

На правах рукописи

**ШИМКО ОЛЕГ ВЛАДИМИРОВИЧ**

**СОВРЕМЕННЫЕ ОСОБЕННОСТИ КАПИТАЛИЗАЦИИ  
НЕФТЕГАЗОВЫХ ТРАНСНАЦИОНАЛЬНЫХ КОРПОРАЦИЙ США**

Специальность 08.00.14 – Мировая экономика

Автореферат диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Москва – 2017

Работа выполнена на кафедре международных проблем топливно-энергетического комплекса Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации»

Научный руководитель: **Жизнин Станислав Захарович**  
доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры международных проблем топливно-энергетического комплекса МГИМО МИД России

Научный консультант: **Лихачев Олег Борисович**  
кандидат экономических наук, доцент, профессор кафедры учета, статистики и аудита МГИМО МИД России

Официальные оппоненты: **Зименков Рудольф Иванович**  
доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник сектора экономических проблем федерализма отдела внешнеэкономических исследований Федерального государственного бюджетного учреждения науки «Институт Соединенных Штатов Америки и Канады Российской академии наук»

**Мастепанов Алексей Михайлович**

доктор экономических наук, старший научный сотрудник, главный научный сотрудник, заведующий аналитическим центром энергетической политики и безопасности Федерального государственного бюджетного учреждения науки «Институт проблем нефти и газа Российской академии наук»

Ведущая организация: **Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»**

Защита состоится «19» октября 2017 г. в «14:30» часов в ауд. 442 на заседании диссертационного совета Д 209.002.06 (экономические науки) на базе Московского государственного института международных отношений (университета) МИД России.

С диссертацией и авторефератом можно ознакомиться в научной библиотеке им. И.Г. Тюлина МГИМО МИД России по адресу: 119454, г. Москва, проспект Вернадского, 76 и на сайте: [www.mgimo.ru](http://www.mgimo.ru).

Автореферат диссертации размещён «22» июня 2017 г. на официальном сайте ВАК Министерства образования и науки РФ: <http://vak.ed.gov.ru>.

Автореферат разослан «22» июня 2017 г.

**Ученый секретарь  
диссертационного совета**

**к.э.н., доцент  
Е.А. Бренделева**

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** В условиях современной экономики рыночная капитализация отражает ожидания инвесторов, а потому является одним из основных показателей для сравнения нефтегазовых транснациональных корпораций (ТНК). Многие рейтинговые агентства используют капитализацию в качестве основной сопоставляемой величины, а руководство компаний напрямую заинтересовано в повышении рыночной оценки компании.

Наступивший в 2008 году финансовый кризис оказал значительное влияние на всю мировую экономику, не стала исключением и нефтегазовая отрасль. Резкое падение цен на нефть привело к серьезному снижению рыночной капитализации отрасли. В последовавший за кризисом период ТНК по-разному пытались восстановиться и вернуться к докризисному уровню капитализации. Согласно сведениям Financial Times ExxonMobil, занимающая ведущее положение в нефтегазовом секторе США, сумела вплотную приблизиться к докризисным показателям капитализации, а Chevron и Occidental Petroleum, две других крупных компании отрасли страны, и вовсе ощутимо превысили имевшиеся перед кризисом значения. Даже ConocoPhillips, от которой отделилась Phillips 66 вместе со всем сегментом переработки, сохранила позиции в первой сотне, а суммарная капитализация двух ТНК превышает докризисные показатели.

Данный анализ представляет непосредственный интерес для крупнейших вертикально-интегрированных нефтегазовых компаний (ВИНК) России. В марте 2008 года ПАО «Газпром» уверенно входило в число пяти, а ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «ЛУКОЙЛ» – ста крупнейших компаний в мире по данному показателю<sup>1</sup>. А несколькими годами ранее заместитель председателя правления российского газового гиганта делал прогноз о возможном росте капитализации к 2016 году до 1 трлн. долларов США<sup>2</sup>. Но наступивший мировой финансовый кризис оказал значительное влияние на отечественные компании, в результате их

---

<sup>1</sup> FT Global 500 2008 [Electronic resource] // FT – Mode of access: <http://im.ft-static.com/content/images/889d77f0-4142-11dd-9661-0000779fd2ac.pdf>

<sup>2</sup> Рейтинг крупнейших компаний России «Эксперт-400» по итогам 2005 года [Электронный ресурс] // <http://www.raexpert.ru/ratings/expert400/2006/part3/>

позиции в международных рейтингах существенно понизились. Подобное положение дел сохранилось, и по данным на 2015 год ПАО «Газпром» находился в конце второй сотни, ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «ЛУКОЙЛ» расположились в третьей<sup>3</sup>. По абсолютному значению рыночной оценки ведущие нефтегазовые корпорации России далеки от докризисного уровня, а по информации агентства Bloomberg ПАО «Газпром» является лидером по снижению капитализации среди крупных компаний.

Указанные факты свидетельствуют об актуальности исследования, которая заключается в необходимости выработки комплексного подхода к повышению капитализации ВИНК России с учетом опыта ведущих ТНК США.

**Степень разработанности проблемы.** Необходимо отметить, что проблематика развития нефтегазовой отрасли достаточно подробно изучена в отечественной и зарубежной литературе. Тематика, посвященная финансовому менеджменту и эффективности управления нефтегазовыми компаниями, изложена в книгах зарубежных ученых, в числе которых Д. Буш, Д. Джонстон, Э. Инкпен, М. Моффетт, Б. Симкинс. Из отечественных авторов отдельно необходимо упомянуть В.Ю. Алекперова, Н.В. Бозо, В.Ф. Дунаева, В.А. Крюкова, О.Б. Лихачева, В.И. Салыгина, В.Ю. Силкина, М.М. Соколова, В.Л. Уланова, А.В. Шевелеву, В.В. Шмата.

Несмотря на достаточно широкое освещение тематики в научной литературе, актуальные проблемы, связанные с определением основных факторов, воздействующих на капитализацию компаний данного сектора экономики, до сих пор подробно не изучены и требуют отдельного анализа, что свидетельствует о новизне и актуальности исследования.

**Цель и задачи исследования.** Цель исследования состоит в определении основных факторов, оказывающих влияние на рыночную капитализацию нефтегазодобывающих ТНК США, и разработке на их основе комплексного подхода к повышению рыночной капитализации крупнейших ВИНК России.

---

<sup>3</sup> FT Global 500 2015 [Electronic resource] // FT – Mode of access: <http://im.ft-static.com/content/images/b38c350e-169d-11e5-b07f-00144feabdc0.xls>

Для достижения цели исследования поставлены следующие **задачи**:

- проанализировать современные подходы к оценке эффективности деятельности нефтегазодобывающих компаний и определить роль в них рыночной капитализации;
- выявить специфику расчета рыночной капитализации компаний;
- рассмотреть динамику рыночной капитализации ведущих компаний нефтегазового сектора после мирового финансового кризиса;
- определить основные факторы, влияющие на капитализацию добывающих ТНК нефтегазового сектора США;
- провести сравнительный анализ особенностей рынка акций и нефтегазового сектора США и РФ, оказывающих влияние на капитализацию компаний отрасли;
- разработать рекомендации и возможные сценарии повышения капитализации ВИНК России.

**Область исследования** соответствует пункту 23 «Место и роль транснациональных корпораций в современной мировой экономике, их взаимодействие с национальными хозяйствами стран базирования и стран пребывания их зарубежных филиалов» и пункту 28 «Пути и формы интеграции России в систему мирохозяйственных связей. Особенности внешнеэкономической деятельности на уровне предприятий, отраслей и регионов» паспорта специальности ВАК 08.00.14 - Мировая экономика.

**Объектом исследования** выступают нефтегазодобывающие ТНК США.

**Предметом исследования** являются факторы, оказывающие влияние на рыночную капитализацию нефтегазодобывающих ТНК США.

**Хронологические рамки диссертационного исследования** охватывают период с 2006 по 2016 год и затрагивают как время, предшествовавшее кризису, так и непосредственно сам мировой финансовый кризис и последовавший за ним посткризисный период, что позволяет достаточно подробно раскрыть тему.

**Теоретическую и методологическую основу исследования** составили научные труды российских и зарубежных ученых и специалистов, посвященные проблемам топливно-энергетического комплекса и рыночной капитализации

компаний. При изучении проблем повышения оценки рынком российских ВИНК применялись методы статистического, системного и сравнительного анализа и обобщения.

**Информационную базу** составили несколько групп источников: ежегодные статистические бюллетени организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК); ежегодные рейтинги крупнейших компаний, публикуемые FT, Fortune и Forbes; годовые отчеты и официальные данные нефтегазовых компаний (ПАО «Газпром», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «ЛУКОЙЛ», ExxonMobil, Chevron, ConocoPhillips, Anadarko Petroleum, Occidental Petroleum и др.); стандарты раскрытия информации Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC), Канадских комиссий по регулированию рынка ценных бумаг (CSA) и Общества инженеров-нефтяников (SPE); нормативные документы Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД); информационные материалы Всемирного Банка; статистические данные Управления по энергетической информации Министерства энергетики США (EIA); инструкции Налогового управления США; аналитические справочники компаний Ernst & Young (EY) и Deloitte; прогнозы социально-экономического развития Министерства экономического развития (МЭР) РФ; аналитические материалы Института экономики РАН и Института экономики и организации промышленного производства СО РАН.

**Научная новизна** диссертации заключается в выявлении основных факторов, оказывающих влияние на капитализацию добывающих ТНК нефтегазового сектора США, и разработке на основе полученных результатов комплекса мер по повышению рыночной оценки крупнейших ВИНК России с составлением прогноза изменения показателя для различных сценариев развития страны, отрасли и самих компаний.

**Основные результаты, составляющие научную новизну и выносимые на защиту:**

1. Выделены основные этапы динамики рыночной оценки мирового нефтегазового сектора и определено, что среди множества различных факторов

именно стоимость нефти оказывает основное влияние на изменение капитализации нефтегазодобывающих компаний.

2. Определено, что изученный период характеризуется итоговым снижением доли нефтегазовой отрасли США в капитализации ведущих компаний страны. В ходе исследования установлено, что на фоне экономики США сокращение доли нефтегазового сектора в капитализации крупнейших публичных компаний мира является более значительным. На основе проведенного анализа доказано, что совокупная оценка рынка акций США оказывает положительное влияние на капитализацию нефтегазодобывающих ТНК страны.

3. На основе анализа деятельности ведущих нефтегазодобывающих ТНК США установлена связь реализуемой компаниями модели развития с рыночной капитализацией. Определено, что осуществление сделок по слиянию и поглощению, сопровождавшееся ростом чистого долга компании, не приводит к последующему увеличению рыночной капитализации нефтегазодобывающих ТНК США соразмерно росту активов. Изучение опыта ведущих нефтегазодобывающих ТНК США показывает, что выведение из структуры части активов в самостоятельную публичную компанию способно положительным образом отразиться на последующей суммарной капитализации. Доказано, что развитие переработки и нефтехимии в структуре нефтегазодобывающих ТНК США способствует повышению рыночной оценки.

4. Путем анализа действующей в США системы налогообложения нефтегазовой отрасли выявлено, что имеющиеся налоговые вычеты по налогу на прибыль направлены на стимулирование деятельности компаний по добыче жидких углеводородов и природного газа. Установлено, что существующая в США система взимания налога на прибыль способствует более низкой доле налоговой нагрузки в выручке ведущих нефтегазодобывающих ТНК внутри страны по отношению к деятельности за рубежом, а это в свою очередь оказывает положительное влияние на рыночную капитализацию.

5. Разработаны рекомендации по повышению рыночной капитализации ПАО «Газпром», ПАО «ЛУКОЙЛ» и ПАО «НК «Роснефть» с учетом опыта ТНК США.

В качестве приоритетной задачи определена необходимость роста удельных финансовых показателей в расчете на единицу добычи, что может быть достигнуто посредством развития нефтепереработки и нефтехимии. Выявлено, что это, наряду со снижением чистого долга до 10% от величины акционерного капитала при сохранении имеющейся доли чистой прибыли в выручке, будет способствовать повышению рыночной оценки указанных ВИНК.

6. Установлено, что основное воздействие на уровень капитализации ВИНК России оказывает низкая оценка рынка акций страны, а потому для достижения ПАО «Газпром», ПАО «ЛУКОЙЛ» и ПАО «НК «Роснефть» показателей интегрированных нефтегазодобывающих компаний Chevron и ExxonMobil применения опыта ТНК США недостаточно. Помимо этого, в России требуется реализация государством комплекса мер, направленного на способствование становлению рыночной конкурентной модели в рамках нефтегазовой отрасли и проведение преобразований в экономике, заключающихся в формировании характерной для развитых стран структуры промышленности и сферы услуг.

**Практическая значимость исследования** состоит в том, что материалы и выводы, которые содержатся в диссертации, могут быть применены российскими нефтегазодобывающими корпорациями при разработке и реализации программ по повышению эффективности развития и оценки рынком компаний, а также в качестве справочно-аналитических материалов.

Полученные результаты могут быть использованы в работе федеральных органов исполнительной власти, в частности, Министерства энергетики РФ и МЭР РФ, и при изучении данной проблематики в научно-исследовательских центрах, занимающихся исследованиями по обозначенному направлению. Представленные в диссертационной работе данные могут найти применение при преподавании дисциплин в ВУЗах России по курсам «Мировая экономика», «Организация деятельности и управление компаниями ТЭК», «Энергетическая дипломатия» в высших учебных заведениях, имеющих указанные курсы.

**Апробация результатов исследования.** По теме диссертации автором опубликовано 8 статей общим объемом 5,7 п. л., в том числе 6 статей в журналах,

входящих в перечень рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, суммарным объемом 4,2 п. л.

**Структура диссертации** включает в себя введение, три главы, заключение, список литературы и приложения. Основной текст изложен на 211 страницах, содержит 41 таблицу и 11 иллюстраций. Приложения включают 63 таблицы.

## **II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

Во **введении** обоснована актуальность, отражена степень разработанности темы, сформулированы цель, задачи, объект и предмет исследования, определены хронологические рамки, теоретическая и методологическая основа, информационная база, изложены научная новизна и практическая значимость.

В **первой главе** «Роль капитализации в оценке эффективности нефтегазовых ТНК» проводится анализ современных подходов к оценке эффективности деятельности компаний отрасли, которая представляет собой результат комплексного исследования различных показателей. К ним относятся операционные, финансовые и рыночные показатели, в том числе и удельные, уровень вертикальной интеграции, интернационализация деятельности, форма контроля и оценочная стоимость компании. Указанные группы дают возможность получить достаточно полное представление об эффективности деятельности весьма разнородных ТНК нефтегазодобывающего сектора не только при сопоставлении с другими компаниями, но и на фоне всей мировой отрасли.

К операционным показателям деятельности ТНК отрасли традиционно относятся добыча и запасы, которые оцениваются по величине и соотношению составляющих в структуре. На основе анализа бюллетеня ОПЕК и рейтингов FT Global 500, Fortune Global 500 и Forbes Global 2000 был сформирован список из 100 компаний, исследование которого позволило определить основные факторы, влияющие на их операционные показатели. Для сведений о добыче характерно то, что компании раскрывают данные в различных единицах измерения. Отдельные государственные компании из Ближнего Востока, Средней Азии и Северной Африки вовсе не публикуют подобную информацию, для их оценки можно

использовать только статистику по стране базирования, такую как бюллетень ОПЕК, что затрудняет оценку по уровню добычи. В случае с запасами, помимо прочего, важным фактором является отсутствие общей классификация по их определению, что еще сильнее осложняет ранжирование и сравнение компаний.

Зарубежная деятельность нефтегазовых ТНК характеризуется показателями интернационализации. Для оценки используются индекс транснационализации, индекс интернационализации и индекс широты филиальной сети, которые тесно связаны с используемыми ЮНКТАД критериями отнесения компании к ТНК. Изучение отчетности выявило, что данные показатели не могут быть корректно определены для всех ТНК. Это связано с тем, что часть из них не публикуют необходимые сведения. А индексы интернационализации и широты филиальной сети вдобавок не позволяют оценить эффективность зарубежной деятельности корпораций. Установлено, что для нефтегазодобывающей отрасли наилучшим образом подходит индекс, выражающий долю зарубежной добычи, так как это позволяет сопоставить компании непосредственно по операционным результатам.

Помимо добычи, запасов и зарубежной деятельности важной составляющей оценки ТНК является уровень развития перерабатывающего бизнеса. В данном случае сравниваются глубина переработки нефти, имеющиеся мощности, выход продуктов нефтепереработки и нефтехимии, их структура и доля в выручке, а основным сопоставляемым показателем выступает коэффициент обратной вертикальной интеграции, который выражает отношение объема переработки к величине добычи, что позволяет оценить диспропорции в развитии компаний.

Оценка результатов финансовой деятельности включает в себя несколько групп показателей. К ним относятся абсолютные финансовые показатели, составленные по данным отчетности и полученные на их основе коэффициенты рентабельности, оборачиваемости, финансовой устойчивости и ликвидности.

Традиционно по форме контроля ТНК отрасли подразделяются на частные, их акции котируются на мировых биржах, и государственные, не все из которых являются публичными. Рыночные показатели позволяют оценить эффективность публичных нефтегазодобывающих ТНК. Для данной группы в качестве основной

величины выступает капитализация, которая демонстрирует рыночную оценку акционерного капитала компании и отражает ожидания инвесторов, что позволяет сравнить между собой разные по добыче, запасам, финансовым результатам, зарубежной составляющей деятельности, форме контроля и степени вертикальной интеграции нефтегазовые ТНК. Показатели оценки рынком, являясь в основном сочетанием капитализации и сведений финансовой отчетности, демонстрируют отношение участников торгов к осуществляемой компанией деятельности.

Группа удельных финансовых показателей выражает соотношение операционных, финансовых и биржевых данных. Указанные коэффициенты дают возможность сравнить различные по масштабам деятельности ТНК. Наиболее важными из них являются показатели, характеризующие составляющую капитализации в расчете на баррель добычи и запасов, что позволяет сопоставить между собой оценку рынком эффективности различных компаний отрасли.

Показатели оценки стоимости компаний отрасли рассчитываются одним из стандартных подходов, именуемых затратным, доходным и сравнительным, каждый из которых имеет ряд преимуществ и недостатков. Так затратный подход, строящийся на анализе активов и обязательств, трудоемок, длителен и позволяет определить лишь минимальный уровень оценки компании. Доходный подход, базирующийся на показателях прибыльности, приемлем только для оценки рентабельных компаний, достаточно сложен и содержит большое количество допущений. Особый интерес представляет сравнительный подход, который дает возможность на основе данных по цене акции, рыночной капитализации и финансовых показателей использовать отраслевые коэффициенты и провести оперативное изучение стоимости компаний нефтегазового сектора.

Таким образом, капитализация выступает в качестве одного из ключевых компонентов при определении рыночных, в том числе и удельных, показателей, а также при оценке возможной стоимости компании. Следовательно, рыночная оценка акционерного капитала является одной из важнейших составляющих при сравнении эффективности деятельности ТНК отрасли, а потому компании имеют непосредственную заинтересованность в высоких значениях капитализации.

Концепция капитализации развивалась преимущественно американскими учеными. К основным внешним факторам, влияющим на капитализацию, относят процентные ставки на ссудный капитал, показатели инфляции, общие тенденции на фондовой бирже и мировом рынке акций, экономическое состояние в стране эмитента, валютный курс и политические события. Среди ключевых внутренних факторов приводят величину активов, выручки, заемного и суммарного капитала, проведение сделок по слияниям и поглощениям, корпоративные новости, а также качество корпоративного управления. В рамках нефтегазовой отрасли важным является цена на нефть. Необходимо отметить, что значения добычи и запасов не выделяют в качестве существенных факторов рыночной оценки акционерного капитала нефтегазовых компаний. Для отрасли актуальной остается задача по разработке многофакторной модели рыночной капитализации компаний.

Наиболее точно определение рыночной капитализации на установленную дату трактуется как стоимость всех акций компании в обращении на момент закрытия биржи. Однако в ходе исследования установлено наличие различных формулировок и методик вычисления. Так некоторые авторы в трактовке понятия рыночная капитализация не учитывают привилегированные акции, которые отсутствуют в акционерном капитале большинства публичных обществ, а ограничиваются лишь обыкновенными. Но в нефтегазовой отрасли до сих пор встречаются компании, имеющие в обращении и подобный тип акций, среди них Husky Energy, Petrobras, ОАО «Сургутнефтегаз» и ПАО АНК «Башнефть». Получается, что пренебрежение такими акциями способно оказать влияние на рыночную оценку компании, а потому при расчете капитализации их включение является необходимым. Также установлено, что некоторые компании при вычислении собственной рыночной оценки используют число выпущенных акций, а это повышает капитализацию на стоимость выкупленных собственных акций. Следовательно, для надлежащего сопоставления данных требуется проведение предварительного анализа методики, по которой выполнен расчет показателя.

Изучение различных источников выявило, что рейтинг FT Global 500 составлен по методике, соответствующей, по мнению автора, корректному

подходу к определению рыночной капитализации, учитывающему стоимость всех типов акций в обращении на момент закрытия биржи, и вдобавок содержит ранжирование изучаемого показателя по разделам экономики, включая и нефтегазодобывающую отрасль. Следовательно, указанный рейтинг представляет собой ресурс, позволяющий провести исследование по динамике изменения рыночной оценки акционерного капитала ведущих добывающих компаний нефтегазового сектора, исключив возможные искажения результатов в связи с различиями в подходах к расчету рыночной капитализации.

Следует отметить, что за рассмотренный период динамика капитализации нефтегазовой отрасли в мире претерпела существенные изменения (табл. 1). Оценка рынком нефтегазового сектора снизилась как в абсолютном выражении, так и по отношению ко всей мировой экономике. В ходе детального анализа рыночной оценки нефтегазовой отрасли, входящих туда ведущих публичных компаний и последующего сопоставления результатов с данными их официальной отчетности, ценами на нефть и газ, а также биржевой оценкой 500 крупнейших по данному показателю компаний определено, что на капитализацию отдельных ТНК влияет большое количество различных факторов. Однако именно изменение стоимости нефти оказало основное воздействие на динамику капитализации всего мирового нефтегазодобывающего сектора.

Таблица 1 - Рыночная капитализация нефтегазовой отрасли в списках FT Global 500 на I кв. 2007-2015 гг. и Forbes Global 2000<sup>4</sup> на 22.04.2016 г. и цена нефти WTI

	30.03. 2007 г.	31.03. 2008 г.	31.03. 2009 г.	31.03. 2010 г.	31.03. 2011 г.	30.03. 2012 г.	28.03. 2013 г.	31.03. 2014 г.	31.03. 2015 г.	22.04. 2016 г.
Нефтегазовая отрасль, млрд. долларов	2 926	3 890	2 396	3 153	3 833	3 272	3 054	3 133	2 467	2 087
Список 500 компаний, млрд. долларов	26 198	26 831	15 617	23 503	26 220	25 338	27 179	30 696	32 387	30 884
WTI, долларов/баррель	65,94	101,54	49,64	83,45	106,19	103,03	97,24	101,57	47,22	42,76

Источник: составлено автором по данным FT (URL: <http://im.ft-static.com>), Forbes (URL: <http://www.forbes.com>) и EIA (URL: <http://www.eia.gov>).

В результате проведенного исследования установлено, что рыночная капитализация относится к важнейшим составляющим в оценке нефтегазовых

<sup>4</sup> В 2016 году рейтинг FT не публиковался, поэтому в данной таблице и в последующем аналогичный подход при исследовании применен к списку Forbes Global 2000, имеющему сходную методику расчета капитализации.

ТНК, поскольку является на данный момент единственным общим показателем оценки эффективности деятельности для сопоставления между собой различных публичных нефтегазовых компаний, чего нельзя сказать о запасах, для которых отсутствует единая классификация. Более того, рыночная капитализация используется в качестве составляющей при определении биржевых и удельных финансовых показателей, а также при анализе возможной стоимости компании. Важно подчеркнуть, что при сопоставлении компаний по рыночной капитализации требуется соблюдение единой методики расчета. Динамика изменения показателя ведущих мировых нефтегазодобывающих ТНК за изученный период претерпела значительные изменения, связанные с действием большого количества факторов.

Во второй главе «Факторы, влияющие на капитализацию нефтегазовых ТНК США» изучаются основные составляющие, оказывающие воздействие на рыночную капитализацию компаний нефтегазодобывающего сектора страны.

Подробное исследование данных FT и Forbes, курсов обмена валют, удельных финансовых коэффициентов и показателей оценки рынком стоимости ведущих нефтегазовых ТНК позволило выявить ряд закономерностей. В результате исследования определено, что анализируемый период отмечался итоговым уменьшением составляющей нефтегазодобывающего сектора США в капитализации ведущих компаний страны (табл. 2).

Таблица 2 - Рыночная капитализация нефтегазодобывающих компаний США в списках FT US 500 на конец I кв. 2007-2015 гг. и Forbes Global 2000 на 22.04.2016 г.

	30.03. 2007 г.	31.03. 2008 г.	31.03. 2009 г.	31.03. 2010 г.	31.03. 2011 г.	30.03. 2012 г.	28.03. 2013 г.	31.03. 2014 г.	31.03. 2015 г.	22.04. 2016 г.
Добывающие нефть и газ компании США, млрд. долл.	1 012	1 185	779	929	1 272	1 167	1 243	1 359	1 134	897
Список 500 компаний США, млрд. долл.	13 946	12 747	7 706	11 496	13 137	13 771	11 590	18 148	19 861	19 343
Доля, %	7,26%	9,29%	10,11%	8,08%	9,69%	8,48%	10,72%	7,49%	5,71%	4,64%

Источник: составлено автором по данным FT (URL: <http://im.ft-static.com>) и Forbes (URL: <http://www.forbes.com>).

Установлено, что в это же самое время рыночная оценка всей мировой нефтегазодобывающей отрасли сократилась более существенным образом по

сравнению с нефтегазовым сектором США. Наряду с этим, в указанном периоде отмечалось повышение общей биржевой оценки рынка акций страны (табл. 3).

Таблица 3 - Рыночная капитализация компаний США в списках FT Global 500 на конец I кв. 2007-2015 гг. и Forbes Global 2000 на 22.04.2016 г.

	30.03. 2007 г.	31.03. 2008 г.	31.03. 2009 г.	31.03. 2010 г.	31.03. 2011 г.	30.03. 2012 г.	28.03. 2013 г.	31.03. 2014 г.	31.03. 2015 г.	22.04. 2016 г.
Добывающие нефть и газ компании США, млрд. долл.	920	1 095	722	807	1 083	974	1 071	1 191	908	769
Доля компаний США в отрасли, %	31,44%	28,15%	30,13%	25,58%	28,26%	29,77%	35,07%	38,03%	36,80%	36,85%
Компании США, млрд. долл.	10 585	9 617	6 154	8 663	9 602	10 404	11 642	14 237	15 762	15 815
Доля компаний США в списке 500 компаний, %	40,40%	35,84%	39,40%	36,86%	36,62%	41,06%	42,83%	46,38%	48,67%	51,21%

Источник: составлено автором по данным FT (URL: <http://im.ft-static.com>) и Forbes (URL: <http://www.forbes.com>).

Получается, что подобная оценка инвесторами национальной экономики США способствовала поддержанию высокого уровня капитализации ТНК и в условиях низких цен на нефть не дала рыночной оценке нефтегазового сектора страны опуститься в масштабах, характерных остальной мировой отрасли. Влияние оценки рынком экономики страны на отрасль подтверждает отношение капитализации к добыче, выраженной в баррелях нефтяного эквивалента, изученных ТНК США, значение которого по результатам изученного периода остались на докризисном уровне, в то время как аналогичные показатели большинства ведущих компаний других стран из списка FT Global 500 существенным образом сократились.

Согласно данным ОПЕК США является ведущей страной по добыче, объемы которой только наращивались на фоне увеличения экспорта и снижения импорта при небольшом сокращении потребления нефти и росте использования газа. По запасам США не относились к лидерам в мире, но их оценочная величина за десятилетие с 2006 года увеличилась на три четверти. В связи с этим следует отметить чрезвычайно высокую интенсивность добычи в США по сравнению с наиболее обеспеченными углеводородами странами. Действительно, по общей

добыче жидких углеводородов и природного газа США занимает лидирующую позицию в мире, тогда как по суммарным запасам уступает в разы России, Ирану, Венесуэле, Саудовской Аравии и отстает от Катара, Ирака, ОАЭ и Кувейта.

В США функционируют несколько тысяч нефтегазовых компаний, а основу отрасли формируют ExxonMobil, Chevron, ConocoPhillips, Anadarko Petroleum, Occidental Petroleum, Devon Energy, EOG Resources, Antero Resources, Apache и Marathon Oil. Получается, что внутри страны существует высокая конкуренция, и компании постоянно сталкиваются с задачей по замещению в структуре запасов извлеченных объемов нефти и газа для поддержания интенсивной добычи, объемы которой оказывают непосредственное воздействие на капитализацию.

Изучение годовой отчетности показало, что критериям ЮНКТАД для ТНК соответствуют Pioneer Natural Resources, Freeport-McMoRan, Anadarko Petroleum, EOG Resources, Noble Energy, HESS, Occidental Petroleum, Marathon Oil, ConocoPhillips, Apache, ExxonMobil, Chevron и Murphy Oil. Следовательно, ТНК составляют незначительную часть фирменной структуры нефтегазовой отрасли США, однако под их контролем сосредоточены почти 25% добычи и более 20% запасов жидких углеводородов и газа внутри страны, что уступает суммарным показателям данных компаний за рубежом.

Необходимо выделить ExxonMobil и Chevron, которые обладают мощностями по переработке нефти и осуществляют маркетинговую деятельность, а потому являются интегрированными компаниями, остальные классифицируются как независимые. Указанные компании наряду с ConocoPhillips занимают доминирующее положение в отрасли, на них приходится две трети добычи и три четверти всех запасов нефтегазодобывающих ТНК США.

По итогам анализа показано влияние на рыночную оценку изучаемых ТНК США (табл. 4) стратегии развития, которая строится на стремлении повысить величину данного показателя. Действительно, несмотря на схожую динамику изменения капитализации ведущих нефтегазодобывающих ТНК США, наблюдаются определенные различия, среди которых необходимо выделить:

- рост капитализации Anadarko Petroleum по итогам 2007 и 2014 годов и Occidental Petroleum за 2007 год;
- снижение рыночной оценки ConocoPhillips по результатам 2009 года и 2011 года, ExxonMobil за 2009 год и Occidental Petroleum за 2011 год;
- общее уменьшение капитализации ConocoPhillips и ExxonMobil за период.

Таблица 4 - Капитализация ведущих нефтегазодобывающих ТНК США за 2006-2015 гг., млн. долларов

	31.12. 2006 г.	30.12. 2007 г.	31.12. 2008 г.	31.12. 2009 г.	31.12. 2010 г.	31.12. 2011 г.	30.12. 2012 г.	31.12. 2013 г.	31.12. 2014 г.	31.12. 2015 г.
Anadarko Petroleum	20 154	30 747	17 728	30 746	37 795	38 045	37 197	39 959	41 799	24 693
Chevron	159 160	195 100	148 173	154 575	183 183	210 796	210 516	239 028	210 859	168 103
ConocoPhillips	90 288	105 773	58 452	57 860	74 271	71 419	70 749	86 613	85 037	57 708
ExxonMobil	439 013	504 240	397 234	322 334	364 064	401 254	389 648	438 702	388 382	323 960
Occidental Petroleum	41 013	63 573	48 607	66 050	79 735	75 992	61 710	75 699	62 119	51 693

Источник: составлено автором по данным отчетности компаний.

Данные различия позволяют определить важнейшие факторы, оказывающие влияние на капитализацию крупнейших нефтегазовых ТНК США. Среди них необходимо выделить показатели задолженности компании. Так, в августе 2006 года Anadarko Petroleum приобрела Kerr-McGee и Western Gas Resources, потратив около 21,3 млрд. долларов и увеличив чистый долг почти на 19,4 млрд. долларов. Значительный прирост капитализации на фоне других компаний год спустя был сопоставим с уменьшением чистой задолженности (табл. 5).

Таблица 5 - Чистый долг ведущих нефтегазодобывающих ТНК США за 2006-2015 гг., млн. долларов

	31.12. 2006 г.	30.12. 2007 г.	31.12. 2008 г.	31.12. 2009 г.	31.12. 2010 г.	31.12. 2011 г.	30.12. 2012 г.	31.12. 2013 г.	31.12. 2014 г.	31.12. 2015 г.
Anadarko Petroleum	22 500	11 279	8 240	7 618	9 333	12 533	10 798	9 867	7 723	14 812
Chevron	-929	-536	-787	1 497	-5 725	-9 798	-9 554	4 081	14 957	27 490
ConocoPhillips	26 317	20 231	26 700	28 111	14 138	16 843	17 359	15 416	17 503	22 512
ExxonMobil	-24 501	-24 415	-22 012	-1 088	6 561	3 965	1 658	17 786	24 463	34 982
Occidental Petroleum	1 451	-176	970	1 566	2 533	2 090	6 031	3 546	3 049	5 123

Источник: составлено автором по данным отчетности компаний.

В 2011 году, в период высоких цен на нефть, рост чистого долга Anadarko Petroleum в результате выплат по аварии на DeepwaterHorizon в размере 3 930 млн. долларов не дал нарастить капитализацию. В 2015 году рыночная оценка компании сократилась значительно в сравнении с другими изученными ТНК США на фоне увеличения чистой задолженности и обесценивания активов.

В 2006 году ConocoPhillips приобрела Burlington Resources, увеличив за год общий долг на 14,6 млрд. долларов, что в дальнейшем оказывало негативное воздействие на рыночную оценку компании. Менее значительно, в сравнении с другими изученными ТНК США, росту капитализации в 2013 году и снижению показателя в 2014 и 2015 годах способствовал рост чистой задолженности Chevron. Сокращение рыночной капитализации ExxonMobil по итогам исследуемого периода было связано с итоговим ростом чистой задолженности почти на 59 млрд. долларов.

Влияние задолженности на капитализацию нефтегазовых ТНК США объясняется тем, что при росте обязательств происходит снижение акционерной составляющей в суммарном капитале компании, а это влечет сокращение его оценки на рынке. В свою очередь уменьшение суммы долга при прочих неизменных условиях способствует повышению доли акционерного капитала и соответственно рыночной капитализации.

Капитализация исследуемых нефтегазодобывающих ТНК США зависит и от показателей рентабельности компании. В 2013 году, при высоких ценах на нефть, Anadarko Petroleum показала слабые финансовые результаты в связи с выплатами по задолженности и 850 млн. долларов по делу о загрязнении окружающей среды обанкротившейся в 2009 году Tronox, являвшейся дочкой Kerr-McGee, что оказало непосредственное влияние на рыночную капитализацию компании (табл. 6). В апреле 2014 года было подписано соглашение о сумме общих выплат в 5,15 млрд. долларов, что повлекло дополнительные расходы в 4,36 млрд. долларов. В случае с ConocoPhillips чистый убыток по итогам 2008 года в 16 998 млн. долларов способствовал более серьезному падению рыночной капитализации компании в сравнении с другими изучаемыми ТНК США.

Таблица 6 - Чистая прибыль ведущих нефтегазодобывающих ТНК США за 2006-2015 гг., млн. долларов

	31.12. 2006 г.	30.12. 2007 г.	31.12. 2008 г.	31.12. 2009 г.	31.12. 2010 г.	31.12. 2011 г.	30.12. 2012 г.	31.12. 2013 г.	31.12. 2014 г.	31.12. 2015 г.
Anadarko Petroleum	4 854	3 781	3 261	-135	761	-2 649	2 376	795	-1 754	-6 692
Chevron	17 138	18 688	23 931	10 483	19 024	26 895	26 179	21 423	19 241	4 587
ConocoPhillips	15 550	11 891	-16 998	4 858	11 358	12 436	8 428	9 156	6 869	-4 428
ExxonMobil	39 500	40 610	45 220	19 280	30 460	41 060	44 880	32 580	32 520	16 150
Occidental Petroleum	4 182	5 400	6 857	2 915	4 530	6 771	4 598	5 903	616	-7 829

Источник: составлено автором по данным отчетности компаний.

Установлено негативное влияние сделок по слиянию и поглощению и положительное воздействие выведения активов из структуры компании на отношение капитализации к активам. Исследование выявило не характерное для других исследуемых ТНК США значительное снижение коэффициентов в 2006 году у Anadarko Petroleum после приобретения Kerr-McGee и Western Gas Resources (табл. 7) и у ConocoPhillips с покупкой Burlington Resources, а по итогам 2010 года у ExxonMobil после сделки по слиянию с XTO Energy.

Таблица 7 - Отношение капитализации к активам нефтегазодобывающих ТНК США на 30.06.2005 г. и за 2006-2015 гг.

	30.06. 2005 г.	31.12. 2006 г.	30.12. 2007 г.	31.12. 2008 г.	31.12. 2009 г.	31.12. 2010 г.	31.12. 2011 г.	30.12. 2012 г.	31.12. 2013 г.	31.12. 2014 г.	31.12. 2015 г.
Anadarko Petroleum	0,93	0,34	0,63	0,36	0,61	0,73	0,73	0,71	0,72	0,68	0,53
Chevron	1,17	1,20	1,31	0,92	0,94	0,99	1,01	0,90	0,94	0,79	0,63
ConocoPhillips	0,82	0,55	0,60	0,41	0,38	0,48	0,47	0,60	0,73	0,73	0,59
ExxonMobil	1,79	2,00	2,08	1,74	1,38	1,20	1,21	1,17	1,26	1,11	0,96
Occidental Petroleum	1,29	1,27	1,74	1,17	1,49	1,52	1,27	0,96	1,09	1,10	1,19

Источник: составлено автором по данным отчетности компаний.

Напротив, завершившееся в 2012 году выведение из структуры ConocoPhillips перерабатывающей Phillips 66 и имевшее место с Occidental Petroleum в 2014-2015 годах отделение California Resources в самостоятельную публичную компанию и продажа части активов способствовали росту отношения капитализации к активам на фоне снижения у других изученных компаний.

Следовательно, результаты исследования свидетельствуют о том, что по итогам сделок по слиянию и поглощению не происходит соразмерного активам увеличения капитализации компании, при этом рост оценки рынком связан с погашением возникшей по итогам сделки задолженности. Это вызвано тем, что рынок выше оценивает деятельность компаний с меньшими по размеру активами, управление которыми осуществлять гораздо легче.

По данным отчетности Anadarko, Chevron, ConocoPhillips, ExxonMobil и Occidental Petroleum установлено положительное влияние развития переработки и нефтехимии в структуре нефтегазодобывающих ТНК США, которые за счет вертикальной интеграции бизнеса повышают результаты финансово-хозяйственной деятельности в расчете на баррель добычи. Это в свою очередь способствует более высоким значениям приходящейся на баррель нефтяного эквивалента добычи капитализации (табл. 8) Occidental Petroleum, имеющей в своей структуре нефтехимический сегмент бизнеса, и интегрированных Chevron и ExxonMobil по сравнению с независимой Anadarko и перешедшей в данную категорию в 2012 году ConocoPhillips. Низкие значения показателя ConocoPhillips до выведения из структуры Phillips 66 были следствием неудачной сделки по приобретению Burlington Resources.

Таблица 8 - Капитализация на баррель нефтяного эквивалента добычи ведущих нефтегазодобывающих ТНК США за 2006-2015 гг., долларов/баррель н. э.

	31.12. 2006 г.	30.12. 2007 г.	31.12. 2008 г.	31.12. 2009 г.	31.12. 2010 г.	31.12. 2011 г.	30.12. 2012 г.	31.12. 2013 г.	31.12. 2014 г.	31.12. 2015 г.
Anadarko Petroleum	103,40	145,99	86,04	139,46	161,04	153,28	138,84	140,17	135,84	80,69
Chevron	163,50	204,09	160,02	156,62	181,64	216,06	220,38	252,16	224,70	175,65
ConocoPhillips	127,77	156,05	90,38	85,50	116,14	120,86	122,50	153,59	151,28	99,50
ExxonMobil	283,87	330,50	276,80	224,59	224,29	243,97	251,15	287,89	268,09	216,64
Occidental Petroleum	186,96	305,57	206,54	240,32	307,25	284,03	220,11	271,81	285,07	217,22

Источник: составлено автором по данным отчетности компаний.

По итогам проведенного анализа выявлено, что в США действует сложная и многоуровневая система налогообложения нефтегазовой отрасли, обеспечивающая низкую долю налоговой нагрузки по отношению к выручке в

сравнении со средним показателем для данного сектора экономики в мире. Это способствует достижению более высоких результатов финансово-хозяйственной деятельности, что в свою очередь, как было определено ранее, положительным образом влияет на рыночную оценку нефтегазодобывающих ТНК США.

Исследование системы вычетов показало, что используемые в налоговой системе механизмы были в основном направлены на решение государственной задачи по увеличению собственной добычи жидких углеводородов и природного газа компаниями США внутри страны. Это положительным образом отразилось на капитализации компаний отрасли.

Отдельно стоит отметить имеющиеся различия в налогообложении компаний нефтегазовой отрасли в зависимости от результатов финансово-хозяйственной деятельности. Данное обстоятельство обеспечивает более выгодные налоговые условия для независимых компаний, что позволяет сохранить высокую конкуренцию в секторе нефтегазодобычи страны. Это в свою очередь способствует повышению рыночной оценки нефтегазовой отрасли США.

По итогам проведенного анализа можно сделать вывод о том, что на капитализацию нефтегазовых ТНК США оказывает влияние целый ряд факторов, среди которых требуется выделить общую высокую оценку рынком экономики страны. Помимо этого капитализация ТНК связана с ресурсами нефти и газа, изменением активов и задолженности, уровнем рентабельности на фоне отрасли и развитием в структуре нефтепереработки и нефтехимии. Капитализации компании способствует и эффективное государственное регулирование отрасли.

**В третьей главе** «Основные направления применения стратегии капитализации нефтегазовых ТНК США в российской практике» производится исследование фирменной структуры отечественного рынка добычи нефти и газа с последующим сопоставлением моделей развития крупнейших нефтегазовых ТНК США и ВИНК РФ. В отличие от США в России в распоряжении десяти ВИНК, большей частью подконтрольных государству, находятся почти все запасы в стране, основная часть которых сосредоточена у ПАО «Газпром», ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «ЛУКОЙЛ». ВИНК не осуществляют деятельность по добыче

за рубежом в значимых масштабах либо вовсе не относятся к ТНК, только у ПАО «ЛУКОЙЛ» доля зарубежной составляющей насчитывает по итогам 2015 года около 17% от общего извлечения жидких углеводородов и природного газа.

По сравнению с интегрированными ТНК США нефтепереработка и нефтехимия в структуре ВИНК РФ развиты слабо, в недостаточной мере используется механизм амортизации. За счет больших объемов добычи по абсолютным финансовым результатам деятельности исследуемые отечественные компании близки к интегрированным ТНК США, а по капитализации, показателям оценки рынком и удельным финансовым коэффициентам существенно им уступают. Выявлена серьезная зависимость финансовых и биржевых показателей ВИНК РФ от курса доллара США по отношению к рублю и цен на основное добываемое сырье, что подтверждают анализ отчетности и капитализации (табл. 9). Наибольшим образом это выражено у ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Газпром», в меньшей степени у ПАО «ЛУКОЙЛ», которое в стратегии развития придерживается сходных принципов с ExxonMobil и Chevron.

Таблица 9 - Капитализация ведущих ВИНК РФ за 2006-2015 гг., млн. долларов

	31.12. 2006 г.	30.12. 2007 г.	31.12. 2008 г.	31.12. 2009 г.	31.12. 2010 г.	31.12. 2011 г.	30.12. 2012 г.	31.12. 2013 г.	31.12. 2014 г.	31.12. 2015 г.
ПАО «Газпром»	263 709	329 775	87 396	139 024	145 808	122 145	108 740	97 295	53 160	42 857
ПАО «ЛУКОЙЛ»	71 607	69 739	27 710	47 462	44 405	40 972	49 933	47 051	29 855	22 948
ПАО «НК «Роснефть»	97 930	90 599	36 229	79 983	68 931	63 893	82 125	81 451	36 885	36 827

Источник: составлено автором по данным отчетности компаний.

Тем не менее, ВИНК РФ в своей основе стремились к накоплению крупных резервов сырья внутри страны, потому выбранный подход можно именовать моделью запасов, в то время как развитие ТНК США направлено на повышение рыночной оценки, что можно назвать моделью капитализации (табл. 10). Дальнейшее наращивание запасов существенным образом не отразится на рыночной капитализации ВИНК РФ. Стоит отметить, что вызванные политическими соображениями санкции только усилили негативный эффект от имеющихся недостатков в развитии ВИНК России, что демонстрирует соотношение данных по капитализации ТНК США (табл. 4) и ВИНК РФ (табл. 9).

Таблица 10 - Капитализация на баррель нефтяного эквивалента запасов ведущих нефтегазодобывающих ТНК США за 2006-2015 гг., долларов/баррель н. э.

	31.12. 2006 г.	30.12. 2007 г.	31.12. 2008 г.	31.12. 2009 г.	31.12. 2010 г.	31.12. 2011 г.	30.12. 2012 г.	31.12. 2013 г.	31.12. 2014 г.	31.12. 2015 г.
Anadarko Petroleum	6,69	12,65	7,79	13,34	15,60	14,98	14,53	14,31	14,63	12,00
Chevron	13,70	18,10	13,23	13,66	17,37	18,76	18,55	21,34	18,99	15,17
ConocoPhillips	8,08	10,02	5,86	5,60	8,94	8,52	8,19	9,71	9,55	7,05
ExxonMobil	19,23	22,46	17,28	14,02	14,67	16,09	15,48	17,40	15,37	13,08
Occidental Petroleum	14,30	22,03	16,32	20,48	23,71	23,93	18,72	21,73	22,04	23,50
ПАО «Газпром»	2,26	2,80	0,75	1,16	1,20	0,99	0,88	0,80	0,44	0,35
ПАО «ЛУКОЙЛ»	3,52	3,42	1,43	2,71	2,57	2,37	2,89	2,70	1,70	1,39
ПАО «НК «Роснефть»	7,53	6,25	2,51	5,28	4,54	3,63	4,32	2,47	1,09	1,07

Источник: составлено автором по данным отчетности компаний.

По результатам подробного анализа финансовых и операционных показателей установлено, что крупнейшим нефтегазовым компаниям России для повышения рыночной оценки требуется заимствовать ряд подходов, которые используют в своей деятельности ведущие ТНК США. Определено, что ВИНК РФ необходимо придерживаться минимально возможных показателей запасов извлеченного сырья и продуктов переработки и длительности денежного операционного цикла, поддерживать низкие по величине отраслевые значения показателей финансовой устойчивости и отказаться от дальнейшего приобретения существующих отраслевых активов за счет использования заемных средств. Положительным образом скажется вывод части активов компаний в самостоятельные публичные акционерные общества. Но основой дальнейшего роста капитализации должно служить развитие нефтепереработки и нефтехимии.

Выявлено, что одного следования данным рекомендациям недостаточно, необходимо участие государства, которое заключается в проведении структурных реформ во всей экономике и способствовании формированию рыночной модели развития самой отрасли. Это наглядно подтверждается коэффициентами капитализации на баррель нефтяного эквивалента добычи, значение которого для

исследуемых отечественных ВИНК (табл. 11) ощутимо меньше изученных показателей интегрированных и независимых ТНК США (табл. 8).

Таблица 11 - Капитализация на баррель нефтяного эквивалента добычи ведущих ВИНК РФ за 2006-2015 гг., долларов/баррель н. э.

	31.12. 2006 г.	30.12. 2007 г.	31.12. 2008 г.	31.12. 2009 г.	31.12. 2010 г.	31.12. 2011 г.	30.12. 2012 г.	31.12. 2013 г.	31.12. 2014 г.	31.12. 2015 г.
ПАО «Газпром»	80,54	102,07	24,53	45,85	43,88	36,37	33,79	30,04	17,77	14,70
ПАО «ЛУКОЙЛ»	91,46	87,72	34,51	58,79	54,34	52,45	62,87	58,54	35,35	26,42
ПАО «НК «Роснефть»	147,79	108,84	42,66	91,84	74,91	67,69	83,04	45,79	19,79	19,56

Источник: составлено автором по данным отчетности компаний.

Сценарный анализ изменения капитализации крупнейших ВИНК РФ для различных вариантов развития отрасли, компаний и экономики страны позволил определить диапазон возможных значений рыночной оценки (табл. 12). Прогноз для сценария сохранения существующего положения дел, который основывается на неизменности соотношения капитализации ВИНК и выраженной в рублях стоимости марки Brent при прогнозном изменении курса рубля и цен на нефть, показал, что ПАО «Газпром», ПАО «ЛУКОЙЛ» и ПАО «НК «Роснефть» в 2020 году не достигнет уровня значений 2013 года.

Таблица 12 - Сценарии капитализации ведущих ВИНК РФ на конец 2020 г., млн. долларов

	Сохранение существующего положения дел	Применение опыта ТНК США	Применение опыта ТНК США и проведение структурных реформ
ПАО «Газпром»	83 175	142 400	150 325
ПАО «ЛУКОЙЛ»	44 787	63 369	66 896
ПАО «НК «Роснефть»	71 801	150 691	159 077

Источник: составлено автором по данным прогнозов ЕИА, МЭР РФ и отчетности компаний.

Необходимо отметить, что в качестве ориентира для прогноза курса доллара использовался «базовый+» сценарий развития экономики «Прогноза социально-экономического развития» МЭР РФ, применяемого при бюджетном планировании. При определении возможной стоимости нефти источниками являлись двухгодичный прогноз ежемесячных средних цен на нефть до 2017 года и прогноз ежегодной стоимости нефти до 2040 года для сценария сохранения

больших ресурсов нефти и газа и развития технологий EIA для сорта Brent. Под сохранением имеющейся ситуации подразумевалось, что у ВИНК существенным образом не изменится чистый долг, не будет производиться модернизация переработки и развитие нефтехимии, компании не станут осуществлять структурные преобразования, связанные с приобретением или продажей активов.

По итогам прогнозирования для сценария применения ВИНК России опыта ведущих нефтегазодобывающих ТНК США в условиях сохранения имеющегося положения дел в экономике страны и нефтегазовой отрасли определено наличие возможностей для повышения рыночной оценки отечественных ВИНК. В качестве условий для реализации сценария установлено, что коэффициент отношения чистого долга к акционерному капиталу отечественных ВИНК будет поддерживаться на уровне около 10%, чего придерживались на протяжении большей части изученного периода Chevron и Occidental Petroleum. Вдобавок указанными ВИНК будет произведена модернизация имеющихся НПЗ до показателей глубины переработки в 95%, который имеет Chevron. Также определенный по данным отчета ЕУ «Нефтехимия в России: выбор вектора развития» импорт нефтехимической продукции, насчитывавший в среднем около 27%, будет замещен за счет наращивания внутренних мощностей.

Выявлено, что реализация «целевого» сценария развития экономики России МЭР РФ в условиях невысоких цен на нефть окажет положительное влияние на капитализацию, но будет недостаточным для достижения ПАО «Газпром» и ПАО «ЛУКОЙЛ» предкризисных значений. Согласно сценарию предполагается переход страны к новой модели роста экономики, основанной на увеличении инвестиций в расширение производства и экспорт несырьевых товаров, в особенности высокотехнологической продукции, повышение производительности труда и развитие малого бизнеса на фоне экономии ресурсов и снижения издержек путем пересмотра расходной части государственного бюджета.

В результате проведенного исследования установлено, что без активной роли государства, выраженной в проведении структурных преобразований экономики и способствовании становлению рыночной конкурентной модели в

рамках нефтегазовой отрасли, крупнейшие ВИНК РФ не смогут достичь уровня капитализации интегрированных нефтегазодобывающих ТНК США.

### **III. ОСНОВНОЕ ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА**

Основные положения диссертации отражены в следующих публикациях автора общим объемом 5,7 п.л. Все публикации по теме диссертации.

#### **В журналах из списка, рекомендованного ВАК России:**

1. Шимко О.В. Финансово-экономический анализ современного состояния мировой нефтегазодобывающей отрасли / Шимко О.В. // Экономика и предпринимательство – 2014. – 9 (50). – С. 482-488 (0,8 п.л.).
2. Шимко О.В. Применение сравнительного метода для оценки стоимости крупнейших нефтегазодобывающих компаний / Шимко О.В. // Экономика и предпринимательство – 2014. – 10 (51). – С. 795-805 (1,0 п.л.).
3. Шимко О.В. Фирменная структура нефтегазодобывающей отрасли / Шимко О.В. // Экономика и предпринимательство – 2014. – 11-2 (52-2). – С. 466-477 (1 п.л.).
4. Шимко О.В. Динамика капитализации компаний нефтегазового сектора после мирового финансового кризиса / Шимко О.В. // Экономика и предпринимательство – 2016. – 7 (72). – С. 559-564 (0,5 п.л.).
5. Шимко О.В. Факторы, воздействующие на капитализацию нефтегазодобывающих ТНК США / Шимко О.В. // Экономика и предпринимательство – 2016. – 8 (73). – С. 350-354 (0,4 п.л.).
6. Шимко О.В. Применение стратегии капитализации нефтегазовых ТНК США в российской практике / Шимко О.В. // Интеллект. Инновации. Инвестиции – 2016. – 5. – С. 63-69 (0,5 п.л.).

#### **В прочих изданиях:**

7. Шимко О.В. Рыночная оценка мировой нефтегазодобычи / Шимко О.В. // Мировое и национальное хозяйство – 2014. – 3 (30). – С. 27-35 (0,4 п.л.).
8. Шимко О.В. Государство и частный капитал в мировой нефтегазодобыче / Шимко О.В. // Мировое и национальное хозяйство – 2015. – 2 (33). – С. 56-82 (1,1 п.л.).