

Управление реорганизационными процессами в компаниях нефтяного сектора

© 2007 М.А. Котков

помощник генерального директора ЗАО “Коми Алюминий”

Описаны новые методы контроля и управления реорганизационными процессами в публичных компаниях нефтяного сектора на основе рыночной информации, которые на практике могут быть востребованы широким кругом заинтересованных лиц, а именно: менеджментом компаний, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, государством.

Актуальность проблемы

Сегодня значение топливно-энергетического комплекса для страны сложно переоценить. При стабильно высоких ценах на нефть и газ уверенно растут стабилизационный фонд и золотовалютные резервы. В этой связи изучение процессов, происходящих внутри компаний ТЭК, приобретает особое значение. Речь идет о реорганизационных процессах, способных либо привести к росту добычи (выручки) и тем самым обусловить рост экономики, либо парализовать работу компании и поставить в тупик “локомотив” реального сектора, которым является ТЭК.

Существует ряд методов исследования реорганизационных процессов. Однако фондовый рынок и его обширная статистическая база в современных условиях способны стать универсальным инструментом изучения компаний ТЭК. При этом необходимо отметить, что российский рынок слаб, узок и неэффективен. Его движение не отражает фундаментальных оценок компаний, а обусловлено ценовой конъюнктурой на сырьевых рынках. Также сильны и нерыночные факторы - страновые, политические и т.д.

Заявленная тематика наиболее точно раскрывает современные проблемы компаний всего (международного и российского) ТЭК в области реорганизации и формирования акционерного капитала. ТНК - ВР, ЛУКойл - Сопосо Phillips, Газпром - Роснефть - Сибнефть являются примерами реорганизаций нефтегазовых компаний за последние несколько лет и показывают, что уже в России компании вышли на должный уровень организации производства и далее повышение акционерной стоимости невозможно без реорганизации бизнеса. Однако российская практика реорганизации компаний ТЭК обусловлена не только этими факторами.

Таким образом, актуальность исследования обусловлена необходимостью:

- исследования реорганизационных процессов в топливно-энергетическом комплексе для обеспечения энергетической безопасности;
- анализа процессов укрупнения и транснационализации компаний нефтяного сектора,

который является локомотивом российской экономики;

- нахождения рычагов управления акционерной стоимостью для защиты интересов акционеров. В условиях усиления концентрации добычи углеводородного сырья в руках государства данное исследование приобретает особую актуальность;

- изучения эффективных фондовых рынков для прогнозирования направлений развития российского фондового рынка;

- наблюдения за динамикой рынка энергетических компаний и факторов, ее определяющих, для оценки и прогнозирования ожиданий инвесторов от реорганизационных процессов. Период дружественных слияний и поглощений в России почти завершен, последующие реорганизации будут сопровождаться активной работой на организованном рынке.

Описание эксперимента

В условиях большой неопределенности, выраженной в отсутствии достаточно длительной истории публичных торгов акциями российских эмитентов топливно-энергетического комплекса, остро встает вопрос о необходимости анализа динамики котировок акций аналогичных компаний, торгуемых на высокоорганизованных рынках, например США (NYSE, Amex). Североамериканский рынок уже много раз попадал под детальное изучение, однако в данном случае объектом исследования стали нефтегазовые компании, реорганизовавшие свою деятельность посредством сделок слияния или поглощения (M&A-сделки), что в российской практике впервые. В целях нашего исследования необходимо отметить, что под реорганизацией далее следует понимать такие ее российские формы, как присоединение и слияние.

По данным американской Скотиа Групп (www.scotia-group.com), занимающейся статистикой и наблюдением нефтяного и энергетического секторов экономики, за период с 1 января 2001 г. по 31 марта 2004 г. на американском фондовом рынке было осуществлено 438 M&A-сде-

лок. Надо отметить, что в большинстве случаев поглощаемой или приобретаемой компанией становились мелкие непубличные компании. Уточняя терминологию, отметим понятие “приобретение”, которое заключается в способности приобретающей компании влиять на принятие решений. Лишь объем всего 39 М&А-сделок превысил порог в 100 млн. долл. США, и именно данная совокупность сделок, а точнее, компаний, участвовавших в них, попала в целевую группу для исследования. Прежде поясним, почему выборка была сделана таким образом. Для этого обратимся к теории эффективных рынков, которая предполагает, что вся информация, доступная инвестору на фондовом рынке для принятия инвестиционного решения, уже заложена в цене акции, а фундаментальный анализ, построенный на исследовании основных технико-экономических и финансовых показателей компании, уже проведен. Данный принцип заложен в основу проведения технического анализа. Исходя из этого, автором было сделано допущение о том, что на указанные показатели качественно будут влиять приобретения активов, эмпирическая оценка которых составляет не менее 100 млн. долл. США и может повлиять на изменение структуры финансовой отчетности. Напомним, что ТЭК является очень капиталоемкой отраслью, а валюта баланса многих компаний, занятых в данной сфере, составляет миллиарды долларов США. Для добывающих нефтяных компаний столь масштабные инвестиции могут осуществляться в расширение ресурсной базы, что повышает доказанные запасы, для сервисных - открытие нового направления бизнеса.

В итоге проделанной работы появилась выборка из 39 крупнейших компаний, реализовавших столь крупные М&А-сделки в указанные аналитиками Скотиа Групп даты. Специалисты отделов, занимающихся реорганизацией, на практике сталкиваются со сложностями в определении даты “закрытия” сделки, так как после получения фактического контроля над активом необходимо произвести ряд юридически значимых действий, окончательно закрепляющих завершение реорганизации. Однако будем отталкиваться от указанных дат.

Исследованию подверглись динамические ряды, составленные из котировок акций реорганизованных компаний, рассчитанных ежемесячно на закрытие торгов. При этом, естественно, ряды брались не за один календарный период, а за 18-24-36 месяцев до даты реорганизации, в чем и заключается принципиальная новизна. Задачи исследования были предельно просты, в

чем и заключалась сложность. Во-первых, необходимо найти рыночные критерии, которые позволяют с высокой долей вероятности говорить о скорой реорганизации компании, что, как правило, сопровождается получением инвестором дополнительной прибыли, образующейся в результате конвертации акции компании либо формирования действительно справедливой выкупной цены. Во-вторых, определив заявленные зависимости, дать практические рекомендации инвесторам и менеджерам нефтяных компаний.

Надо отметить, что исследованию подверглась не только динамика котировок, но и фундаментальные показатели деятельности компании, такие как P/E, P/S, ROE, ROA, с целью исключить случаи реорганизации бизнеса, вызванные нерыночными факторами.

Практические выводы

Выстроив теории эффективных рынков, циклического развития компаний, изучения числовых массивов в стройную систему и применив математические методы к исследованию динамических рядов котировок реорганизованных нефтяных компаний, мы сделали ряд важных заключений, главным из которых является тезис об отсутствии тренда. Явная тенденция движения рыночных курсов описываемых компаний за 24 месяца до даты реорганизации, закрытия сделки отсутствует. Это можно проверить, построив автокорреляционные модели и подвергнув изучению стандартные ошибки выборки. Их оценка описывает так называемый “белый шум”, который характеризует отсутствие тенденции. Практически это объясняется тем, что курсы достигли справедливой оценки, выставленной рынком. Угловые коэффициенты линейных трендов не превышает 16 градусов. Более того, соотношение количества восходящих и нисходящих трендов близко к 1:1. При сравнении распределения гистограмм периодов, полученных спектральным анализом Фурье, с экспоненциальным распределением, подвергнув его D-проверке Колмогорова-Смирнова и получив среднее значение более 0,54, можно сделать утверждение о том, что движение курсов изучаемых бумаг за 2 года реорганизации хаотично. Все это численно описывает неопределенность позиции инвесторов к бумагам описываемых компаний. Если сформировать модельный портфель из одной акции каждой компании за 24 месяца до официального закрытия сделки по реорганизации, то его доходность составит 5,59% годовых, что сравнимо с доходностью казначейских векселей, ниже уровня российской инфляции почти в 2 раза,

ниже уровня стоимости заемного финансирования для средних российских компаний, при том что стоимость акционерного капитала находится на уровне 15% в бизнес-планах большинства нефтяных компаний.

Утвердительно ответив на поставленный вопрос о том, что фондовый рынок позволяет выявить потенциально реорганизуемые компании нефтяного сектора, мы доказали, что рыночная котировка есть результат оценки нефтяных компаний инвестиционными аналитиками, которые формулируют рекомендации как для своих портфельных менеджеров, так и для клиентов-инвесторов.

Однако далее встает следующий практический вопрос. Если действительно стоимость компании опосредованно зависит от параметров моделей (запасы, добыча, выручка, затраты, налоги, пр.), то у менеджеров нефтяных компаний, ответственных за повышение стоимости для акционеров, и, как следствие, рыночной котировки появляется возможность реального управления капитализацией.

На основе проделанной работы сформулируем практические рекомендации для заинтересованных групп пользователей полученных выводов.

1. Профессиональные участники фондового рынка и инвесторы. Выявленные сигналы рынка позволяют получить дополнительный доход в виде справедливого коэффициента конвертации. Как правило, при присоединении поглощаемая компания адекватно оценивает приобретаемый актив, не желая иметь искив претензий со стороны миноритарных акционеров. При приобретении акции потенциально реорганизуемых нефтяных компаний инвесторы имеют возможность получить премию объявления о реорганизации, которая на российском рынке исторически колебалась от 7 до 22%. Однако данная премия спекулятивна и краткосрочна.

2. Менеджмент нефтяных компаний. Подробно остановимся на данной группе пользователей рыночной информации, так как у него появляются реальные рычаги управления стоимостью компании и, как следствие, реорганизационными процессами. Фактически реорганизация происходит в двух случаях, когда либо акционеры желают получать повышенный доход на капитал, либо компания становится объектом приобретения/поглощения. Здесь необходимо сделать акцент на ключевом аспекте исследования: управлению подвергаются входящие параметры моделей нефтяного бизнеса, создаваемых как внутри самих компаний, так и

инвестиционными аналитиками профессиональных инвесторов.

Все модели оценки нефтяных компаний опираются на ключевые производственные показатели: запасы, добыча, затраты, выручка, налоги и др. Именно данные характеристики должны лежать в основе менеджмента любой нефтяной компании.

Автор предлагает менеджерам и инвесторам применять одинаковую методику расчета входящих параметров оценки нефтяного бизнеса. В основе принципа "соотношения внутренних и внешних ожиданий" менеджера и инвестора лежит одинаковый подход к оценке возможностей (рисков) как каждого конкретного инвестиционного проекта компании, так и общей стратегии ее развития. Существует множество примеров расхождения данных оценок. Наиболее наглядными (в силу публичного анонсирования) являются несоответствия оценок при первичном размещении Роснефти, при банкротстве Юганскнефтегаза, при продаже Сибнефти.

Для устранения разности результатов оценки исследуемого того или иного нефтяного актива необходимо, чтобы все участники процесса (менеджмент, инвестиционные аналитики, профессиональные оценщики) применяли одинаковые входящие параметры в бизнес-моделях. Это достигается путем раскрытия дополнительной информации, организации встреч и презентаций для инвесторов, где обсуждаются вопросы унификации оценки нефтяных компаний в целом и производственных активов в частности (месторождение, трубопровод, нефтеперерабатывающий завод, сеть АЗС, база производственного обеспечения, установка подготовки нефти, нефтеналивной терминал, подпорно-насосная станция и т.д.).

Существует множество нюансов при оценке нефтяных активов, которые могут послужить предметом целого диссертационного исследования. Однако при внедрении идентичных механизмов оценки менеджмент нефтяных компаний получит действенные рычаги управления акционерной стоимостью через механизм эффективного фондового рынка. Как правило, модель позволяет получить идеальный вариант оценки, основанный на оптимальном производственном решении, когда структура выручки сбалансирована по продуктовому, региональному и временному принципу, а компания несет лишь оправданные производством затраты. Такие решения, полученные с помощью методов линейного программирования, ложатся в основу справедливой оценки компании. Их можно

найти в регулярных отчетах инвестиционных компаний. Производство не идеально.

Изучение реорганизационных процессов в нефтяных компаниях позволяет сделать следующие выводы и сформулировать практические рекомендации.

1. Произведенное исследование рынка ценных бумаг реорганизованных нефтяных компаний дает возможность инвестору прогнозировать наступление реорганизации и получать дополнительный доход в виде спекулятивных премий и объективных конвертационных коэффициентов.

2. Полученные выводы исследования, проведенного на информационной основе североамериканского эффективного фондового рынка, позволяют делать аналогичные прогнозы в отношении слаборазвитого российского рынка.

3. Объективная оценка нефтяной компании, выраженная в котировке, дает возможность менеджменту нефтяных компаний управлять акционерной стоимостью посредством влияния на входящие параметры моделей оценки бизнеса.

4. Прделанная работа свидетельствует о необходимости развития российского рынка ценных бумаг до той степени эффективности, которая позволит принимать значимые управленческие решения на основе информации фондового рынка, что может быть достигнуто за счет повышения уровня стандартов раскрытия информации и прозрачности. Данная мера лежит в сфере компетенции государственных регуляторов.

5. Рекомендации и предложения работы могут быть использованы широкой группой заинтересованных лиц. Так, профессиональные участники получают возможность увеличения доходности инвестиционного портфеля, эмитенты находят дополнительный инструмент управления акционерной стоимостью, государство в лице регулятора ФСФР и надзорных министерств по налогам и сборам (МНС) и антимонопольной политике (ФАС) может эффективнее проводить политику в области администрирования и планирования нефтяного сектора.

Поступила в редакцию 12.03.2007 г.