

О динамике рыночной капитализации нефтегазодобывающих компаний¹

А.А. БАЛАБИН, кандидат экономических наук. E-mail: balabin-a-a@mail.ru
ORCID: 0000-0003-1327-7677

Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН,
Новосибирский государственный технический университет, Новосибирск

Аннотация. Рассматриваются особенности формирования рыночной капитализации двух публичных нефтегазодобывающих компаний России и США в ходе торгов на Лондонской и Нью-Йоркской фондовых биржах в 2006–2020 гг. На их примере показано, что разрыв в рыночной капитализации российской и американской компаний-аналогов продолжает последовательно увеличиваться в рассматриваемый период, несмотря на значительный прогресс в развитии рыночной инфраструктуры и внедрение норм корпоративного управления в России. Отставание величины рыночной капитализации российских компаний от их зарубежных аналогов не могут объяснить ни традиционные факторы, влияющие на рыночную капитализацию нефтегазодобывающей компании (цены на сырую нефть, уровень добычи, размер доказанных запасов, развитие рыночной институтов и т.п.), ни экономические санкции, наложенные на компании российского нефтедобывающего сектора. Предположительно, снижение рыночной капитализации можно рассматривать как побочный эффект усиления роли государства в отрасли.

Ключевые слова: рыночная капитализация; нефтегазодобывающие компании; экономические санкции; национализация нефтегазовых компаний; «Роснефть»; «Шеврон»

Утверждение о рыночной недооцененности российских добывающих компаний по сравнению с их зарубежными аналогами давно стало общим местом. В отличие от многих других отраслей, добывающий сектор нашей экономики производит вполне конкурентоспособную продукцию, сохранил и развил советский производственный аппарат и транспортную инфраструктуру, располагает значительными запасами полезных ископаемых, обеспечивающих долгие годы бесперебойной работы. Казалось бы,

¹ Статья подготовлена в рамках государственного задания по проекту XI.174.1.2. «Принципиальные подходы к формированию взаимосвязей основных участников процессов освоения минерально-сырьевых ресурсов Азиатской части России в условиях глобальных вызовов XXI века» № AAA-A17-117022250131-5

и оцениваться компании из этого сектора должны приблизительно как их зарубежные конкуренты. Но этого не происходит.

В 1990-е годы, в начале и середине 2000-х в качестве основной причины низкой рыночной оценки считалась недостаточная развитость российского законодательства, рынка ценных бумаг, рыночной инфраструктуры (бирж, депозитариев, расчетных центров), несоблюдение стандартов корпоративного управления. Поэтому первоначальные усилия и бизнеса (потенциальных эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг), и государства были направлены на решение этих насущных вопросов.

В общем случае недооценка акций российских компаний связывалась с совокупностью рисков политической и макроэкономической нестабильности страны, непрозрачностью денежных потоков, с отсутствием реальных ориентиров в виде процентных ставок, непредсказуемостью налоговой политики, угрозой вмешательства криминальных структур в деятельность компаний, недобросовестного поведения участников фондового рынка.

Но вот, казалось бы, к настоящему времени уже сложилась развитая, современная, отвечающая всем международным требованиям институциональная структура рынка, налицо все его необходимые атрибуты. Имеется набор проработанных законодательных актов; обеспечена внутренняя политическая и фискальная стабильность; сформировано профессиональное и достаточно гибкое регулирование всех элементов финансового рынка со стороны государственного мегарегулятора – Банка России; высокотехнологичные биржи и депозитарии предоставляют доступ практически ко всем типам и видам финансовых инструментов, в том числе за рубежом. Появились крупные профессиональные участники рынка ценных бумаг, для которых сформированы достаточно жесткие стандарты управления их рисками и рисками их клиентов. Все крупнейшие, крупные и средние российские компании дружно рапортуют со страниц своих корпоративных сайтов о принятых ими правилах корпоративного управления, о независимых лицах в составе советов директоров и о защите прав инвесторов. А заниженная рыночная оценка стоимости отечественных компаний остается.

В литературе имеется подробное теоретическое обсуждение факторов, влияющих на капитализацию добывающих компаний в развивающихся странах [Rojas-Suarez, 2014]. Установлено, что

в нефтегазовом секторе капитализация тесно связана не только с ценами на сырье, но и с объемами добычи и доказанными запасами полезных ископаемых, которыми располагает компания [Ewing, Thompson, 2016]. В ряде работ рассматривается связь величины капитализации с развитием рыночных институтов [Billmeier, Massa, 2009; Zhu et al., 2020], с уровнем коррупции [Ahmed, 2020], с шоками, возникающими в связи с резким падением цен на нефть и газ [Fang et al., 2014; Basher et al., 2018], с потерями и техногенными авариями [Corbet et al., 2020], с выполнением стандартов корпоративного управления [Sayari, Marcum, 2018] и так далее.

Цель исследования состоит в том, чтобы показать на основе статистических данных и анализа корпоративных событий, что вышеназванные факторы всё же не дают полного объяснения причины систематической недооцененности российских нефтегазовых компаний по сравнению с их зарубежными конкурентами и, таким образом, требуется поиск иных специфических причин для объяснения данного феномена.

Для этого мы проследим динамику рыночной капитализации двух нефтегазодобывающих компаний – российской и американской – на длительном промежутке времени (с 2006 г. по настоящее время) и посмотрим, как меняется в этот период разрыв в их рыночной оценке.

С этой целью будем рассчитывать рыночную капитализацию компании путем умножения количества выпущенных ею акций всех типов на их цену, зафиксированную при закрытии биржи в определенный торговый день². Для приведения цены к единой единице измерения в качестве базисной валюты используется доллар США по официальному курсу на ту же дату. Статистическая обработка рядов цен (сглаживание, исключение случайных выбросов и т.п.) не производилась.

В рамках оценочной деятельности используются три разных подхода (затратный, доходный, рыночный), дающие, как правило, разные результаты. На особенности этих подходов для добывающих компаний уже обращал внимание журнал «ЭКО» [Балабин и др., 2016], однако при различиях в абсолютном значении они дают, как правило, одинаковое направление в динамике величины

² Рыночная капитализация [Эл. ресурс] // Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/s26> (дата обращения: 17.09.2020).

стоимости компании. Сравнивая изменения в рыночной капитализации в рамках данной статьи, мы используем только рыночный подход (а именно – метод аналогов), не затрагивая другие возможные подходы к оценке бизнеса.

Эмпирической базой исследования послужили данные о ежедневных ценах на акции (на депозитарные расписки на акции) на Лондонской и Нью-Йоркской фондовых биржах. Специально исследовался вопрос, насколько различаются цены на акции одной компании на различных биржах (и, соответственно, возникнут ли различия в рыночной капитализации, рассчитанные исходя из этих цен). Наш выборочный расчет на основе биржевой информации³ от 25.07.2020 г. показал, что различия в ценах на акции конкретных компаний, торгующихся сразу на многих зарубежных биржах, составляют для PetroChina 0,088%, для «Газпрома» – 0,081%, для Petrobras – 0,017%, для «ЛУКОЙЛА» – 0,082%, для Epi – 0,24%. Для ПАО «НК «Роснефть»» различие между ценами закрытия акции на Лондонской фондовой бирже (где торгуются глобальные депозитарные расписки компании) и на Московской бирже составило 0,07%.

Таким образом, влияние «местного колорита» различных бирж на цену акций компании минимально. Об этом свидетельствуют и специальные исследования (см., например [Шимко, 2017. С. 53] – полученная оценка разности в ценах акций одной компании на разных биржах составляет 0,8%). Объяснить это просто: в условиях глобальной взаимосвязанности бирж профессиональный участник рынка ценных бумаг получает широкие возможности заключения сделок сразу на многих торговых площадках (арбитражных сделок), что выравнивает цены акций крупных компаний, уже с учетом складывающихся курсов валют. Таким образом, для оценки динамики рыночной капитализации достаточно использовать данные любой из бирж, на которых торгуются акции или депозитарные расписки⁴ данной компании.

³ Financial Times Screener: Equities // URL: <https://markets.ft.com/data/equities/results> (дата обращения: 25.07.2020).

⁴ Разумеется, в расчете цены акции следует учитывать факт того, что депозитарная расписка может включать в себя несколько акций зарубежного эмитента. В этом случае цена одной акции получается делением цены депозитарной расписки на количество включенных в неё акций. Впрочем, для компании «Роснефть» это делать нет необходимости, поскольку одна её глобальная депозитарная расписка (GDR) включает в себя только одну обыкновенную именную акцию компании.

Сравнительный анализ динамики рыночной капитализации нефтедобывающих компаний

Продemonстрируем различия в рыночной капитализации на примере компании Chevron Corporation (США) и ПАО «Нефтяная компания «Роснефть»». Обе входят в десятку крупнейших нефтегазодобывающих компаний мира.

История «Шеврон» началась в 1911 г. Поглотив ряд конкурентов, компания к настоящему времени превратилась в многопрофильный концерн, объединяющий предприятия разведки, добычи, транспортировки, а также комплексной переработки и сбыта энергетических ресурсов и нефтехимических продуктов. Общая численность занятых в компании на конец 2019 г. – 44,7 тыс. чел. (исключая обслуживающий персонал). В 2019 г. компания добыла 3,06 млн барр./сутки (в нефтяном эквиваленте). В настоящее время она имеет пять нефтеперерабатывающих заводов в США и доли в зарубежных НПЗ, объем переработки сырой нефти на которых составил в 2019 г. 77,6 млн т. Доказанные запасы нефти у «Шеврон» составляют 11,4 млрд барр.н.э. (по классификации SEC)⁵. Ее уставный капитал состоит из 1904726061 обыкновенных акций номиналом 0,75 долл. США, в рассматриваемый период операций по изменению величины УК, дроблению, консолидации, выкупу своих акций не проводилось (последние действия такого рода относятся к 2004 г.). Отметим также, что российские участники рынка ценных бумаг могут свободно осуществлять сделки с акциями «Шеврон» (в долларах США) через Санкт-Петербургскую биржу⁶.

«Роснефть», созданная в 1991 г., за счет череды поглощений стала крупнейшей нефтедобывающей компанией России и одной из самых крупных в мире. По структуре своей деятельности, включающей все стадии нефтегазодобычи, переработки и торговли нефтепродуктами, она сходна с «Шеврон». В 2019 г. она

⁵ Годовой отчет компании за 2019 год, URL: <https://www.chevron.com/-/media/chevron/annual-report/2019/documents/2019--Annual-Report.pdf> (дата обращения: 23.07.2020).

⁶ Вообще, На ПАО «Санкт-Петербургская биржа» введены в обращение более 1400 наиболее ликвидных иностранных инструментов (акций, депозитарных расписок и облигаций), в том числе входящих в индекс S&P 500. (см. официальный сайт биржи URL: <https://spbexchange.ru/ru/stocks/inostrannye/Instruments.aspx>, (дата обращения: 17.09.2020).

добывала 4,67 млн барр.н.э./сутки, имела 13 НПЗ, на которых было переработано 103,0 млн т сырой нефти. Среднесписочная численность занятых (включая дочерние и зависимые компании) составила 334,7 тыс. чел. (в том числе непосредственно в нефте- и газодобыче – 90,4 тыс.чел.). Доказанные запасы нефти компании «Роснефть» – 42,0 млрд барр. н.э⁷. Ее уставный капитал составляют обыкновенные акции в количестве 10598177817 ед. номиналом 1 копейка; в период 2006–2020 гг. операций по изменению величины УК, дроблению, консолидации, выкупу своих акций также не проводилось (первая программа выкупа собственных акций осуществляется с 2018 г. по конец 2020 г.).

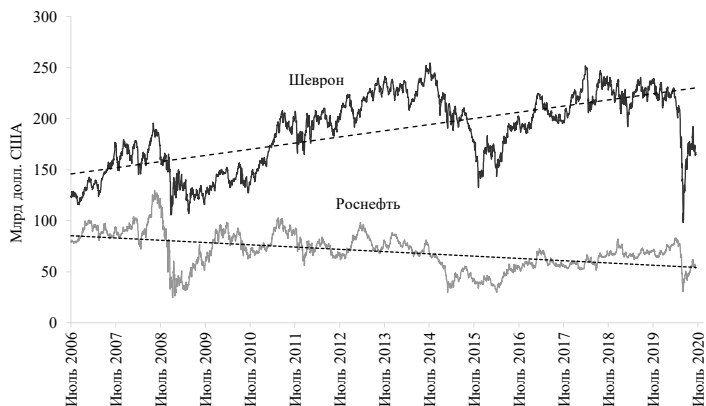
Из краткого описания видно, что по объемам производственной деятельности «Роснефть» превосходит «Шеврон» приблизительно в 1,5–2 раза, по доказанным запасам энергоресурсов – в четыре раза. Количество акций в обращении (что могло бы позитивно или негативно повлиять на их цену) за рассматриваемый период не изменялось.

На рисунке представлена динамика рыночной капитализации двух компаний. Для построения графиков использовались данные о ежедневных ценах закрытия на глобальные депозитарные расписки (GDR) «Роснефти» на Лондонской фондовой бирже, а также о ежедневных ценах на акции «Шеврон» на Нью-Йоркской фондовой бирже в период с 19 июля 2006 г. (начальная дата торгов GDR «Роснефти») по 1 июля 2020 г.⁸ На эту дату капитализация «Шеврон» составила 166,8 млрд, «Роснефти» – 54,1 млрд долл. США.

За исследуемый период «Шеврон» не проводила существенных реорганизаций (с выделением крупных подразделений, поглощением или слиянием с другими компаниями). Из крупных «нефтегазовых» приобретений «Роснефти» в данный период можно отметить только покупку контрольного пакета акций ПАО АНК «Башнефть» в 2016 г.

⁷ Данные официального сайта ПАО «Роснефть». URL: <https://www.rosneft.ru/business/Upstream/ProductionAndDevelopment/> (дата обращения: 23.07.2020).

⁸ Отметим, что торговые дни на Лондонской и Нью-Йоркской биржах не всегда совпадают за счет нескольких национальных праздничных дней. Если на одной из бирж в праздничный день торги не проводились, из временного ряда исключались результаты торгов на другой, работавшей в этот день бирже. Например, результаты торгов на Лондонской фондовой бирже от 4 июля каждого года исключались из общего ряда (в США это День независимости, и биржи закрыты).



Источник: рассчитано автором на основе данных «Роснефти» (URL: <https://www.rosneft.ru/Investors/instruments/quotes>) и сайта Investing.com (URL: <https://www.investing.com/equities/chevron-historical-data>).

Динамика рыночной капитализации компаний «Шеврон» и «Роснефть» в 2006–2020 гг., млрд долл.

На всем рассматриваемом отрезке времени компании работали в «стационарном» производственном режиме. Инфраструктура российского рынка ценных бумаг по уровню стандартизации, технической оснащенности, безопасности и открытости приблизилась к наилучшим зарубежным аналогам. Обе компании придерживаются аналогичных стандартов корпоративного управления. Однако рыночная капитализация компании «Шеврон» не только существенно превосходила капитализацию «Роснефти» на всем периоде, линейные тренды капитализации у компаний оказались разнонаправленными (см. пунктирные линии на рисунке).

Рыночная капитализация «Шеврон» показывает не всегда уверенную, прерывающуюся кризисными явлениями, тенденцию к росту (движение тренда направлено вверх, что означает средний положительный рост капитализации). У «Роснефти» столь же неуверенно, прерываясь подъемами и спадами, наблюдается тенденция к снижению капитализации (движение тренда направлено вниз, т.е. средние за период темпы роста капитализации отрицательные).

Была рассчитана среднеарифметическая (по дням) величина разрыва в рыночной капитализации двух компаний

в различные временные отрезки внутри рассматриваемого периода: 2006–2008 гг. – 64,0 млрд долл., и 2009–2011 гг. – 81,6; 2012–2014 гг. – 146,6; 2015–2017 гг. – 142,4; 2018–2020 гг. – 151,9 млрд долл. США. Из которой видно, что средний разрыв имеет тенденцию к увеличению. Особенно это заметно в периоды с 2009 г. по 2014 г.

В середине 2020 г. «Роснефть», превосходя «Шеврон» по основным объемным показателям деятельности, стоит, с «биржевой» точки зрения, в три раза дешевле «Шеврон» (на 01.07.2020 г., соответственно, 54 млрд против 167 млрд долл.).

Конечно, всегда можно сослаться на «перегретость» сегодняшнего фондового рынка США. Однако спекулятивный рост цен, как правило, захватывает прежде всего новые, быстро развивающиеся сферы бизнеса (сейчас это, к примеру, компании, связанные с цифровизацией процессов производства и потребления), и лишь в последнюю очередь – традиционные секторы, которые к тому же представляются (во всяком случае, в общественном мнении) чуть ли не главными виновниками загрязнения окружающей среды. Как правило, «финансовые пузыри» не возникают на спекуляциях ценными бумагами традиционных и/или депрессивных отраслей. Некоторые исследователи с удивлением (и к радости экологов) обнаруживают, что в настоящее время акции энергетических компаний вполне можно исключить из инвестиционного портфеля инвесторов без ущерба для его доходности и надежности [Trinks at al., 2018].

Отметим, что в краткосрочном и среднесрочном аспектах динамика капитализации и той, и другой компании отражает рыночные тенденции движения цен на энергоносители, в том числе в разных фазах экономического цикла. Так, очевидно просматриваются падения капитализации обеих компаний в финансовый кризис 2007–2008 гг., в связи с падением цен на нефть в 2014–2015 гг., а также во время пандемии коронавируса COVID-19 в первой половине 2020 г. Вместе с тем, окончание кризисных явлений для «Шеврон» означает восстановление и последующий рост капитализации выше предкризисного уровня, а у «Роснефти» эти процессы выражены гораздо слабее – послекризисный рост капитализации с трудом «дотягивает» до прежнего уровня.

Влияние на капитализацию корпоративных событий

Отсутствие роста рыночной капитализации можно было бы трактовать исходя из специфики неорганического роста «Роснефти». Череда поглощений, проводившихся компанией, почти всегда сопровождалась сомнительными с точки зрения внешних наблюдателей событиями, несмотря на юридическую безупречность совершенных сделок.

Из числа таких событий отметим переход прав собственности на активы компании «ЮКОС» после её банкротства. Тогда, в декабре 2004 г., в качестве мимолетного владельца активов «ЮКОСА» выступила никому не известная «Байкал Финанс Групп», выигравшая аукцион по продаже акций компании «Юганскнефтегаз». Первоначальные заявления о том, что никакие государственные компании за победителем аукциона не стоят⁹, были тут же дезавуированы скоростным поглощением самой «Байкал Финанс Групп» со стороны «Роснефти». Тянувшееся до настоящего времени за рубежом дело «ЮКОСА» накладывает определенный негативный отпечаток на сегодняшнего владельца его имущества.

Второй эпизод в корпоративной истории «Роснефти» связан с приобретением в 2013 г. «ТНК-ВР», когда «Роснефть» воспользовалась противоречиями между российскими и британскими собственниками совместного нефтедобывающего предприятия и сделала обеим группам предложение, от которого они не смогли отказаться. В результате британская BP plc получила денежную компенсацию и увеличила свою долю в акционерном капитале «Роснефти», российские собственники «ТНК-ВР», получив деньги, покинули отечественный нефтяной бизнес, а «Роснефть» стала крупнейшей публичной нефтегазодобывающей компанией мира, обремененной крупными кредитами и предоплаченными обязательствами перед нефтетрейдерами по поставкам за рубеж. Как видно из графика на рисунке, ожидания многих экспертов о росте рыночной капитализации «Роснефти» в 2013–2014 г.

⁹ «В. Путин знает, кто стоит за «Байкал Финанс Групп». Заявления российского президента в Германии» //Прайм, сообщение от 21.12.2004 г. URL: <https://1prime.ru/Interview/20041221/760160434.html> (дата обращения: 29.07.2020).

не оправдались¹⁰. Наоборот, в 2015 г. максимально увеличился разрыв в капитализации «Роснефти» и «Шеврон».

Третий эпизод связан с приобретением в 2016 г. «Роснефтью» пакета акций компании «Башнефть», который ранее по решению суда был изъят у АФК «Система» в федеральную собственность. Примечательно, что мотивировка со стороны государства продажи акций именно «Роснефти» состояла в предполагаемом росте рыночной капитализации и «Башнефти», и «Роснефти»¹¹. Однако эти надежды, как мы видим, не оправдались. Не добавило росту капитализации и последовавшее в 2017 г. судебное разбирательство «Роснефти» с АФК «Система», в ходе которого «Роснефть» потребовала возместить убытки от реорганизации «Башнефти» в 2013–2014 гг. Тяжба закончилась мировым соглашением, по которому АФК «Система» заплатила «Роснефти» 100 млрд руб.

Остановимся на влиянии на «Роснефть» антироссийских санкций, введенных летом-осенью 2014 г. США и странами ЕС в связи с событиями в Крыму. Как известно, ряд нефтегазодобывающих российских компаний («Газпром», «Роснефть», «ЛУКОЙЛ», «Сургутнефтегаз», «Газпром нефть», «Новатэк») тогда потеряли доступ к товарам и технологиям, необходимым для освоения месторождений нефти на глубоководных участках и арктическом шельфе, а также в сланцевых пластах. Одновременно секторальные санкции (или даже потенциальная угроза их применения) отрезали российские компании от зарубежных рынков долгосрочного капитала.

Насколько это сказалось на капитализации «Роснефти»? С середины июля по середину августа 2014 г. компания потеряла 7,1% капитализации (она уменьшилась приблизительно с 70 до 65 млрд долл. США), это, казалось бы, много. Однако общее снижение цен на акции коснулось всех нефтегазовых компаний, и связано оно было главным образом с падением нефтяных цен.

¹⁰ Финал «интересного приключения»: «Роснефть» завершила покупку ТНК-ВР //РБК. 22.03.2013. URL: <https://www.rbc.ru/economics/22/03/2013/5704054a9a7947fcbd446f81> (дата обращения: 29.07.2020).

¹¹ «Почему представители государства в компании не считают это решение для самой компании ущербным? Потому что при приобретении контрольного пакета «Башнефти» и последующей продаже 19,5% самой «Роснефти» стоимость акций «Роснефти» существенным образом вырастает» – из выступления Президента В. В. Путина на на форуме «ВТБ Капитала» «Россия зовет!» от 12.10.2016 г. Цит. по: URL: https://www.rbc.ru/business/12/10/2016/57fe3a859a7947882ebdf559?from=materials_on_subject (дата обращения: 29.07.2020).

За тот же период акции «Шеврон» подешевели на 3,2% (снижение с 247 до 239 млрд долл. США). Таким образом, грубо оценить мгновенный эффект от санкций можно в 4–5% от капитализации, не более. К началу 2015 г. рыночная капитализация «Шеврон» упала до 195 млрд, а «Роснефти» – до 37 млрд долл., оставив существенный разрыв между ними. На фоне общего падения цен на акции нефтегазовых компаний, вызванного снижением цен на сырье, «санкционные» потери «Роснефти» выглядят незначительными¹². Большую разницу между капитализацией «Шеврон» и «Роснефти» это не объясняет.

И, наконец, можно вспомнить сложную историю с продажей 19,5% акций «Роснефти», находившихся в собственности ОАО «Роснефтегаз» (сейчас – АО «Роснефтегаз») на рубеже 2016–2017 гг. Учитывая, что исполнительное руководство «Роснефти» и «Роснефтегаза» осуществляется одним лицом, де-факто речь шла о санкционированной высшим руководством компании операции по перераспределению части своих же акций. Отметим, что сам характер и сложность совокупности операций наводят на мысль о не рыночном характере¹³. Об этом же свидетельствуют последующие события, приведшие к необходимости конструирования новых дополняющих схем перераспределения акций между конечными выгодоприобретателями акций «Роснефти»¹⁴.

Не удивительно, что, как демонстрирует вышеприведенный график, динамика рыночной капитализации «Роснефти» в этот период никак не отражает факта существенных изменений в составе акционеров. Капитализация тогда определялась главным образом ценой нефти, и в силу этого мало чем отличалась от динамики капитализации американской «Шеврон». Получается, что столь

¹² Отметим, что влияние санкций конечно не исчерпывается краткосрочными эффектами на рынке ценных бумаг. Их долгосрочные последствия, будут сказываться на технической оснащенности компании, на готовности к разведке, освоению новых перспективных месторождений, на увеличении себестоимости продукции и т.д. Вероятно, санкции также будут в конечном итоге отрицательно влиять на рыночную капитализацию, но это «отложенное» влияние в условиях сегодняшнего перенасыщения рынка нефти пока проследить затруднительно.

¹³ *Ткачев И., Дзяко Т.* В приватизации «Роснефти» принял участие ВТБ //РБК. 16.01.2017. URL: <https://www.rbc.ru/economics/16/01/2017/587d01469a7947eff3e09eaa> (дата обращения: 30.07.2020).

¹⁴ *Старинская Г., Топорков А., Петлевой В.* Продажа китайской CEFC14% акций «Роснефти» отменена//Ведомости. 06.05.2018.URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2018/05/06/768713-prodazha-cefc> (дата обращения: 30.07.2020).

долго готовившаяся и долго обсуждавшаяся продажа значительной доли акций «Роснефти» мало повлияла на позиции компании на фондовом рынке, на отношение к ней рыночных игроков.

Президент «Роснефти» И.И. Сечин заявлял в ноябре 2015 г.: «Я считаю, что для целей приватизации надо брать цену последней сделки, потому что рыночные котировки не являются референтными в условиях санкций и ряда других ограничений. Фундаментальная стоимость компании не отражается текущими котировками. Для целей приватизации надо брать цену последней сделки, эта цена продажи акций ВР – \$8,12. Перспективы компании очень позитивные. Фундаментальная стоимость компании позволяет выходить на уровни, превышающие капитализацию в 100 миллиардов долларов и больше, до 120–130 миллиардов долларов»¹⁵.

Из контекста процитированного интервью следует, что под «последней сделкой» И.И. Сечин имеет в виду не рыночные биржевые котировки и сделки, наблюдавшиеся ко времени интервью, а последнюю крупную внебиржевую сделку по продаже пакета акций «Роснефти» компании «ВР». Договоренность об этой комплексной эксклюзивной сделке состоялась в октябре 2012 г., т.е. за три года до интервью¹⁶. Отметим, что цена одной акции/GDR компании в ноябре 2015 г. составляла 3,9–4,4 долл., т.е. была приблизительно в два раза ниже «желаемого» уровня.

Цены, по которым продаются ценные бумаги в крупных сделках (в том числе в порядке приватизации), конечно, могут отличаться (и отличаются) от биржевых, но не в разы. Иначе действия покупателя теряют экономический смысл, ведь он мог бы купить тот же или аналогичный товар на биржевом рынке по гораздо более низкой цене. И ни одна аудиторская компания не смогла бы подтвердить справедливую/фундаментальную стоимость публичной компании, не учитывая актуальную статистику биржевых цен на её акции. Отметим, что когда в октябре 2012 г. «ВР» пришла к соглашению о приобретении акций «Роснефти», они стоили на биржевом рынке 6,7–7,4 долл. Таким образом, «ВР» приобрела акции, заплатив за них разумную премию в размере 10–20% по отношению к ценам на бирже и с учетом величины приобретаемого пакета акций.

¹⁵ Цит по: *Обухова Е., Огородников Е., Ремизов М.* Не говорите «приватизация» – говорите «распродажа»// Эксперт. 2016. № 5. 1–7 февр.

¹⁶ Окончательно сделка была завершена в марте 2013 г.

Как видим, ожидания руководства компании относительно роста её рыночной капитализации не оправдываются, и это не связано с какими-либо конкретными ситуативными ограничениями. Это устойчивая ситуация, наблюдавшаяся и до санкций, и после санкций на протяжении ряда лет. На взгляд автора, трудно в среднесрочном периоде ожидать устойчивого роста цен на нефть, газ или улучшения внешнеполитической ситуации, которые вызвали бы ускоренный рост капитализации «Роснефти». В настоящее время её отчасти поддерживает ускоренный приток на биржу новых инвесторов из числа физических лиц-россиян. Однако этот приток новых лиц и их капиталов может быть прерван в любой момент очередным кризисом на рынке ценных бумаг.

Как же объяснить одновременное увеличение масштабов деятельности российской нефтегазовой компании и нисходящую динамику её рыночной капитализации? Отметим, что причины, систематически влияющие негативно на рыночную капитализацию добывающей компании (снижение располагаемых компанией запасов полезных ископаемых, низкий технологический уровень, неразвитость рыночных институтов, уровень коррупции, плохое качество корпоративного управления и т.п.), постепенно ослабевали в исследуемый период, а цены на сырьевые ресурсы, безусловно влияющие на биржевую оценку акций, испытывали взлеты и падения и не могли оказывать систематическое понижающее влияние на капитализацию.

Рассмотренные нами события корпоративной истории «Роснефти», взятые в совокупности, привели к формированию мощной энергетической компании, способной конкурировать с крупнейшими частными отечественными и зарубежными игроками в производственной и сбытовой сферах¹⁷. Однако нельзя не заметить, что одновременно усиливалось и влияние государства – как на эту компанию, так и через неё – на нефтегазовый сектор страны в целом. Если рассматривать это влияние как антитезу свободному и ничем не ограниченному действию рыночных сил, это может объяснить снижение рыночной оценки такой компании. В этом случае систематическое снижение капитализации компании становится побочным эффектом общей стратегии на повышение управляемости важной отраслью российской экономики.

¹⁷ Крутаков Л. Возрождение одной отрасли // Эксперт. 2020. № 37(1175). С. 36–41.

Разумеется, мы не являемся сторонниками очередной «теории заговора», как это делают некоторые зарубежные авторы [Gavin et al., 2013], речь ни в коем случае не идет о каком-либо сознательном, целенаправленном воздействии на рыночные цены акций. Можно рассматривать снижение рыночной капитализации как частное проявление общих тенденций к укреплению роли государства в экономике страны. Дальнейшие исследования помогут либо подтвердить, либо отвергнуть эту гипотезу.

Выводы

Подведем некоторые итоги нашим наблюдениям.

Рыночная капитализация является одним из распространенных способов определения стоимости компании, но этот способ оценки не может дать мгновенную объективную характеристику её стоимости. Она выявляется только на значительном промежутке времени, как тенденция или тренд, снимающий влияние спекулятивных действий игроков, фаз экономического цикла, случайных событий. В условиях глобализации современной биржевой деятельности, цены любой из бирж, на которой продаются акции (депозитарные расписки) конкретной компании, являются репрезентативными для целей расчета её рыночной капитализации, имея в виду необходимость перерасчета текущих цен к единым единицам измерения.

Российские нефтедобывающие компании характеризуются низкой рыночной капитализацией по сравнению с их зарубежными аналогами, при сопоставимых или даже превосходящих объемах добычи и доказанных запасах, причем на рост этой капитализации мало повлияли процессы развития институтов национального фондового рынка, его «сопряженности» с международными рынками капитала, внедрение в компаниях стандартов корпоративного управления, происходившие в течение первых двух десятилетий 2000-х годов.

Сравнение динамики рыночной капитализации отечественной и зарубежной компаний позволяет сделать вывод, что сложившийся разрыв в величине их капитализации увеличивается на протяжении длительного времени. Текущие события в деятельности российской нефтегазодобывающей компании (как положительные, так и негативные) хотя и оказывают некоторое понижающее или повышающее влияние на величину рыночной капитализации,

но в целом не меняют тенденцию к её снижению. При недостаточности известных нам объяснений феномена недооценки рыночной капитализации российских компаний, автор выдвигает гипотезу о понижающем воздействии на этот показатель фактора усиления влияния государства – как на рассматриваемую компанию, так и на нефтегазовый сектор страны в целом.

Литература/ References

Балабин А. А., Щербиков В. А., Щербаклова Н. А. Вопросы оценки стоимости добывающей компании // ЭКО. 2016. № 46(9). С. 123–134. DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2016-9-123-134

Balabin, A.A., Shcherbakov, V.A., Shcherbakova, N.A. (2016). Issues of estimating the value of a mining company. *ECO*. No. 46(9). Pp. 123–134. DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2016-9-123-134. (In Russ).

Шимко О. В. Современные особенности капитализации нефтегазовых транснациональных корпораций США: дис. ... канд. экон. наук. МГИМО, Москва, 2017. 292 с. URL: https://mgimo.ru/science/diss/SHimko_dissertaciya.pdf (дата обращения: 10.06.2020).

Shimko, O.V. (2017). Modern features of capitalisation of US oil and gas transnational corporations. Ph.D. dissertation (in econ.), Moscow. MGIMO, 292 p. Available at: https://mgimo.ru/science/diss/SHimko_dissertaciya.pdf (In Russ.).

Ahmed, W. (2020). Corruption and equity market performance: International comparative evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 60. April. DOI: 10.1016/j.pacfin.2020.101282

Basher, S.A., Haug, A.A., Sadorsky, P. (2018). The impact of oil-market shocks on stock returns in major oil-exporting countries. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 86. Pp. 264–280.

Billmeier, A., Massa, I. (2009). What drives stock market development in emerging markets – institutions, remittances, or natural resources? *Emerging Markets Review*, Vol. 10. Iss.1. Pp. 23–35.

Corbet, S., Larkin, C., McMullan, C. (2020). The impact of industrial incidents on stock market volatility. *Research in International Business and Finance*, Vol. 52. DOI:10.1016/j.ribaf.2019.101125

Ewing, B.T., Thompson, M.A. (2016). The role of reserves and production in the market capitalization of oil and gas companies. *Energy Policy*. Vol. 98. Pp. 576–581, DOI:10.1016/j.enpol.2016.09.036 (accessed 27.03.2020).

Fang, C.-R., Shih, Y., You, S.-Y. (2014). The impact of oil price shocks on the large emerging countries' stock prices: Evidence from China, India and Russia. *International Review of Economics & Finance*. Vol. 29. Jan. Pp. 330–338.

Gavin, L., Kretzschmar, G., Simpson, E., Haque, M. (2013). Russia's resource capitalism – market vs political signaling. *Energy Policy*, Vol. 61. Pp. 771–782. DOI:10.1016/j.enpol.2013.04.082

Rojas-Suarez, L. (2014). Towards strong and stable capital markets in emerging market economies. *BIS Papers* No. 75, Available at: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bisrap75c.pdf> (accessed 27.03.2020).

Sayari, N., Marcum, B. (2018). Reducing risk in the emerging markets: Does enhancing corporate governance work? *BRQ Business Research Quarterly*, Vol. 21. Iss. 2. Pp. 124–139.

Trinks, A., Scholtens, B., Mulder, M., Dam, L. (2018). Fossil Fuel Divestment and Portfolio Performance. *Ecological Economics*, Vol. 146. Pp.740–748.

Zhu, Z., Ji Q., Sun, L., Zhai, P. (2020). Oil and gas industry. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 70. DOI: 10.1016/j.irfa.2020.101516

Статья поступила 19.08.2020.

Статья принята к публикации 05.10.2020.

Для цитирования: Балабин А.А. О динамике рыночной капитализации нефтегазодобывающих компаний// ЭКО. 2020. № 12. С. 84-99. DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2020-12-84-99.

For citation: Balabin, A.A. (2020). About Market Capitalization of Oil and Gas Companies. *ECO*. No. 12. Pp. 84-99. (In Russ.). DOI: 10.30680/ECO0131-7652-2020-12-84-99.

Summary

Balabin, A.A., Cand. Sci. (Econ.), Institute of Economics and Industrial Engineering, SB RAS, Novosibirsk State Technical University, Novosibirsk

About Market Capitalization of Oil and Gas Companies

Abstract. The paper considers specific features of market capitalization through the performance of a public gas and oil company from Russia and another from the United States. The analysis is based on trading data on the London and New York stock exchanges for the period of 2006–2020. As proved in the paper, traditional factors affecting the market capitalization of oil and gas companies (crude oil prices, production levels, proven reserves, development of market infrastructure, etc.) cannot explain why the market capitalization of Russian companies lags behind their foreign counterparts. Neither can this gap be explained by economic sanctions imposed on companies in the Russian oil sector in 2014. As shown in the example of two similar companies, despite significant progress in the development of market infrastructure and corporate governance in Russia the gap in the market capitalization of Russian and American companies continues to increase consistently during the period under review. The reasons for a low market valuation of Russian oil and gas companies may presumably be attributed to the efforts of Russian authorities to return strategic energy assets under state control.

Keywords: market capitalization; oil and gas companies; economic sanctions; nationalization of oil and gas companies; Rosneft; Chevron