на прибыль	**15**	**(34 841)**	**(31 856)**
Прибыль за год		**106 130**	**105 772**
Прочий совокупный доход/(убыток):			
Статьи, которые впоследствии могут быть реклассифицированы в прибыли или убытки:			
Корректировки по пересчету сумм в иностранной валюте		(1 050)	318
Нереализованная прибыль по финансовым активам, имеющимся в наличии для продажи		1 338	222
Статьи, которые впоследствии не могут быть реклассифицированы в прибыли или убытки:			
Актуарный убыток по пенсионным планам	21	(634)	(789)
Прочий совокупный убыток		**(346)**	**(249)**
Итого совокупный доход за год		**105 784**	**105 523**
Прибыль/(убыток), причитающиеся:			
- акционерам Группы		107 389	98 930
- неконтролирующей доле участия		(1 259)	6 842
		106 130	**105 772**
Итого совокупный доход/(убыток), причитающийся:			
- акционерам Группы		107 043	98 681
- неконтролирующей доле участия		(1 259)	6 842
		105 784	**105 523**
Базовая и разводненная прибыль на акцию (рублей)			
Обыкновенную	22	47,50	43,56
Привилегированную		47,48	43,53
Средневзвешенное количество выпущенных акций, (в миллионах штук)			
Обыкновенных	22	2 113	2 123
Привилегированных		148	148

Источник: Годовой отчет компании «Татнефть» за 2016 год [Электронный ресурс] / Официальный сайт ПАО «Татнефть» – Режим доступа: http://www.tatneft.ru/storage/block_editor/files/7147d7abdf41b435fc335b6aca04abf8a3f1c0c3.pdf (дата обращения: 04.07.2017).

Приложение 6 – Определение дисконтированных денежных потоков для компании ПАО «Татнефть»

Показатель	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	Постпрогнозный период
EBITDA	165,681	178,57	202,678	247,544	284,064	307,738	312,148	357,62	374,602	407,735
EBIT	144,055	155,13	177,171	219,846	254,122	275,922	278,456	322,068	337,212	368,499
Налог на прибыль	28,81	31,03	35,43	43,97	50,82	55,18	55,69	64,41	67,44	73,70
NOPAT	115,24	124,10	141,74	175,88	203,30	220,74	222,76	257,65	269,77	294,80
Капвложения	87,479	75,108	78,688	72,277	74,14	75,607	77,115	78,655	80,226	76,183
Амортизация	21,626	23,44	25,507	27,698	29,942	31,816	33,692	35,552	37,39	39,236
Изменения оборотного капитала	5,401	6,21	6,848	10,756	8,003	4,658	4,86	9,625	5,471	6,907
Свободные денежные потоки FCF	43,99	66,23	81,71	120,54	151,10	172,29	174,48	204,93	221,46	250,95
Фактор дисконтирования	1	0,86	0,74	0,63	0,55	0,47	0,40	0,35	0,30	DCF за 2016-2024 гг.
Дисконтированные денежные потоки DCF	43,99	56,91	60,33	76,48	82,38	80,71	70,24	70,89	65,83	607,76

Источник: рассчитано автором.