

## **МЕТОДИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ФОРМИРОВАНИЯ КРИТЕРИЯ ОПТИМАЛЬНОЙ СТРАТЕГИИ РАЗВИТИЯ НЕФТЕГАЗОДОБЫВАЮЩИХ КОМПАНИЙ**

Санников А.А.

*Уфимский государственный нефтяной технический университет*

Последние несколько лет нефтяные компании находятся в процессе реструктуризации, основной целью которой является повышение эффективности работы через процесс различных организационно-экономических преобразований. Причем на любом этапе реструктуризации нефтегазодобывающей компании возникает вопрос о выборе стратегии развития компании.

Поставленные стратегические цели компании должны быть обоснованы с точки зрения их реализуемости, то есть должны быть представлены не только в качественном, но и в количественном выражении. В качестве критериев результативности компании в мировой практике выбирается стоимость компании, ее капитализация, прибыльность, доходность, доля на рынке или какой-либо другой показатель (рис.1).

Основная цель исследования состоит в разработке методического подхода и практических рекомендаций к выбору обоснованного критерия оценки стратегии развития нефтегазодобывающей компании, эксплуатирующей месторождения с различными условиями и стадиями разработки.

Нефтегазодобывающие компании стремятся добиться улучшения своего положения на рынке, получения прибыли и повышения стоимости, то есть управление компаниями нацелено на достижение локального максимума по выбранному критерию управления. Именно поэтому в экономике отрасли невозможно достижение равновесия в долгосрочном периоде (это подтверждается как колебаниями цен на углеводороды, так и изменениями капитализации компаний).

Одним из целевых показателей компании является ее стоимость.

В соответствии с подходом к управлению компаниями, основанном на стоимости, их главной целью является максимизация стоимости.

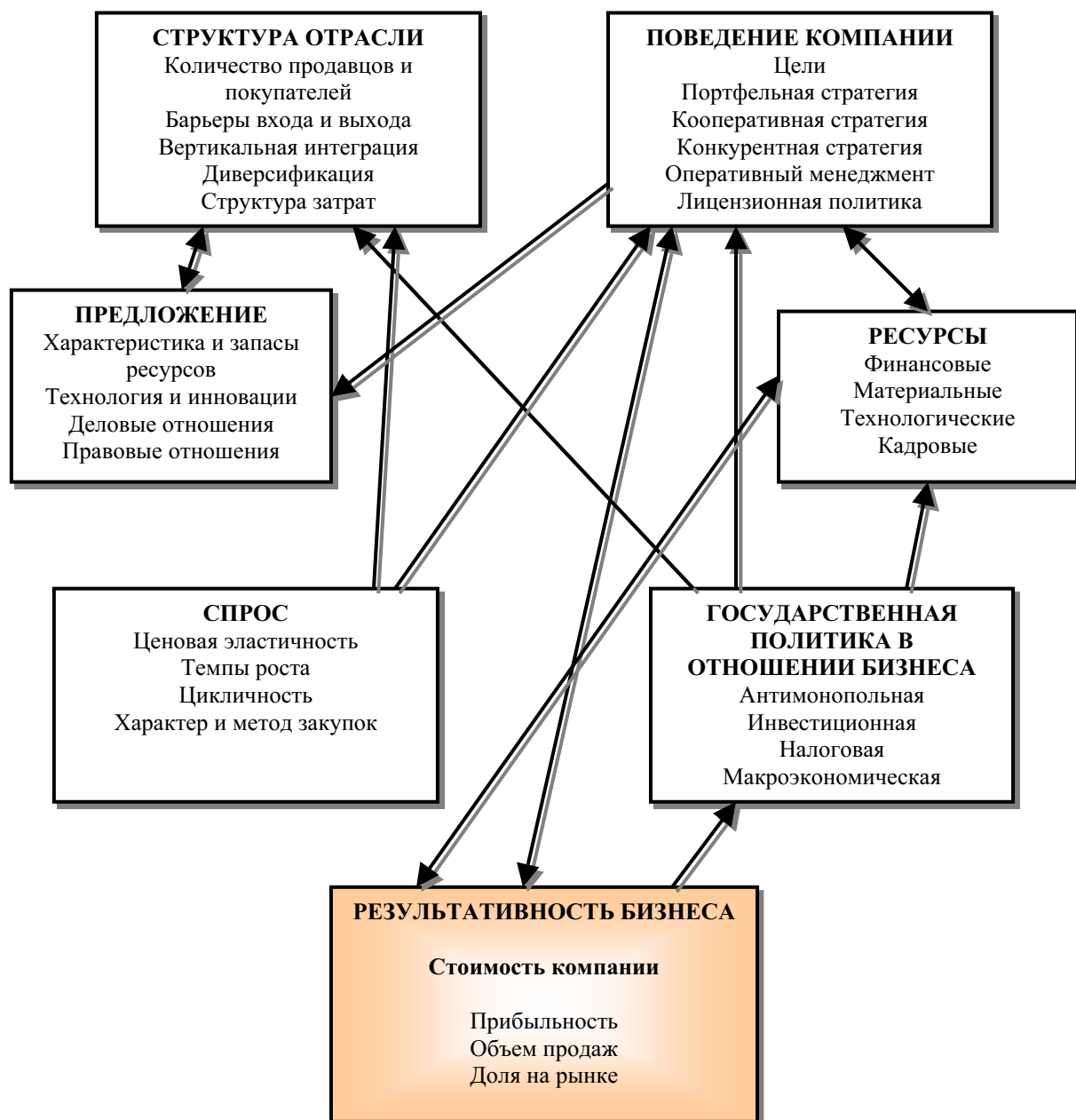


Рисунок 1. Влияние окружающей среды и поведения компании на результативность бизнеса

Общепринятые стандарты стоимости в оценке бизнеса представляют собой совокупности требований к оценке.

Реализация стоимостного подхода всегда требует определения вида (или стандарта) определяемой стоимости. К стандартам стоимости предприятия относят следующие ее виды: рыночная, инвестиционная, фундаментальная (внутренняя), залоговая, замещения, восстановительная и ликвидационная.

Хотя наиболее распространенными стандартами являются рыночная стоимость и стандарт внутренней фундаментальной стоимости, предполагающий, что рассматриваемое предприятие должно быть оценено всеми существующими методами оценки бизнеса, с получением итоговой оценки как средневзвешенной из всех определенных разными методами оценок, где в качестве весовых коэффициентов должны выступать специально обосновываемые коэффициенты доверия оценщика к результатам применения того или иного метода оценки в конкретной оценочной ситуации, что и легло в основу диссертационного исследования.

В проведенном исследовании было выявлено, что теория оценки не имеет более универсального метода, чем метод дисконтирования будущих доходов. Поэтому, несмотря на субъективность, невоспроизводимость оценок стоимости, аналитики вынуждены очень часто использовать данный метод, причем именно он предоставляет инструменты для адаптации способов определения стоимости капитала к отечественным условиям хозяйствования.

Метод дисконтирования будущих доходов может учитывать специфические особенности функционирования нефтегазодобывающей компании. В результате проведенного анализа были выделены особенности нефтегазодобывающего производства, которые необходимо учитывать при оценке стоимости нефтегазодобывающей компании, основные из которых:

- геологические факторы, подтверждающие объем и динамику разработанности ресурсов, степень освоенности и изученности ресурсной базы;
- природно-климатические – основная доля нефтегазодобывающих компаний находится в зоне с неблагоприятными климатическими условиями, что требует дополнительные затраты;
- невоспроизводимость углеводородных ресурсов, что влияет на способность производить положительный денежный поток в соответствие со степенью разработанности нефтегазодобывающих месторождений и на формирование ликвидационного фонда для восстановления экологической системы до естественного состояния и поэтому отсутствует продленная стоимость;

- изменение цен на нефть на мировом рынке и проблемы формирования внутренних цен;
- масштабность нефтегазовой отрасли, т.е. территориальная разобщенность месторождений, динамизм и инерционность процесса добычи, что приводит к быстрому реагированию на капитальные вложения и в то же время результаты зависят от множества факторов, влияющих на конечные результаты;
- государственная политика в области нефтегазодобычи:
- существующая налоговая система взимания НДС привела к замедлению добычи в РФ, т.к. она делает разработку малых и трудноизвлекаемых месторождений малорентабельными;
- лицензирование нефтяной отрасли, процесс которого зависит от Министерства природных ресурсов и от региональных властей, что приводит к значительным затратам;
- высокая капиталоемкость разработки нефтегазовых месторождений, что проявляется в особенности структуры активов нефтегазодобывающих компаний.

Выделенные особенности функционирования нефтегазодобывающих компаний возможно учитывать через изменение ставки дисконтирования, позволяющей оценивать влияние продуктивности доказанных запасов, изменения цен на нефть и другие факторы через оценку дисконтированного денежного потока на основе расчета объемов добычи нефти и газа и соответствующих им ожидаемых расходов.

В соответствие с вышесказанным в сформирован алгоритм этапов оценки стоимости нефтегазодобывающей компании с учетом специфических особенностей его функционирования, представленный на рис. 2.

Одним из самых сложных проблем при оценке стоимости будущих денежных потоков является определение ставки дисконтирования, ее безрисковой и рискованной составляющих.

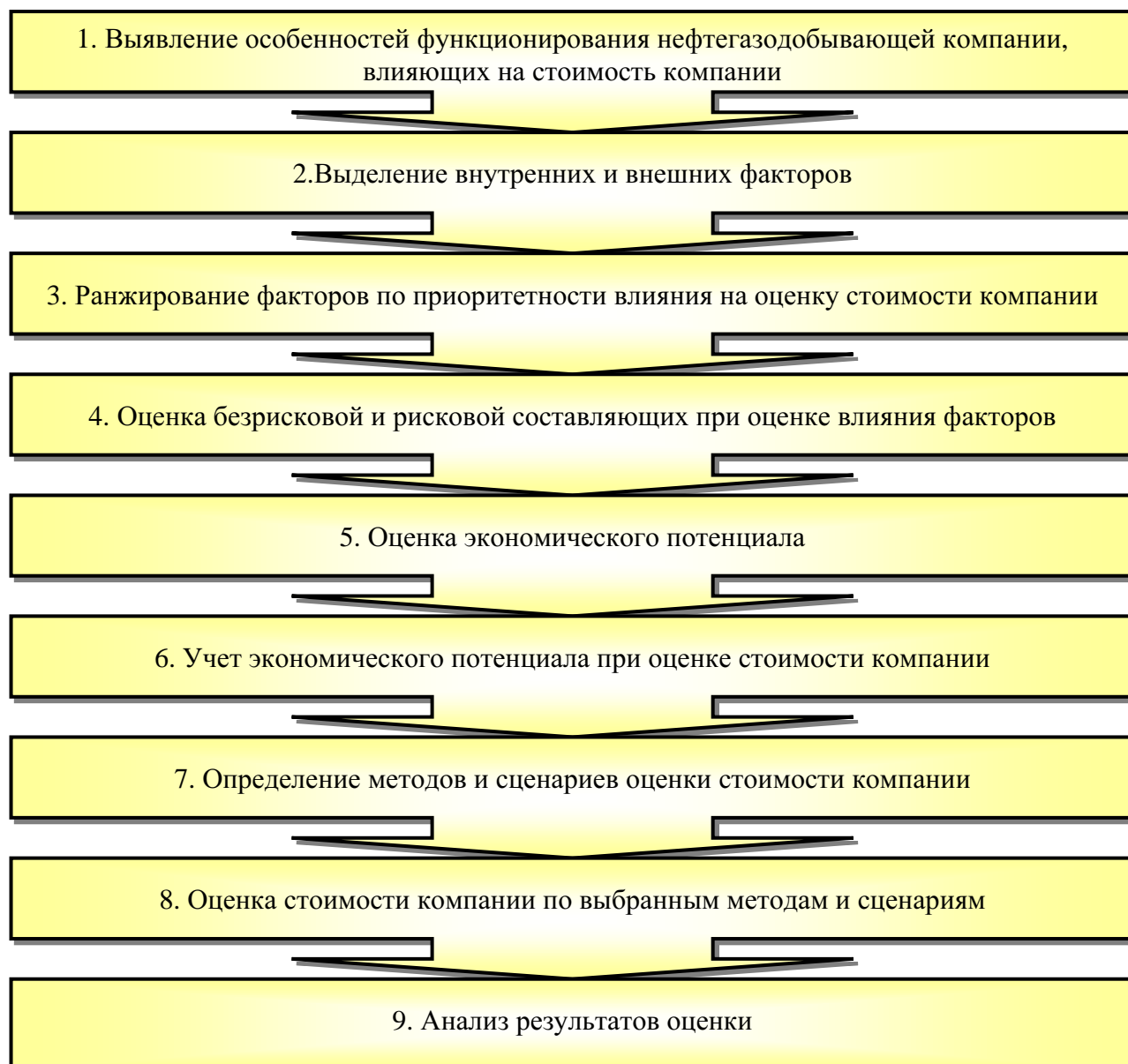


Рисунок 2. Алгоритм порядка оценки стоимости нефтегазодобывающей компании

В отечественной практике оценки в качестве безрисковой ставки предлагают использовать:

- 1) ставку рефинансирования Центрального банка России;
- 2) ставку по депозитам Сберегательного банка;
- 3) ставку доходности по государственным ценным бумагам.

В исследовании в качестве безрисковой ставки принята ставка доходности по государственным ценным бумагам в соответствии с международной практикой оценки.

Структура рисковей составляющей ставки дисконтирования приведена в таблице 1.

Таблица 1

## Структура рисковей составляющей ставки дисконта

Наименование элемента	Значение, %
Страновой риск	1-10
Размер бизнеса	1-5
Характер компании	0-5
Геологический риск	0-10
Недостаточная диверсификация рынков сбыта	0-5
Прочие риски	0-5
Рисковая ставка	2-40

Все внешние факторы, влиянию которых подвержены нефтегазодобывающие компании подразделяются на внешние факторы прямого воздействия и внешние факторы косвенного воздействия.

Внешние факторы прямого воздействия непосредственно влияют на деятельность предприятия и оказывают прямое влияние на хозяйственные операции нефтегазодобывающих компаний.

С внешними факторами прямого воздействия нефтегазодобывающие компании напрямую сталкиваются в процессе функционирования. К этим относятся:

- клиенты - потребители товаров и услуг (недобросовестность, неплатежеспособность),
- партнеры (повышение цен, недобросовестность, снижение качества продукции),
- конкуренты (эффективная реклама, низкие цены),
- банковские и кредитные учреждения (несвоевременные платежи по вине банка),
- государственные и ведомственные органы (неправомерность действий третьих лиц).

Внешние факторы косвенного воздействия в общем виде можно представить в качестве экономических, политических, природных факторов, содержащие следующие компоненты:

- факторы окружающей природной среды (неблагоприятные погодные условия, стихийные явления);
- политические факторы, к которым относятся: факторы внутренней обстановки в стране, складывающейся в результате деятельности законодательной и исполнительной власти; факторы международной обстановки;
- правовые факторы включают свод законов и нормативных актов, которыми должно руководствоваться в своей деятельности любое предприятие;
- экономические факторы определяются типом экономической системы (изменение налогового законодательства, уровень инфляции, номинальная ставка банковского процента и объем денежной массы, уровень занятости населения, объем внешней торговли);
- технологические факторы могут как создавать дополнительные преимущества для предприятий, так и выступать в качестве ограничений, сдерживающих его развития;
- социальные факторы зависят от установок, жизненных ценностей и традиций государства.

Большинство из перечисленных факторов характерны многим видам производства. Основные внешние факторы, сопутствующие хозяйственной деятельности нефтегазодобывающих компаний, включают неопределенность рыночной цены нефти и газа, техническую неопределенность в сфере разведки запасов, точность их оценки, затратность добычи. Кроме того, в России большую роль приобретают политические и налоговые факторы, а также технические, связанные, например, с износом основных фондов и ненадежностью системы материально-технического обеспечения.

Одним из наиболее важных факторов, поддающихся оценке и непосредственно влияющий на величину стоимости нефтегазодобывающей компании, является оценка запасов, разрабатываемых компанией месторождений.

В мировой практике существуют две основные системы классификации ресурсов: SEC, SPE.

Действующая в настоящее время в России классификация ресурсов и запасов нефти и газа в основе качественная. Она не позволяет количественно оценить степень риска и не приспособлена для подготовки решений, связанных с выработкой экономической стратегии, поэтому в исследовании предлагается на основе существующей системы SPE, определяющей геологический риск, учесть его в российской классификации.

К внутренним факторам, определяющие стратегию нефтегазодобывающей компании, относятся:

- наличие ноу-хау, лицензий на разработку месторождений, уникальных разработок и качественных продуктов;
- наличие эффективных технологий строительства скважин и добычи нефти, обеспечивающих снижение затрат и высокое качество;
- наличие внутривыпускных транспортных сетей;
- наличие квалифицированного научного, инженерного и производственного персонала;
- наличие эффективной системы автоматизированного управления, решающей задачи информационной поддержки управленческих решений и финансового менеджмента;
- наличие эффективной системы переподготовки персонала;
- системы мотивации персонала;
- прочие внутренние факторы, включая активы и ресурсы, обеспечивающие эффективную деятельность нефтегазодобывающей компании.

На определение стратегии нефтегазодобывающей компании существенное влияние также оказывает такой фактор, как уровень квалификации менеджеров. Предприятие может иметь привлекательную стратегию, но уровень квалифицированных ключевых менеджеров и система их мотивации не будут соответствовать стоящим перед ними задачам.



Несмотря на то, что оценка стоимости нефтегазодобывающей компании основывается на его текущей рентабельности, его стоимость будет зависеть и от долгосрочного доходного потенциала фирмы.

С учетом специфики функционирования нефтегазодобывающих компаний, когда одной из особенностей является невозпроизводимость природных ресурсов, и в постпрогнозном периоде более реально оценивать ликвидационную стоимость предприятия, нам представляется возможным в прогнозном денежном потоке учитывать уровень экономического потенциала предприятия, который позволит в величине ставки дисконта учесть степень разработки ресурсной базы, вероятность наличия положительного денежного потока.

На основании проведенного исследования, нам представляется, что влияние этих факторов можно измерить через изменение экономического потенциала предприятия и оценку рисков принятия решения в процессе оценки стоимости компании.

Под экономическим потенциалом следует понимать способность предприятия достигать поставленные перед ним цели, используя имеющиеся материальные, трудовые и финансовые ресурсы.

Выделяют несколько направлений оценки экономического потенциала: оценки имущественного положения компании (производственный потенциал) и ее финансового положения (финансовый потенциал). Алгоритм порядка их определения представлены на рисунках 3 и 4.

Объектом оценки послужила нефтегазодобывающая компания - ОАО АНК «Башнефть», включающая месторождения, различные по этапу жизненного цикла ресурсной базы, наличие объектов инфраструктуры, объемам запасов и добычи углеводородов и т. п.

Совокупность исходных прогнозных допущений, позволяющих рассчитывать будущие денежные потоки представлена в таблице 2.

Уровень геологического риска оценен на основе стадии изученности ресурсной базы, статистических данных и с учетом методов оценки запасов по стандартам оценки SPE.

Расчет поправки на геологический риск инвестирования в оцениваемую компанию приведен в таблице 3.

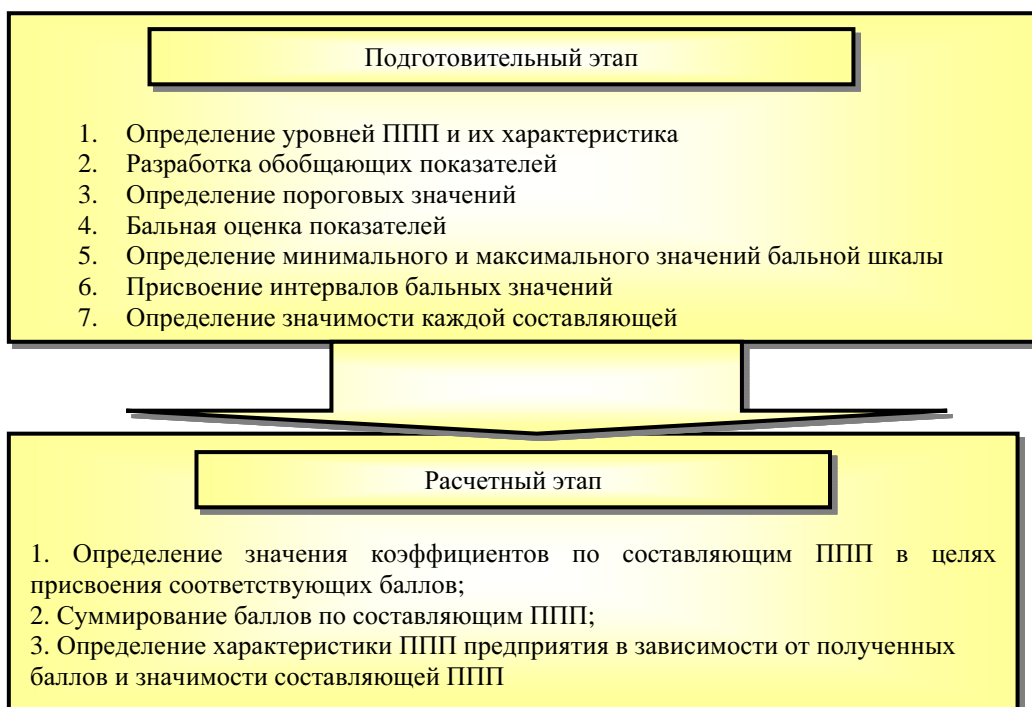


Рисунок 3. Алгоритм оценки уровня PPP

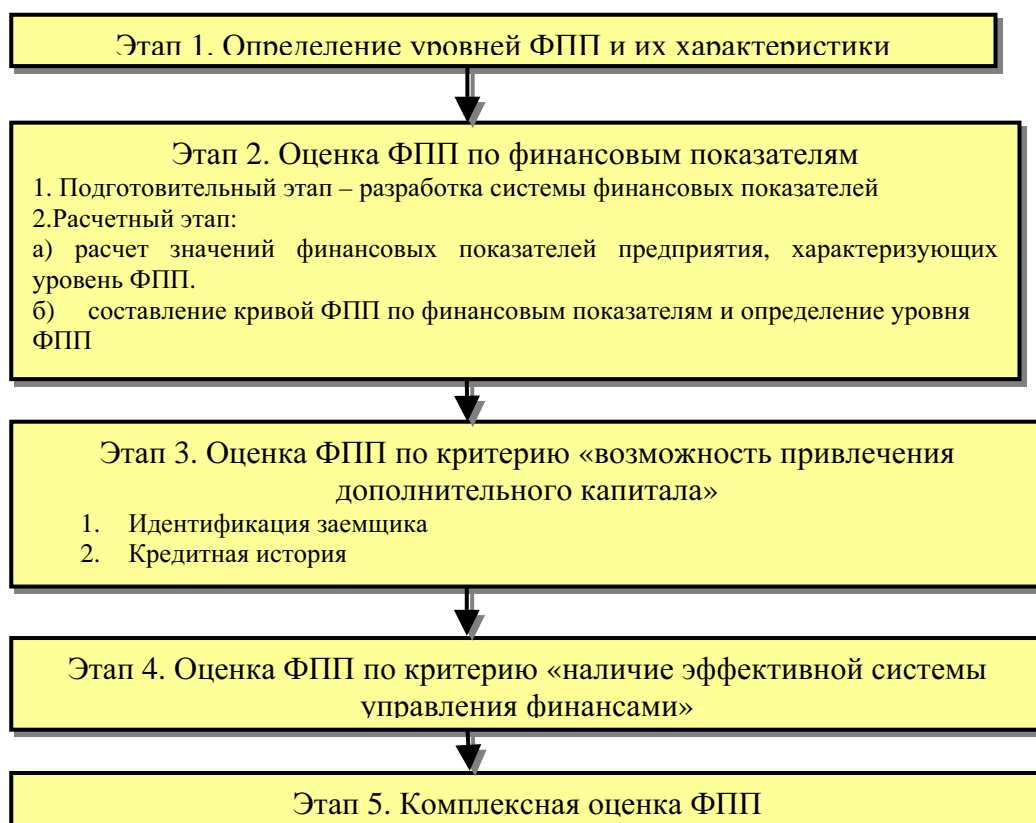


Рисунок 4. Алгоритм оценки уровня ФПП

Таблица 2

## Исходные положения для прогноза денежных потоков

Показатель	Значение	Основание
Темп снижения добычи нефти, %	Равномерно на 1,15% в год	- ретроспективный анализ добычи нефти за 2000-2005 годы; - прогнозные данные аналитиков компании; - анализ разрабатываемых месторождений
Изменение среднегодовой цены на нефть по отношению к предыдущему году, %	В 2006 году равно + 6,71 %; в 2007 году равно – 9,26%, в 2008 году равно – 6,12%, с 2009 по 2015 годы – 0%	Доклад МЭРТ РФ «Сценарные условия социально-экономического развития РФ на 2006 год и перспективу»
Доля выручки от реализации нефти в общем объеме выручки, %	96%	Стабильность данного показателя, подтверждаемая ретроспективным анализом бухгалтерской отчетности
Всего затраты на реализованную продукцию	85 % выручки от реализации продукции	- стабильность данного показателя, подтверждаемая ретроспективным анализом бухгалтерской отчетности;
Прочие расходы	2 % от общих затрат на реализованную продукцию	- сложившаяся практика прогнозирования затрат в прогнозном периоде в оценочной деятельности
Размер капитальных вложений	Амортизационные отчисления	Отсутствие данных о планируемых капитальных вложениях

Таблица 3

## Исходные данные составляющих геологического риска

Категории запасов		Значение риска
По российской классификации	По классификации SPE	
	Доказанные	
A	разработанные*, в процессе добычи	0,7
B	разработанные, не эксплуатируемые	1,5
C1	не разработанные	2,5
C2-C3	Вероятные	4-6
D1 и D2	Возможные	6-10

На балансе Республики Башкортостан по состоянию на 1 января 2006 г. находится 177 месторождений, из них 143 нефтяных, 14 газонефтяных, 7 нефтегазовых и 13 газовых.

Структура запасов нефти и газа следующая.

Таблица 4

## Структура запасов нефти и газа, %

Категории	Нефть	Газ
A+B+C1	39,1	18,7
C2+C3	19,7	8,4
D1 + D2	41,2	72,9
ИТОГО	100,0	100,0

С учетом пересчета геологического риска по методу средневзвешенной нефтяная составляющая -3,8%, газовая составляющая -1,9%. Совокупный геологический риск составляет – 5,7%.

Обоснованная совокупная ставка дисконта приведена в таблице 5.

Таблица 5

## Обоснованная ставка дисконта для ОАО АНК «Башнефть»

Наименование элемента	Значение %
Минимально требуемая доходность (безрисковая составляющая)	6
Страновой риск	2
Геологический риск	5,7
Недостаточная диверсификация рынков сбыта	2,5
Экономический потенциал	-7,2
Ставка дисконта	9

Таким образом обоснованная ставка дисконта 9 %.

Экспертный метод определения премии за риск представлен в таблице 6.

Оценка внутренней фундаментальной стоимости, нам представляется, зависит от точности формулирования цели оценки стоимости нефтегазодобывающей компании. В исследовании предложено рассмотреть несколько сценариев развития основных факторов внешней и внутренней среды, что позволит согласовать окончательные результаты расчетов.

Таблица 6

Экспертная оценка величины премии за риск,  
связанный с инвестированием в АНК “Башнефть”

Вид риска	Значение для АНК “Башнефть”
Минимально требуемая доходность (безрисковая составляющая)	6
Страховой риск	2
Руководящий состав: качество управления	2
Размер компании	0
Финансовая структура: источники финансирования компании	1
Товарная/территориальная диверсификация	1
Диверсифицированность клиентуры	0
Уровень и прогнозируемость прибылей	2
Прочие риски	1
Итого:	15

Применение доходного подхода должно предусматривать следующие сценарии развития:

1. Консервативный – сценарий существующего построения нефтяного бизнеса с учетом современного состояния цен на нефть, налогового законодательства и затрат на добычу в прогнозный период

2. Пессимистичный – сценарий, учитывающий снижение темпов добычи компании, увеличение налоговой нагрузки и ежегодное падение цен на нефть на 10%

3. Оптимистичный – сценарий, учитывающий удержание темпов добычи на существующем уровне, рост цен на нефть на 20% ежегодно и снижение налоговой нагрузки

В соответствие с выделенными сценариями развития нефтегазодобывающей компании, была рассчитана внутренняя фундаментальная стоимость была как средневзвешенная с учетом вероятности возникновения сценариев и при различных методах расчета ставки дисконта.

Таблица 7

## Расчет средневзвешенной стоимости ОАО АНК «Башнефть»

Методы / Сценарии	Консервативный		Пессимистический		Оптимистический		Средне- взвешенная стоимость, млрд.руб
	Млрд. руб	Вес, доли	Млрд. руб	Вес, доли	Млрд. руб	Вес, доли	
Метод дисконтированных денежных потоков (ставка 15%)	62,76	0,5	24,05	0,25	134,80	0,25	71,09
Метод дисконтированных денежных потоков (ставка 9%)	92,38	0,5	29,06	0,25	213,71	0,25	106,88

Итоговая стоимость компании должна учитывать все подходы оценки бизнеса с учетом удельных весов каждого подхода в зависимости от целей оценки, которые определяются руководством компании и оценщиками и будут носить рекомендательный и субъективный характер (таблица 8).

Таблица 8

## Расчет итоговой стоимости ОАО АНК «Башнефть»

Метод расчета итоговой стоимости компании	Весовой коэффициент	Стоимость, руб.
Метод чистых активов	0,2	61 596 438 000
Метод дисконтированных денежных потоков (15%)	0,2	71 090 000 000
Метод дисконтированных денежных потоков (9%)	0,4	106 880 000 000
Метод расчета рыночной капитализации	0,2	58 803 489 138
<b>Итоговая оценка</b>		<b>81 049 985 428</b>

Таким образом, в проведенном исследовании доказано, что стоимость нефтегазовых компаний является недооцененной. При учете обоснованной ставки дисконта стоимость компании по сравнению со стоимостью, оцененной по методу чистых активов в 1,73 раза больше и в 1,81 раз больше чем по методу рыночной капитализации.

### Литература

1. Санников А.А. Особенности оценки стоимости предприятия в нефтегазодобыче. Материалы международной научно-практической конференции «Экономические проблемы и пути развития Республики Башкортостан» – Уфа: Гилем, 2005.
2. Данников В.В. Холдинги в нефтегазовом бизнесе: стратегия и управление. М.: ЭЛВОЙС-М, 2004 – 464с.
3. Буш Джеймс, Джонстон Даниел Управление финансами в международной нефтяной компании - М.: ЗАО Олимп-Бизнес, 2004. – 432с.
4. Микерин Г. И., Недужный М. И., Павлов Н. В., Яшина Н. Н. Международные стандарты оценки.- Кн. 1 и 2 М.: Типография новости 2000, - 264 с.