

### 3.11. МЕТОДИКА ОЦЕНКИ ПОТЕНЦИАЛЬНОГО СИНЕРГИЧЕСКОГО ЭФФЕКТА ПРИ СЛИЯНИИ НЕФТЯНЫХ КОМПАНИЙ

Халикова Д.О., аспирант кафедры организации и управления

Национальный минерально-сырьевой университет «Горный»

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)  
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)

В статье представлена разработанная автором методика оценки потенциального синергического эффекта от слияния нефтяных компаний, основанная на расчете разницы справедливых стоимостей компаний до и после слияния за вычетом премии за контроль и затрат на интеграцию. Разработанная методика позволит определить максимальный размер премии за контроль, установить минимальную и максимальную цену сделки и определить целесообразность сделки на дату оценки.

Целесообразность проведения сделок по слиянию и поглощению оценивается экономическим эффектом, который выражается в виде синергического эффекта. Предложенная П. Гоханом в работе «Слияния, поглощения и реструктуризация компаний» [3] формула (1) определения синергического эффекта применима как для перспективной, так и ретроспективной его оценки:

$$\text{Synergy} = V_{ab} - (V_a + V_b) - P - E, \quad (1)$$

где

$V_{ab}$  – стоимость объединенной компании с учетом ожидаемых синергий;

$V_a$  – стоимость поглощающей компании как независимой;

$V_b$  – стоимость компании-цели как независимой;

$P$  – премия за компанию-цель;

$E$  – расходы на процесс слияния и поглощения.

Мы предлагаем положить эту формулу в основу методики определения потенциального синергического эффекта при слиянии нефтегазодобывающих предприятий. Предлагаемая нами методика состоит из четырех последовательных этапов, представленных на рис. 1.

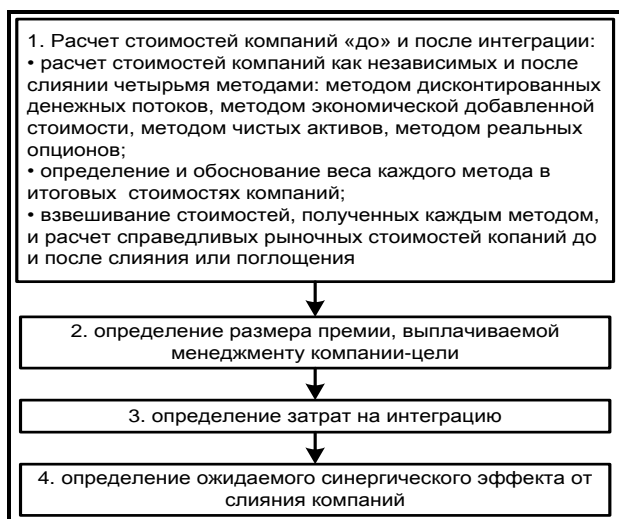


Рис. 1. Этапы определения синергического эффекта при слиянии

На этапе 1 нами рассчитываются внутренние фундаментальные стоимости компаний до и после сделки. Стандарт внутренней фундаментальной стоимости (справедливой рыночной стоимости) предполагает, что рассматриваемое предприятие должно быть оценено всеми выбранными методами оценки бизнеса с получением итоговой оценки как средневзвешенной из всех определенных разными методами результатов оценок. Мы предлагаем использовать следующие методы расчета стоимости компании:

- метод дисконтированных денежных потоков ( $DCF$ );
- метод экономической добавленной стоимости ( $EVA$ );
- метод чистых активов ( $NAV$ );
- метод реальных опционов ( $ROV$ ).

В качестве весовых коэффициентов должны выступать специально обосновываемые коэффициенты доверия оценщика к результатам применения того или иного метода оценки в конкретной оценочной ситуации и с учетом специфики технологических производств предприятий.

Формулу расчет справедливой рыночной стоимости для компании-цели и компании-покупателя как до, так и после слияния или поглощения можно представить в следующем виде:

$$C_{справ} = \sum_{i=1}^4 (C_i * y_i), \quad (2)$$

где

$C_i$  – стоимости компаний, рассчитанные на основе каждого из выбранных методов;

$y_i$  – весовой коэффициент доверия оценщика, присвоенный каждому отдельному методу определения стоимости компании для данного случая оценки.

Расчеты с применением данной формулы сводятся в таблицу оценки справедливой стоимости компании-покупателя и компании-цели до и после проведения сделки M&A (табл. 1).

Таблица 1

РАСЧЕТ СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ ДО И ПОСЛЕ СДЕЛКИ ПО СЛИЯНИЮ ИЛИ ПОГЛОЩЕНИЮ

Стоимость компании – цели «до» сделки методом	Весовой коэффициент	Стоимость компании – покупателя «до» сделки методом	Весовой коэффициент	Стоимость объединенной компании методом	Весовой коэффициент
$C_{DCFц}$	$Y_{DCFц}$	$C_{DCFп}$	$Y_{DCFп}$	$C_{DCF}$	$Y_{DCF}$
$C_{EVAц}$	$Y_{EVAц}$	$C_{EVAп}$	$Y_{EVAп}$	$C_{EVA}$	$Y_{EVA}$
$C_{NAVц}$	$Y_{NAVц}$	$C_{NAVп}$	$Y_{NAVп}$	$C_{NAV}$	$Y_{NAV}$
$C_{ROVц}$	$Y_{ROVц}$	$C_{ROVп}$	$Y_{ROVп}$	$C_{ROV}$	$Y_{ROV}$
$C_{справ}^ц = \sum_{i=1}^4 (C_{цi} * y_{цi})$		$C_{справ}^п = \sum_{i=1}^4 (C_{пi} * y_{пi})$		$C_{справ} = \sum_{i=1}^4 (C_i * y_i)$	

Критерием эффективности сделки будет следующее неравенство:

$$C_{справ} > C_{справ}^ц + C_{справ}^п, \quad (3)$$

На втором этапе рассчитывается премия за контроль, выплачиваемая менеджменту компании-цели сверх ее справедливой стоимости.

Премия за контроль – это имеющее стоимостное выражение преимущество, отражающее дополнительные возможности обладателя контроля над компанией по сравнению с владельцами миноритарных долей в ее капитале [6].

Размер премии зависит от следующих факторов:

- финансовых показателей деятельности компании-цели;
- котировки или нет акции компании-цели на фондовом рынке;
- ожидаемого синергического эффекта от слияния;
- наличия конкуренции за право приобретения компании;
- будет ли произведена оплата компании денежными средствами или акциями;
- наличия диверсификации активов; типа сделки:
  - горизонтальное;
  - вертикальное;
  - или конгломератное слияние или поглощение;
- отраслевой принадлежности компании-цели;
- резидентной принадлежности компании-покупателя;
- поведения менеджмента обеих компаний во время реализации сделки.

В нефтяной отрасли на премию за контроль также будут влиять следующие факторы:

- к какому звену технологической цепочки относится компания-цель, т.е. как она впишется в структуру вертикально интегрированной нефтяной компании (ВИНК);
- если же компания-цель сама является вертикально интегрированной, то премия будет зависеть от того, какое звено технологической цепи имело особую важность для компании-покупателя при принятии решения о сделке (зачастую приобретающие компании заинтересованы в количестве лицензий на разработку месторождений и в том, на какой стадии разработки месторождения находятся, в перерабатывающих мощностях и сбытовых сетях, здесь важное значение имеют количество автозаправочных станций (АЗС) и АЗК и география их расположения).

Размер премии напрямую влияет на итоговую эффективность сделки по слиянию или поглощению, так как завышенная премия на этапе покупки компании может нивелировать все последующие синергии. Несмотря на это, в отечественной практике оценки стоимости компаний до сих пор не сложилось единого мнения о том, исходя из каких данных, определять ее размер.

Существует три основных метода определения премии, которые используются на практике:

- экспертный – этот метод основан на субъективном мнении оценщика и не обладает должной достоверностью. Для определения размера премии за контроль анализируются размер приобретаемого пакета акций, который сопоставляется с размерами пакетов других акционеров, права владельцев существующих пакетов акций, степень их реализации на практике, варианты перераспределения прав акционеров при покупке рассматриваемого пакета и т.д. [8];
- нормативный – при использовании данного метода премия определяется на основе постановления Правительства РФ [1]. Таким образом, исходя из правил определения нормативной цены, премия за контроль для пакета свыше 75% акций составит 66,7%;
- статистический – основанный на данных об уплаченных премиях в ходе реальных сделок.

Из представленных методов этот метод кажется нам более точным, так как базируется на эмпирических данных о сделках с пакетами акций компаний. Мы рекомендуем использовать премии за контроль, рассчитанные для российского рынка специалистами Общества с ограниченной ответственностью (ООО) «ФБК» на основе подробного изучения 44 сделок [7].

После анализа этих данных было определено, что наибольший рост премии отмечается при переходе от предконтрольного пакета к контрольному пакету акций, то есть при приобретении пакета акций сверх 50%. Средний размер премии находится в диапазоне 35-46%, что сопоставимо с международной практикой [4].

Все вышеперечисленные методы определения размера премии имеют свои достоинства и недостатки,

поэтому в целях максимизации достоверности вычислений мы рекомендуем применять их комбинацию.

На этапе 3 определяются затраты на процесс слияния и поглощения. Они рассчитываются по следующей формуле:

$$Zu = Zc + Zp + Zm + Zn, \quad (4)$$

где

**Zc** – затраты по обслуживанию долга по займам на осуществление интеграции;

**Zp** – затраты, связанные с получением разрешения на интеграцию от антимонопольных властей, арбитражные дела и т.п.;

**Zm** – затраты на технологическое совмещение производственных процессов объединяющихся компаний;

**Zn** – прочие затраты, которые планируются в процентном отношении от вышеперечисленных затрат, обычно находятся в диапазоне 5-10% [2].

После расчета справедливой стоимости компаний до и после слияния, определения размера премии за контроль и затрат на интеграцию, мы можем определить синергический эффект, ожидаемый в результате сделки по формуле (1).

Таким образом, максимальная цена, которую инвестор готов заплатить за компанию в нефтегазовой отрасли, определяется следующим неравенством:

$$C_{max} \leq C_{справ} + S, \quad (5)$$

где

**C<sub>max</sub>** – инвестиционная цена компании-цели;

**C<sub>справ</sub>** – справедливая стоимость компании-цели как независимой;

**S** – размер ожидаемого синергического эффекта от интеграции.

Порога минимальной цены сделки как таковой нет, конечно, по законам рынка она должна быть не ниже справедливой стоимости компании-цели. Однако специфика российских слияний и поглощения такова, что компании зачастую продаются с существенным дисконтом к своей справедливой стоимости.

В данной работе нами рассчитан потенциальный синергический эффект от слияния Открытого акционерного общества (ОАО) Акционерной нефтяной компании (АНК) «Башнефть» и ОАО Нефтяная компания (НК) «Русснефть». Обоснование выбора «Русснефти» как компании-цели нами проведено в статье «Методика выбора компании-цели для сделок слияния и поглощения для нефтяных компаний» [9].

На первом этапе, согласно предложенному методу, мы рассчитали справедливые стоимости компаний как независимых и после слияния четырьмя выбранными методами:

- методом дисконтирования денежных потоков (ДДП);
- методом оценки экономической добавленной стоимости;
- методом чистых активов;
- методом реальных опционов.

Для расчета стоимости объединенной компании методом ДДП использовались следующие допущения:

- объем добычи объединенной компании равен сумме объемов добычи ОАО НК «Русснефть» и ОАО АНК «Башнефть»;
- объем переработки объединенной компании равен мощности перерабатывающего комплекса ОАО АНК «Башнефть»;
- при расчете прогнозной выручки объединенной компании нами были сохранены соотношения поставки сырой нефти на экспорт и на внутренний рынок, а также соотношения экспорта нефтепродуктов в страны дальнего зарубежья и в страны Содружества Независимых Государств (СНГ), и оптовых и роз-

ничных поставок нефтепродуктов на внутренний рынок, характерные для ОАО АНК «Башнефть»

- расчет дисконтированного денежного потока был произведен с учетом прогнозов цены на нефть марки Urals, прогнозных темпов инфляции в Российской Федерации, прогнозных курсов доллара;
- ставка дисконтирования была принята равной средневзвешенной стоимости капитала ОАО АНК «Башнефть» (12,34%);
- темп роста объединенной компании в постпрогнозный период был принят равным темпу роста ОАО АНК «Башнефть» (3%).

В целях определения справедливых стоимостей компаний, участвующих в слиянии как независимых и после интеграции, необходимо присвоить каждому из методов оценки стоимости соответствующий весовой коэффициент в итоговой оценке.

Нами были оценены достоверность данных, специфика технологических процессов и особенности макро- и микроэкономических показателей на современном этапе развития страны для компаний нефтегазового сектора и предложены следующие весовые коэффициенты, представленные в табл. 2.

Таблица 2

#### УДЕЛЬНЫЕ ВЕСА МЕТОДОВ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ В ИТОГОВОЙ ОЦЕНКЕ КОМПАНИЙ НЕФТЕГАЗОВОГО СЕКТОРА

Методы оценки стоимости	Компании			
	ВИНК	Нефтегазодобывающая	Нефтеперерабатывающая	Сбытовая
Метод дисконтированных денежных потоков	0,40	0,25	0,50	0,50
Метод экономической добавленной стоимости	0,10	0,15	0,20	0,20
Метод реальных опционов	0,40	0,50	0,20	0,20
Метод чистых активов	0,10	0,10	0,10	0,10

Оценим справедливую рыночную стоимость ОАО АНК «Башнефть» и ОАО НК «Русснефть» как независимых и после слияния с использованием предложенных весов (табл. 3).

Таблица 3

#### РАСЧЕТ СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ «ДО» И «ПОСЛЕ» СДЕЛКИ ПО СЛИЯНИЮ ИЛИ ПОГЛОЩЕНИЮ

Метод оценки	ОАО НК «Русснефть», млн. руб.		ОАО АНК «Башнефть», млн. руб.		Объединенная компания, млн. руб.	
	Стоимость	Удельный вес метода	Стоимость	Удельный вес метода	Стоимость	Удельный вес метода
DCF	378 99,24	0,25	588 903,58	0,40	743 019,17	0,40
EVA	2 522,41	0,15	667 537,07	0,10	318 099,42	0,10
ROV	7 993,77	0,50	148 659,61	0,40	178 365,62	0,40
NAV	36 460,31	0,10	155 603,10	0,10	192 063,40	0,10
Итого, млн. руб.	17 496,09		377 339,29		419 570,20	

Таким образом, стоимость объединенной компании больше суммы стоимостей ОАО АНК «Башнефть» и ОАО НК «Русснефть» как независимых на 24,735 млрд. руб. Определим стоимость ОАО НК «Русснефть» с уче-

том премии за контроль, которая может быть выплачена менеджменту компании-цели слияния сверх ее справедливой стоимости. Для этого воспользуемся нормативным и статистическим методами. В расчете мы исходим из предположения, что «Башнефть» будет стремиться приобрести абсолютно контрольный пакет акций (75%-100) «Русснефти».

В связи с тем, что размер премии напрямую влияет на итоговую эффективность сделки по слиянию или поглощению и завышенная премия на этапе покупки компании может нивелировать все последующие синергии, мы предлагаем оценить стоимость «Русснефти» с учетом премии за контроль, используя сценарный подход. Для реализации данного подхода мы выбрали четыре варианта ставки премии за контроль для абсолютно контрольного пакета акции: 66,7% по нормативному методу определения премии; максимальную (170%), минимальную (38%) и среднюю (88%) премии за контроль, рассчитанные для российского рынка специалистами ООО «ФБК». Результаты расчета представлены в табл. 4.

Таблица 4

#### РАСЧЕТ СТОИМОСТИ ОАО НК «РУССНЕФТЬ» С УЧЕТОМ ПРЕМИИ ЗА КОНТРОЛЬ

Показатель	Варианты расчета с учетом размера премии			
	38	66,7	88	170
Справедливая стоимость ОАО НК «Русснефть», млн. руб.	17 496,09			
Премия за контроль, %	38	66,7	88	170
Размер премии за контроль, млн. руб.	6 648,51	11 669,89	15 396,56	297 43,35
Стоимость ОАО НК «Русснефть» с учетом премии, млн. руб.	241 44,60	29 165,98	32 892,64	47 239,44

Следующим этапом оценки синергического эффекта является оценка затрат на интеграцию компаний. В связи с тем, что в технологическом совмещении производственных процессов объединяющихся компаний нет острой необходимости и «Русснефть» уже поставляла нефть на нефтеперерабатывающие заводы «Башнефти», основной статьей расхода денежных средств будут затраты по обслуживанию долга по займам на осуществление интеграции, напрямую зависящие от стоимости «Русснефти» с учетом премии. Затраты, связанные с получением разрешения на интеграцию от антимонопольных властей и арбитражные дела, мы предлагаем включить в прочие затраты, которые планируются на уровне 10% от размера затрат на обслуживание долга.

Мы предполагаем, что приобретение акций ОАО НК «Русснефть» будет произведено с использованием схемы долгового финансирования (**LBO**): за счет собственных средств ОАО АНК «Башнефть» в размере 20% от общей стоимости компании-цели, а оставшиеся 80% будут оплачены за счет заемных средств. Стоимость заемных средств для ОАО АНК «Башнефть» нами принята на уровне стоимости заемного капитала в 2012 г. и равна 9,5%.

Расчет синергического эффекта и его результаты представлены в рис. 2.

Результаты расчетов подтверждают важность определения объективного размера премии за контроль при проведении сделок по слияниям и поглощениям компаний. Мы определили, что потенциальный синер-

гический эффект от слияния компаний становится равным нулю при размере премии за контроль свыше 130,47% (рис. 3).

Наши расчеты определили, что максимальная инвестиционная стоимость ОАО НК «Русснефть» равна 40 322,71 млн. руб., при большей цене сделки слияние будет нецелесообразным. Таким образом, предложенная нами методика позволит рассчитать синергический эффект от слияния нефтяных компаний как разницу между справедливыми стоимостями компаний до и после сделки, оцененных с учетом особенностей производственного и финансового состояний этих компаний и изменения ситуации в мировой и отечественной экономике, за вычетом премии за контроль и общих затрат на интеграцию. Данный подход к расчету синергического эффекта устанавливает минимальную и максимальную цену сделки и определяет целесообразность сделки на определенную дату оценки.

Стоимость объединенной компании – 419 570,20 млн. руб.				
Минус				
Справедливая стоимость ОАО АНК «Башнефть» – 377 339,29 млн. руб.				
Минус				
Справедливая стоимость ОАО НК «Русснефть» – 17 496,09 млн. руб.				
Минус				
Премия за контроль				
Премия за контроль, %	38	66,7	88	170
Размер премии за контроль, млн. руб.	6 648,51	11 669,89	15 396,56	29 743,35
Минус				
Затраты на интеграцию				
Сумма заемных средств для сделки, млн. руб.	19 315,68	23 332,78	26 314,12	37 791,55
Затраты по обслуживанию долга по займам на осуществление интеграции, млн. руб.	1 834,99	2 216,614	2 499,84	3 590,20
Общие затраты на интеграцию, млн. руб.	2 018,49	2 438,28	2 749,83	3 949,22
Равно				
Синергический эффект от слияния				
Синергический эффект от слияния ОАО АНК «Башнефть» и ОАО НК «Русснефть» в зависимости от ставки премии за контроль, млн. руб.	16 067,82	10 626,65	6 588,44	-8 957,75

Рис. 2. Расчет синергического эффекта от слияния ОАО АНК «Башнефть» и ОАО НК «Русснефть»

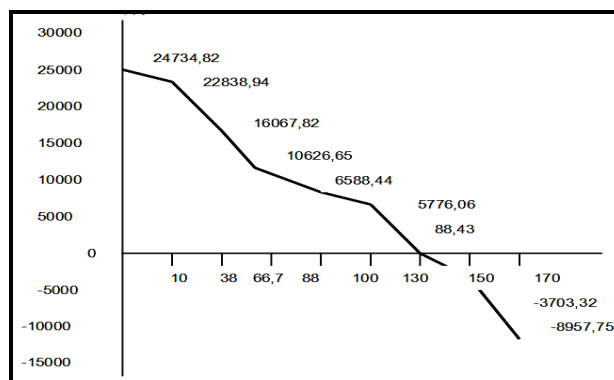


Рис. 3. Зависимость синергического эффекта от слияния ОАО АНК «Башнефть» и ОАО НК «Русснефть» от размера премии за контроль, млн. руб.

### Литература

- Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества [Электронный ресурс] : постановление Правительства РФ от 14 февр. 2006 г. №87. Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
- Булеев И.П. Проблемы оценки эффективности интеграции предприятий: синергический подход [Текст] / И.П. Булеев, С.В. Богачев // Экономика промышленности. – 2009. – №4. – С. 126-133.
- Гохан П. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний [Текст] : пер. с англ. / Патрик А. Гохан. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 740 с.
- Жигло А. и др. Расчет поправки за контроль при оценке пакетов акций российских компаний [Текст] / А. Жигло, В. Устименко, А. Стекольщикова // Рынок ценных бумаг. – 2005. – №12. – С. 54-56.
- Полухин П.Ю. Премия за контроль при слияниях и поглощениях [Электронный ресурс] / П.Ю. Полухин // Интернет-журнал АТиСО / Акад. труда и социал. отношений. – июль 2007. URL: <http://www.e-rej.ru/Articles/2007/Poluhin.pdf>
- Пратт Ш.П. Оценка бизнеса. Скидки и премии [Текст / Шеннон П. Пратт ; пер. с англ. А.А. Пауткина. – М. : Винто-менеджмент, 2005. – 392 с.
- ФБК [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: <http://www.fbk.ru/>
- Федотова М.А. Премия за контроль и скидка за размер пакета: практическое применение отечественной статистики [Электронный ресурс] / М.А. Федотова, Е.М. Евстафьева // Оценочная деятельность. – 2008. – №1. URL: [http://smao.ru/files/magazine/2008/01/1\\_67-71.pdf](http://smao.ru/files/magazine/2008/01/1_67-71.pdf)
- Халикова Д.О. Методика выбора компаний-цели для сделок слияния и поглощений для нефтяных компаний [Текст] / Д.О. Халикова // Аудит и финансовый анализ – 2013. – №5 – С. 449-454.

### Ключевые слова

Синергия; синергический эффект; слияния и поглощения; оценка стоимости бизнеса; метод дисконтированных денежных потоков; метод экономической добавленной стоимости; метод чистых активов; метод реальных опционов; премия за контроль; затраты на интеграцию при слияниях и поглощениях.

*Халикова Дилара Ойратовна*

### РЕЦЕНЗИЯ

В последние годы растет интерес к рынку слияний и поглощений, это связано с увеличением числа подобных сделок во всех отраслях промышленности и особенно в топливно-энергетическом комплексе.

В современной экономической среде слияния и поглощения являются одним из важнейших механизмов роста капитализированной стоимости компаний и повышения эффективности их работы. Осуществление сделок по слияниям и поглощениям может способствовать повышению конкурентоспособности компании за счет выхода на новые рынки, снижения транзакционных издержек, диверсификации

рисков, оптимизации инвестиционных портфелей компании, а также достижения синергического эффекта от слияния или поглощения. Поэтому представленная статья, в которой исследуются вопросы оценки эффективности потенциального синергического эффекта при осуществлении сделок по слияниям предприятий топливно-энергетического комплекса, представляется нам весьма актуальной.

Научный интерес представляет разработанная автором методика оценки синергического эффекта от слияния нефтяных компаний с учетом особенностей производственного и финансового состояний этих компаний, изменения ситуации в мировой и отечественной экономике, с учетом премии за контроль и общих затрат на интеграцию.

Интерес предложенная методика представляет и с точки зрения оценки минимальной и максимальной цены сделки и определения целесообразности сделки на дату оценки. В статье разработанная методика апробирована на примере предполагаемой сделки по слиянию вертикально-интегрированной нефтяной компании Открытое акционерное общество (ОАО) Акционерная нефтяная компания «Башнефть» и ОАО Нефтяная компания «Русснефть». В представленном на рецензию варианте статья соответствует требованиям, предъявляемым к подобным изданиям, и может быть рекомендована к опубликованию.

*Лейберт Т.Б., д.э.н., проф. кафедры экономики и управления на предприятии нефтяной и газовой промышленности ФГБОУ ВПО «Уфимский государственный нефтяной технический университет»*

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)  
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)