УДК 657.372.5

И.В.БУРЕНИНА, *д-р экон. наук, доцент, iushkova@yandex.ru*
А.К.БАРИЕВА, *аспирант, aliya.gataulina@mail.ru*
С.В.ЭРМИШ, *аспирант, ipp94@yandex.ru*
Уфимский государственный нефтяной технический университет

I.V.BURENINA, *Dr. in ec., associate professor, iushkova@yandex.ru*
A.K.BARIEVA, *post-graduate student, aliya.gataulina@mail.ru*
S.V.ERMISH, *post-graduate student, ipp94@yandex.ru*
Ufa State Petroleum Technical University

МОДЕЛЬ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ВЕРТИКАЛЬНО-ИНТЕГРИРОВАННЫХ НЕФТЯНЫХ КОМПАНИЙ

Предложен методический подход к формированию рыночной стоимости вертикально-интегрированных нефтяных компаний. Данный подход к определению рыночной стоимости учитывает факторы, влияющие на каждую стратегическую бизнес-единицу компании.

Ключевые слова: рыночная стоимость компании, бизнес-единица, вертикально-интегрированные нефтяные компании, модели оценки стоимости.

MODEL OF FORMATION MARKET VALUE VERTICALLY INTEGRATED OIL COMPANY

This paper proposes a methodological approach to the formation of the market value of a vertically integrated oil companies. This approach to the determination of the market value takes into account the factors affecting each strategic business unit of the company.

Key words: the market value of the company, business unit, vertically integrated oil company pricing models.

Глобальное расширение рынков и рост конкуренции подталкивают компании к анализу факторов, от которых зависит эффективность их деятельности. Из теории маркетинга известно, что на конкурентоспособность любой фирмы влияет совокупность большого количества финансовых и нефинансовых факторов. Для оценки эффективности влияния этих факторов на конечные результаты деятельности компании все чаще используют рост ее рыночной стоимости.

В рамках концепции управления стоимостью среди важнейших критериев успешности управленческой деятельности на разных ее уровнях рассматривают максимизацию рыночной стоимости предприятия или его отдельных подразделений [1, 3,7].

Целью исследования, результаты которого изложены в статье, является разработка теоретической модели формирования рыночной стоимости для современной вертикально-интегрированной нефтяной компании (ВИНК). Рассмотрены терминология ВИНК, выделены их стратегические бизнес-единицы, а также факторы, непосредственно влияющие на стоимость стратегических бизнес-единиц.

На нынешнем этапе формирования рыночных отношений логическим завершением реструктуризации крупных промышленных предприятий России, в том числе и нефтяной отрасли, по производственному принципу стало создание так называемых вертикально-интегрированных нефтяных компаний – промышленных корпораций, деятельность которых объединяет на финансово-экономической основе полный цикл технологически взаимосвязанных производств: поиск, разведка и добыча нефти, транспортировка, переработка природного сырья, создание товарного продукта и реализация его потребителю. Современные ВИНК – это широко диверсифицированные предприятия, осуществляющие интеграцию в различных отраслях и имеющие большую территориальную разбросанность. В связи с этим возникает необходимость управления различными бизнес-процессами через создание стратегических бизнес-единиц [8].

Стратегическая бизнес-единица (СБЕ) – это часть организации, для товаров или услуг которой существует определенный внешний рынок, отличный от рынков других СБЕ. Анализируя весь комплекс операций, осуществляемых современными ВИНК, можно выделить следующие СБЕ: разведка и добыча; переработка; маркетинг и логистика.

Результаты работы предприятий любых отраслей, в том числе и нефтегазодобывающей отрасли, их подразделений зависят от множества факторов.

В современной литературе предложено несколько классификаций факторов, влияющих на рыночную стоимость компании [1, 4].

Анализируя всю их совокупность, попытаемся выделить факторы, непосредственно влияющие на рыночную стоимость СБЕ современных ВИНК (табл.1).

Как мы видим, все бизнес-единицы ВИНК объединены влиянием внешних макроэкономических факторов на рыночную стоимость. Макроэкономические факторы не зависят от деятельности компаний, и изменить их каким-либо образом не представляется возможным. Кроме того, все бизнес-единицы объединены рядом общих внешних факторов; географическим расположением, порядком налогообложения, наличием внутренних рисков, которые непосредственно связаны с макроэкономическими факторами.

Внутренние факторы характеризуют специфический характер выделенных бизнес-единиц в ВИНК. Некоторая общность внутренних факторов связана с наличием специфического оборудования для каждой бизнес-единицы, лицензий на ведение соответствующей деятельности, квалифицированного персонала, зависимостью от изменения тарифных ставок на транспортные услуги, а также со специфическими внутренними рисками.

Таким образом, управление стоимостью предприятия – это интегрирующий процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации общих усилий на ключевых факторах стоимости [5].

При оценке любого предприятия профессиональному оценщику приходится сталкиваться с проблемой выбора наиболее «подходящего» метода оценки. Как показывает практика, оценку предприятия, а особенно ВИНК, лучше всего проводить, опираясь на три известных подхода.

Однако согласование результатов, полученных с помощью различных подходов к оценке стоимости компании, – очень сложная задача, так как результаты имеют разную природу. Поэтому каждому подходу целесообразно придать весовой коэффициент, показывающий долю стоимости, определенной в результате использования каждого из применяемых подходов оценки, которая присутствует в итоговой величине рыночной стоимости

Таблица 1

Факторы, влияющие на рыночную стоимость СБЕ современных ВИНК

Факторы	Статистические бизнес-единицы		
	Переработка	Разведка и добыча	Маркетинг и логистика
	Форма существования бизнес-единицы на практике		
	Нефтеперерабатывающий завод (НПЗ)	Нефтегазодобывающее управление (НГДУ)	Автозаправочные станции (АЗС)
	Внешние факторы		
Макроэкономические	Изменение мировых цен на нефть и газ. Баланс спроса и предложения нефти в мире. Изменение курсов доллара и рубля. Уровень темпов инфляции. Ставка рефинансирования ЦБ РФ, процентные ставки в стране и за рубежом		
Общие	Налогообложение: налог на прибыль, НДС, акцизы, прочие корпоративные налоги, таможенные пошлины при ввозе (вывозе) товаров на территорию РФ Изменение тарифов на трубопроводный и железнодорожный транспорт География расположения и ситуация в регионе Конкурентная среда Внешние риски	Налогообложение: лицензионный режим или СРП Изменение тарифов на трубопроводный и железнодорожный транспорт География расположения и ситуация в регионе Конкурентная среда Внешние риски	Налогообложение: налог на прибыль, НДС, акцизы, прочие налоги и сборы, таможенные пошлины География расположения и ситуация в регионе Конкурентная среда Внешние риски
	Внутренние факторы		
Специфические	Объем переработки Показатель глубины переработки и его комплексность Тип НПЗ (ассортимент и качество продукции) Максимальный и установленный уровень загрузки производственных мощностей Емкостной парк	Ресурсная база, истощаемость и исчерпаемость месторождений Наличие лицензии на разработку и освоение месторождения Геологическая информация Фонд скважин Удельные затраты: на разработку и освоение месторождения, на добычу Многоэтапность процесса добычи Количество выигранных тендеров	Тип заправочной станции Ассортимент продуктов и их качество Количество топливно-раздаточных колонок Объем резервуарного парка и количество емкостей Дополнительное оборудование
Общие	Установки и оборудование, необходимое для переработки, их техническое состояние, моральный и физический износ Удаленность НПЗ от места добычи полезного ископаемого (близость к «трубе») Инвестиционная привлекательность Внутренние риски (производственно-технологические, экологические) Легальность бизнеса (для мини-НПЗ)	Основные средства для осуществления добычи (скважины и объекты обустройства месторождений, специализированные производства, машины и технологическое оборудование, необходимое для извлечения полезного ископаемого) Квалифицированный персонал Расположение месторождения Внутренние риски (производственно-технологические, экологические, геологические, природные)	Географические условия (регион, близость к населенному пункту, близость к федеральной трассе, объем проходящего трафика, удобство подъезда, расположение относительно транспортного потока Цена на горюче-смазочные материалы, их «прокачка» Сопутствующий сервис (паркинг, магазин, мойка, кафе, станция техобслуживания и шиномонтажа, гостиница и т.д.) Внутренние риски (производственно-технологические)

оцениваемого объекта [8]. Соответственно модель формирования рыночной стоимости любой компании имеет вид

$$X = A_{\text{з.п}} \cdot 0{,}3 + B_{\text{с.п}} \cdot 0{,}2 + C_{\text{д.п}} \cdot 0{,}5 ,$$

где X – полная стоимость компании; $A_{\text{з.п}}$, $B_{\text{с.п}}$, $C_{\text{д.п}}$ – стоимость компании, оцененная методами затратного, сравнительного и доходного подходов соответственно.

Для оценки предприятия проблемы данный расчет не представляет. Однако, как правило, все бизнес-единицы современных ВИНК представлены самостоятельными предприятиями, входящими в их состав.

Оценить стоимость различных СБЕ методами затратного подхода не представляется возможным, так как каждая бизнес-единица обособлена, а методы затратного подхода основаны на бухгалтерской отчетности.

Оценка стоимости различных бизнес-единиц методами сравнительного подхода также затруднительна. Каждая бизнес-единица по своей природе уникальна, и подобрать аналогичную бизнес-единицу не всегда возможно. Если попытаться оценить стоимость бизнес-единицы методами сравнительного подхода, оценка будет неточной, недостоверной и будет носить субъективный характер в силу того, что в большей части основана на мнении экспертов.

Наиболее применимы для оценки стоимости различных бизнес-единиц методы доходного подхода, так как гораздо проще и реальнее оценить прогнозируемые денежные потоки. Стоимость компании будет равна сумме чистых денежных потоков, генерируемых совокупностью бизнес-единиц, дисконтированных по ставке, учитывающей риски оцениваемых объектов.

Таким образом, стоимость компании, оцененная методами доходного подхода,

$$C_{\text{д.п}} = \text{БЕ}_1 + \text{БЕ}_2 + \ldots + \text{БЕ}_n + S ,$$

где БЕ_1, БЕ_2, БЕ_n – стоимость различных бизнес-единиц ВИНК, оцененных методами доходного подхода; n – количество бизнес-единиц; S – надбавка за синергию.

Наибольшую сложность представляет оценка дисконтной ставки для различных бизнес-единиц компании, что часто является одним из существенных препятствий на пути внедрения стоимостного подхода к управлению бизнесом или отдельными его элементами.

Общеизвестно, что риск и доходность находятся в прямой зависимости: чем выше доходность, тем выше риск, и наоборот. Таким образом, влияние внешних и внутренних факторов правомерно измерять через риски, которые возникают при функционировании ВИНК и учитываются при оценке стоимости компании [5, 6].

Каждый из существующих методов расчета ставки дисконта имеет свои преимущества и недостатки. Однако все методы расчета ставки дисконта рассматривают предприятие в целом, не учитывая, что предприятие может быть многопрофильным, т.е. иметь широко диверсифицированный бизнес, что характерно для современных ВИНК.

Структура стоимостной модели бизнес-единицы практически аналогична структуре стоимостной модели компании в целом. Отличие состоит в том, что стоимостная модель бизнес-единицы содержит доходы (расходы), инвестиции, а также риски, относящиеся к отдельной бизнес-единице, а не к компании в целом, и соответственно оценивает стоимость отдельной бизнес-единицы, а не компании в целом [5]. Поскольку, как правило, бизнес-единицы в компании обладают определенной синергетикой, стоимость всей компании равна суммарной стоимости отдельных бизнес-единиц плюс стоимость, созданная благодаря синергетике.

Модель формирования рыночной стоимости и модель оценки дисконтной ставки для бизнес-единицы аналогична моделям для компании в целом, с тем только отличием, что в соответствующих позициях стоят факторы, относящиеся к отдельной бизнес-единице, а не к компании в целом.

Очевидно, что в силу эффекта диверсификации дисконтная ставка для бизнес-единицы должно быть больше, чем дисконтная ставка для компании в целом. Это объясняется тем, что вложения в отдельную бизнес-единицу более рискованы, чем вложения в компанию, представляющую собой «корзину» бизнес-единиц. Для проверки корректности определения дисконтной ставки для бизнес-

единицы необходимо постоянно помнить о том, что сумма стоимостей бизнес-единиц и надбавки за синергетику должна равняться стоимости компании в целом.

Как было указано ранее, факторы стоимости каждой выделенной бизнес-единицы современной ВИНК специфичны, а потому и доходность, и доля риска будет разной. Соответственно встает вопрос о целесообразности расчета индивидуальной ставки дисконта для каждой выделенной СБЕ [2].

В соответствии с общеизвестными в практике оценки методами расчета ставки дисконта попытаемся дать рекомендации для расчета индивидуальной ставки с учетом весовых коэффициентов (табл.2).

Модель оценки стоимости бизнес-единиц современной ВИНК, рассчитанной методом доходного подхода, можно представить следующим образом [8]:

1) для метода капитализации

$$PV_{ост} = БЕ_д + БЕ_п + БЕ_{м.л} \pm S;$$

$$БЕ_д = А_{ср.д} / I_д;$$

$$БЕ_п = А_{ср.п} / I_п;$$

$$БЕ_{м.л} = А_{ср.м.л} / I_{м.л},$$

где $PV_{ост}$ – полная стоимость всей ВИНК, оцененная методом капитализации; $БЕ_д$, $БЕ_п$, $БЕ_{м.л}$ – стоимость бизнес-единиц добычи, переработки и маркетинга и логистики соответственно; $А_{ср\ i}$ – средние ожидаемые доходы от бизнес-единиц добычи, переработки, маркетинга и логистики соответственно; I_i – ставка дисконта, рассчитанная с учетом специфических факторов, особенностей и рисков бизнес-единиц добычи, переработки, маркетинга и логистики соответственно; S – надбавка за синергию;

Таблица 2

Обоснование выбора метода расчета ставки дисконта для каждой бизнес-единицы современной ВИНК

Бизнес-единицы	Методы расчета ставки дисконта		
	CAPM	WACC	CumM
Добыча	Конечным продуктом бизнес-единицы является сырая нефть, цена которой подвержена сильным колебаниям, которые зависят от внешних рыночных (макроэкономических) факторов. Весовой коэффициент 0,3	Уровень ресурсной базы и риски, связанные с ней, являются определяющим фактором выбора данного метода. Весовой коэффициент 0,2	Хотя, метод основан на мнении экспертов, т.е. более или менее субъективен, он наиболее точно позволяет определить стоимость данной бизнес-единицы, так как наибольшую ценность для данной бизнес-единицы представляет ресурсная база, а метод кумулятивного построения ставки дисконта учитывает в общей совокупности рисков геологический риск. Весовой коэффициент 0,5
Переработка	Так как данная бизнес-единица подвержена сильному влиянию внешних факторов, то весовой коэффициент 0,5	Расчеты основаны на рыночной информации, полученной непосредственно от владельцев компании, что дает более точный результат. Весовой коэффициент 0,3	Субъективность при расчете ставки дисконта для данной бизнес-единицы и искаженность результатов оценки снижает ценность метода. Весовой коэффициент 0,2
Маркетинг и логистика	Конечный продукт бизнес-единицы – готовый к продаже нефтепродукт, и метод капитальных активов, который учитывает все внешние факторы, которым подвержена данная бизнес-единица, наиболее точен. Весовой коэффициент 0,5	Данная бизнес-единица существенно зависит от факторов внешних, которые наиболее точно учитываются методом средневзвешенной стоимости капитала. Весовой коэффициент 0,3	Мнение экспертов, которое предполагает метод, при оценке стоимости данной бизнес-единицы может внести некоторую субъективность, так как некоторые риски (например, геологический), оцениваемые в данном методе не будут участвовать при оценке стоимости данной бизнес-единицы. Весовой коэффициент 0,2

2) для метода дисконтированных денежных потоков

$$ДДП_{общ} = ДДП_{д} + ДДП_{п} + ДДП_{м.л} \pm S;$$

$$ДДП_{д} = ДП_{д}/(1+i_{д})^{t};$$

$$ДДП_{п} = ДП_{п}/(1+i_{п})^{t};$$

$$ДДП_{м.л} = ДП_{м.л}/(1+i_{м.л})^{t},$$

где $ДДП_{общ}$ – общая величина дисконтированных денежных потоков ВИНК за t периодов (стоимость всего ВИНК, оцененная методом дисконтированных денежных потоков); $ДДП_{д}$, $ДДП_{п}$, $ДДП_{м.л}$ – величина дисконтированных денежных потоков от бизнес-единиц добычи, переработки, маркетинга и логистики соответственно за период t; $ДП_{д}$, $ДП_{п}$, $ДП_{м.л}$ – денежный поток бизнес-единиц добычи, переработки, маркетинга и логистики соответственно в период t; $i_{д}$, $i_{п}$, $i_{м.л}$ – ставка дисконта, рассчитанная с учетом специфических факторов, особенностей и рисков бизнес-единиц добычи, переработки, маркетинга и логистики соответственно; t – анализируемый период; S – надбавка за синергию.

В конечном счете стоимостная модель или модель формирования рыночной стоимости для современной вертикально-интегрированной нефтяной компании с учетом весовых коэффициентов примет вид

$$X = А_{з.п}\,0{,}3 + В_{с.п}\,0{,}2 + (БЕ_{1} + БЕ_{2} + БЕ_{3} + \ldots + БЕ_{n})\,0{,}5,$$

где X – полная стоимость компании; $А_{з.п}$ и $В_{с.п}$ – стоимость компании, оцененная методами затратного и сравнительного подходов; $(БЕ_1 + БЕ_2 + БЕ_3 + \ldots + БЕ_n)$ – сумма стоимостей различных бизнес-единиц компании, оцененных методами доходного подхода.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие. М., 2007. 720 с.

2. *Демшин В.В.* Практические аспекты расчета ставки дисконта (метод кумулятивного построения) в процессе оценки бизнеса // Вопросы оценки. 1999. № 2. С.34-37.

3. *Егерев И.А.* Стоимость бизнеса: искусство управления: Учеб. пособие. М., 2008. 480 с.

4. *Есипов В.Е.* Оценка бизнеса: Учебник / В.Е.Есипов, Г.А.Маховикова, В.В.Терехова. СПб., 2006. 415 с.

5. *Коупленд Т.* Стоимость компаний: оценка и управление / Т.Коупленд, Т.Коллер, Дж.Муррин. М., 2009. 576 с.

6. *Синогейкина Е.Г.* Анализ современных методов оценки рыночной стоимости бизнеса и особенностей их практической реализации в России: Науч.-метод. пособие. М., 2008. 96 с.

7. Управление стоимостью промышленных предприятий: теория, методика, практика / Под ред. Е.Г.Патрушевой. Ярославль, 2007. 294 с.

8. *Халикова М.А.* Оценка стоимости нефтегазового бизнеса: Учеб.пособие / М.А.Халикова, И.В.Буренина. Уфа, 2010. 189 с.

REFERENCES

1. *Valdautsev S.V.* Business valuation and cost management company: Textbook. Moscow, 2007. 720 p.

2. *Demshin V.* Practical aspects of the calculation of the discount rate (the method of cumulative construction) in the assessment of business // Problems of assessment. 1999. N 2. P.34-37.

3. *Egerev I.A.* Business value: managing: Textbook. Moscow, 2008. 480 p.

4. *Esipov V.E.* Business Valuation: Textbook / V.E.Esipov, G.A.Makhovikova, V.V.Terekhova. Saint Petersburg, 2006. 415 p.

5. *Copeland T.* Company Value: Evaluation and Management / T.Copeland, T.Koller, J.Murrin. Moscow, 2009. 576 p.

6. *Sinogeykina E.G.* Analysis of modern methods of estimation of the market value of the business and the characteristics of their practical implementation in Russia: Research tools. Moscow, 2008. 96 p.

7. Cost management industry: theory, methodology, practice / Ed. E.G.Patrusheva. Yaroslavl, 2007. 294 p.

8. *Khalikova M.A.* Estimating the cost of oil and gas business: Textbooks / M.A.Khalikova, I.V.Burenina. Ufa, 2010. 189 p.