Бакаев Петр Геннадьевич. Оценка инвестиционных качеств акций российских нефтяных компаний : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 1999 200 c. РГБ ОД, 61:99-8/1160-9

**Содержание к диссертации**

Введение

Гл. I. Рынок акций российских нефтяных компаний: формирование и основные особенности

1. Вертикальная интеграция нефтяных компаний, переход на единую акцию 9

2. Ценные бумаги нефтяных компаний: особенности эмиссии и обращения 19

Гл. II. Оценка инвестиционных качеств акций нефтяных компаний 1. Фундаментальный анализ акций

1.1. Сущность и методы фундаментального анализа 32

1.2. Традиционный фундаментальный анализ 57

1.3. Особенности современного фундаментального анализа акций российских нефтяных компаний ,76

2. Технический анализ акций

2.1. Сущность и методы технического анализа . .89

2.2. Традиционный технический анализ 90

2.3. Особенности современного технического анализа 102

3. АО "НК "ЛУКОЙЛ": инвестиционные качества акций, факторы»

их определяющие 109

4. Методика анализа инвестиционных качеств и прогнозирования курсов нефтяных акций 133

Гл. Ш. Перспективы развития российского рынка нефтяных акций 1. Довгоды и налоги в нефтяном бизнесе 139

2. Структурная перестройка нефтяной промышленности: направления и перспективы ...., ~\*. 158

3. Российские нефтяные компании на международном фондовом рынке 166

Заключение ....Л78

Список литературы »...185

Приложения 194

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Переход к рыночным отношениям и структурная перестройка затронули практически все отрасли российской экономики. Не является исключением и такая важная отрасль, как нефтяная промышленность. В России, при активной поддержке государства, сформировались крупные вертикально интегрированные нефтегазовые компании (ВИНК), такие как НК «ЛУКОЙЛ», «Сургутнефтегаз», «ЮКОС» и другие. В настоящее время эти компании во многих отношениях являются фундаментом национальной экономики. Перспективы их дальнейшего развития зависят от притока отечественных и иностранных инвестиций.

Акции нефтяных компаний во всем мире пользуются большим спросом со стороны инвесторов. Это связано, прежде всего, с той ролью, которую играют нефтяные компании в мировой экономике. Цены на нефть являются одним из основных индикаторов её состояния. Соответственно значетте стран - основных производителей нефти - для мирового рынка всегда было и остается ведущим. Среди этих стран Россия, обладающая огромными нефтяными запасами, занимает особое место. Согласно «пессимистической» оценке инвестиционного банка "Barings,\ - 10,8 млрд. тонн нефтяных запасов позволяют считать Россию шестой страной в мире по размеру подобных запасов. США по этому показателю занимают лишь девятое место. Однако по оценке российских экспертов (33,1 млрд. тонн) и другой, близкой к ней, «оптимистической» оценке того же "Barings", Россия занимает второе место (после Саудовской Аравии)1. Бесспорно одно - Россия относится к числу крупнейших нефтяных держав. Этим обусловлен большой интерес инвесторов, в том числе и западных, к акциям нефтяных компаний России.

Россия - одна из немногих стран, которые решились на полную приватизацию нефтяной отрасли. За последние несколько лет доля государства в капитале многих компаний упала до нуля («ЮКОС», «Сиданко»), в остальных же составляет менее 50%. Поскольку фондовый рынок России находится на начальной стадии развития, то рыночная капитализация нефтяных компаний намного меньше, чем у их западных конкурентов. Это обстшггельство очень привлекает инвесторов. Вложения в российские нефтяные акции сулят им в будущем большие доходы от произведенных инвестиций.

1 Russian Oil Stocks Report-London: Barings Securities, Ї995

Помимо явных экономических преимуществ для портфельных инвесторов западных стран, для крупных нефтяных компаний этих стран имеются ещё большие выгоды. Стратегическим инвесторам предоставляется уникальная возможность с минимальными издержками проникнуть в новый перспективный нефтеносный район и стать совладельцами крупнейших российских месторождений нефти. Наиболее доступный способ сделать это -приобрести акции нефтяных компаний. В этой связи перед инвесторами неизбежно возникает вопрос об их оценке с учетом особенностей российской экономики. Только тот инвестор сможет использовать реальные преимущества инвестирования в эти акции, кто обладает необходимыми знаниями и информацией.

Для российских нефтяных компаний, несмотря на начавшийся в августе 1998 г. финансовый кризис, существуют значительные возможности по привлечению инвестиций в свои проекты. В последние годы систематический дефицит инвестиций - главная проблема нефтяной отрасли. Положение усугубляет несовершенство существующего налогового законодательства: налоги с производителей в цене нефти и нефтепродуктов достигают 50-60 %. В этих условиях эмиссия ценных бумаг становится практически единственным способом привлечения инвестиционных ресурсов для поддержания и дальнейшего развития производства. Поэтому важно знать основные принципы эмиссии компаниями ценных бумаг, методы их правильной оценки с тем, чтобы извлечь максимальную пользу от их размещения.

В современных условиях для российских ВИНК, являющихся акционерными компаниями, одним из главных путей привлечения инвестиций является выпуск собственных ценных бумаг. При этом на первое место выходят такие качества эмитируемых ими акций и облигаций, как надежность, доходность и ликвидность. Поэтому понятно стремление ВИНК к повышению их инвестиционных качеств. Менеджеры российских нефтяных и инвестиционных компаний должны знать принятые во всем мире методы оценки инвестиционных качеств ценных бумаг, прежде всего акций нефтяных компаний. В то же время, перед западными портфельными и стратегическими инвесторами, желающими инвестировать свой капитал в российские нефтяные акции, встает задача их справедливой оценки. Теоретическая и практическая значимость такой оценки и её недостаточная разработанность предопределяют актуальность темы диссертационной работы.

Целью работы является исследование ряда теоретических и практических проблем, связанных с современным состоянием акционерного капитала российских нефтяных

компаний, а также разработка на этой основе методики оценки инвестиционных качеств их акций.

Цель работы предопределила постановку и решение следующих задач:

проведение анализа интеграционных процессов, приведших к образованию крупных нефтяных холдингов, а также установление причин перехода интегрированных компаний на «единую акцию»;

определение значения и особенностей эмиссионной деятельности нефтяных компаний как внутри страны, так и за её пределами; классификация и особенности выпускаемых российскими ВИНК ценных бумаг как на этапе приватизации, так и в последующий период;

проведение сравнительного анализа фундаментальных свойств акций западных й российских нефтяных холдингов (на примере НК «Бритиш Петролеум» и НК

«ЛУКОЙЛ»);

разработка методики для проведения анализа инвестиционных качеств акций нефтяных компаний и практических рекомендаций по их совершенствованию;

исследование путей выхода российских нефтяных компаний на фондовые рмнхи западных стран в целях привлечения инвестиций.

**Объектом диссертационного исследования**являются ценные бумаги, прежде всего акции (их инвестиционные качества), эмитируемые российскими и зарубежными нефтяными компаниями (на примере акций НК «ЛУКОЙЛ» и НК «БритишПетролеум»).

**Предметом исследования**диссертационной работы являются теоретические, практические и методические вопросы, связанные с оценкой российских и зарубежных акций нефтяных компаний с точки зрения их инвестиционной привлекательности, а также интеграционные и реорганизационные процессы, происходящие в российской нефтяной промышленности и влияющие на приток в неё отечественных и западных инвестиций.

**Теоретической и методической основой исследования**послужили труды отечественных и зарубежных авторов по вопросам вертикальной интеграции нефтяных компаний, функционирования рынка ценных бумаг, методов проведения фундаментального

и технического анализа инвестиционных качеств акций, оценки стоимости нефтяных компаний и возможности выхода российских эмитентов на зарубежные фондовые рынки.

В ходе исследования использовались **общенаучные методы**- анализ и синтез, метод экспертных оценок, метод системного анализа и другие. Статистической базой послужили материалы специализированных периодических изданий, годовые отчеты нефтяных компаний и инвестиционных институтов, ежегодные биржевые и отраслевые статистические справочники.

Конкретный вклад **автора**в проведенное исследование заключается в следующем:

дана постановка и обоснование целей исследования, определена совокупность его задач и методы их решения;

осуществлен анализ основных экономических процессов, происходящих в переходный к рыночным отношениям период в нефтяной промышленности России, оказывающих определяющее влияние на приток в неё отечественных и иностранных инвестиций;

на основе реальных балансов ведущих нефтяных компаний осуществлен ряд самостоятельных расчетов фундаментальных показателей, характеризующих их ценные бумаги, сделаны выводы о финансовом положении компаний и перспективности инвестирования в их акции;

с учетом зарубежного опыта разработана методика оценки внутренней стоимости и инвестиционных качеств акций нефтяных компаний России (на примере НК

«ЛУКОЙЛ»);

даны практические рекомендации, способствующие определению методами фундаментального и технического анализа инвестиционных качеств акций российских нефтяных компаний;

проанализированы ход, масштабы и значение эмиссионной деятельности российских нефтяных компаний за рубежом.

**Научная новизна диссертационного исследования**заключается в том, что автором проведена адаптация принятой в развитых странах методики проведения анализа и оценки

инвестиционных качеств акций применительно к акциям российских нефтяных компаний. К числу основных результатов, определяющих научную новизну исследования, относятся:

обоснованы принципы и подходы к изучению процессов, протекающих в российской нефтяной промышленности и оказывающих существенное влияние на инвестирование капитала;

на основе анализа проведенных в 90-е гг. эмиссий ценных бумаг российских нефтяных компаний автором выделены особенности выпуска и обращения акций и облигаций отдельных компаний, требующие особого внимания при анализе их инвестиционной привлекательности;

осуществлен фундаментальный анализ акций двух ведущих (одной западной и одной российской) нефтяных компаний, выявлены общие черты и расхождения в информации, публикуемой в годовых отчетах этих компаний;

проведена классификация наиболее распространенных подходов к оценке акций нефтяных компаний, основанных на стоимости их запасов, и сделаны выводы о категории компаний, в отношении которых наиболее применим тот подход;

показана применимость существующей в развитых странах методики проведения инвестиционного анализа акций к российским нефтяным компаниям (с учетом присущих им особенностей);

выявлены наиболее важные фундаментальные показатели, которые необходимо принимать во внимание при анализе инвестиционных качеств акций нефтяных компаний;

определены технические индикаторы, позволяющие прогнозировать движение курса акций нефтяных компаний в кратко- средне- и долгосрочном периодах.

разработан новый метод комплексной оценки стоимости акций с учетом результатов их фундаментального и технического анализа, что позволяет не только выделить наиболее интересные для инвестирования акции, но и выбрать момент времени для их приобретения;

на основе анализа исторических процессов вертикальной интеграции и реорганизации в нефтяной промышленности России, а также сегодняшнего положения дел в отрасли, разработаны практические рекомендации по выводу её из кризиса и необходимости учета возможных перспектив её развития при проведении инвестиционного анализа «нефтяных» акций;

разработаны предложения по формированию необходимых предпосылок для привлечения отечественных и иностранных инвесторов в нефтяную промышленность;

Практическая значимость проведенного исследования заключается в том, что выводы, рекомендации и предложения автора могут быть использованы не только в процессе анализа инвестиционных качеств акций российских нефтяных компаний сторонними инвесторами и брокерскими компаниями, но и при подготовке их эмиссий самими эмитентами.

Так, автором определен ряд наиболее значимых для оценки инвестиционных качеств акций нефтяных компаний фундаментальных показателей, характеризующих их финансовое положение и принимаемых во внимание инвесторами. В дополнение к этим показателям, приведены формулы, позволяющие их подтвердить или опровергнуть, основываясь на оценке имеющихся у компаний запасов нефти. В работе также даны рекомендации об использовании ряда технических индикаторов, наиболее объективно позволяющих определить состояние рынка нефтяных акций и спрогнозировать его дальнейшее развитие.

Автором предлагается методика проведения инвестиционного анализа акций нефтяных акций (на примере НК «ЛУКОЙЛ»), позволяющая оценить инвестиционный потенциал нефтяной компании.

Для эмитентов дополнительный интерес может представлять раздел диссертации, в котором исследуются пути выхода российских компаний на зарубежные фондовые рынки и влияние зарубежных проектов на курсы акций соответствующих компаний на внутреннем рынке.

В диссертации приведен обширный статистический материал, полезный для использования инвестиционными и финансовыми институтами.

## Вертикальная интеграция нефтяных компаний, переход на единую акцию

В 90-е годы важнейшей формой организации нефтяных компаний (холдингов) стала вертикальная интеграция, то есть создание мощных монополистических объединений, включающих в себя все стадии добычи, переработки, транспортировки (в меньшей степени) и торговли нефтепродуктами. В настоящее время из более чем 800 нефтяных компаний мира, основную часть нефтяного бизнеса осуществляют около 20 интегрированных транснациональных нефтяных компаний. К крупнейшим из них относятся такие компании как Exxon, Shell, Chevron, Mobil, Texaco, Amoco, British Petroleum и другие. Причины широкого распространения вертикально интегрированных нефтяных компаний (ВИНК) могут быть различными: !) создание монопольных объединений для господства на рынке и получения сверхприбыли путем повышения цен; 2) создание экономически эффективных компаний, имеющих низкие издержки производства и сбыта продукции, и, следовательно, обладающих большей конкурентоспособностью. Обе эта причины могут и одновременно инициировать создание ВИНК.

Основным преимуществом ВИНК можно считать сбалансированность производства и сбыта. Когда цены на нефть падают, прибыль добывающих подразделений ВИНК уменьшается, но нефтепереработка и нефтехимические производства могут свои прибьши увеличить, в результате чего потери одного подразделения компенсируются прибылями другого. Так, в 1981-1984 годах, когда цены на нефть упали до рекордно низкого уровня (с 36 до 10 долл. за баррель), главные компании смогли не уменьшить свои прибыли [171.

Процесс вертикальной интеграции в разных странах шел по-разному. В ряде стран многие крупнейшие компании с самого начала пошли по пути вертикальной интеграции. К ним можно отнести Standart Oil, Gulf, Texaco, Shell и некоторые другие, которые установили контроль за всеми сферами нефтяного дела в национальном, а затем и в международном масштабе.

Другие компании пошли по этому пути под влиянием серьезных изменений, произошедших в мировом нефтяном бизнесе в 60-70-е годы. Страны- экспортеры нефти, входившие в ОПЕК, сумели в значительной степени установить контроль над своими нефтяными ресурсами. Сейчас практически во всех нефтедобывающих странах существуют мощные национальные нефтяные компании. Однако, даже добившись права распоряжаться большей частью добываемой нефти, страны-производители не смогли получить справедливую, по их мнению, долю в общих доходах от эксплуатации нефтяных ресурсов. Главная причина этого - отсутствие или ограниченность доступа к рынкам сбыта конечной продукции.

Поэтому в 70-х годах сначала для самообеспечения нефтепродуктами, а затем и с целью выхода на внешние рынки, Саудовская Аравия - крупнейшая нефтяная держава мира - и многие другие страны приступили к строительству нефтеперерабатывающих и нефтехимических заводов. В 80-е годы они разнообразили свою политику, приобретая материальные и финансовые активы нефтеперерабатывающих производств и сбытовых компаний на территории стран-потребителей нефти в Северной Америке и Западной Европе.

В данном случае процесс вертикальной интеграции развивался в направлении от разведки и добычи нефти к сферам её переработки и маркетинга.

Важнейшими предпосылками такого процесса можно считать стремление овладеть конечными рынками сбыта продукции в условиях снижающейся эффективности инвестиций в освоение новых нефтяных ресурсов.

В другом направлении шел процесс интеграции в нефтяных компаниях стран Западной Европы (за исключением British Petroleum и Shell). Так, во Франции и Италии еще в 50-е годы сформировался мощный государственный сектор в нефтеперерабатывающей и нефтехимической промышленности, который, однако, находился в сильной зависимости от поставок сырой нефти её крупнейшими производителями. Используя конкурентные противоречия между транснациональными нефтяными корпорациями и правительствами нефтедобывающих стран, европейские государственные и частные компании сумели вклиниться в сферу нефтедобычи на более приемлемых, чем существующие для стран ОПЕК концессионных условиях. В данном случае основным двигателем процесса интеграции стало стремление к преодолению зависимости от поставок сырья. В результате сложились такие крупнейшие компании как французская Tota! и итальянская ENI.

В России в дореформенный период большим недостатком функционирования нефтяного комплекса являлась изолированность его подотраслей: нефтедобычи, нефтепереработки и нефтесбыта, что существенно снижало возможность его саморазвития. В настоящее время этот недостаток преодолевается благодаря созданию ВИНК.

## Сущность и методы фундаментального анализа

Одной из важнейших составляющих всестороннего анализа инвестиционных качеств акций является фундаментальный анализ. Он состоит из двух стадий. Первая - анализ положения и инвестиционной привлекательности отрасли с учетом политической и экономической ситуации в стране и на международных рынках. Очевидно, что эта стадия фундаментального анализа имеет сугубо индивидуальный характер и вряд ли может быть дана в обобщенном виде. Предметом второй является анализ финансового состояния компании и поиск "внутренней стоимости" ценной бумаги. Затем эта стоимость сравнивается с биржевым курсом. Если внутренняя стоимость акции оказывается выше, чем её биржевой курс, то акция считается недооцененной на фондовом рынке, и есть» смысл инвестировать в эту акцию или, если она куплена раньше, - не продавать. Если оказывается, что внутренняя стоимость акции ниже биржевой, то подобные акции следует не покупать, а продавать. Среди инвестиционных аналитиков распространены два подхода к фундаментальному анализу. Первый их них получил название метод прогнозирования «сверху-вниз» (top-down forecasting aproach). При таком методе вначале делается прогноз для экономики в целом, затем для отдельных отраслей и, наконец, для конкретных компаний. Прогнозы для отраслей основываются на прогнозах для экономики в целом, а прогнозы для компаний, в свою очередь, основываются на тех и других прогнозах. Использование метода прогнозирования снизу-вверх (buttom-up forecasting) предполагает оценку перспектив сначала отдельных компаний, затем отраслей и, наконец, экономики в целом. В последнем случае вероятность ошибки несколько выше, чем в первом, поэтому диссертантом рекомендуется использование первого варианта прогнозирования.

Существует два главных метода для определения внутренней стоимости акции: метод стоимости доходов и метод стоимости субстанции.

1. Метод стоимости доходов.

При использовании метода стоимости доходов речь идет о возможно более точном определении стоимости всех будущих доходов владельцев данной акции. При этом в первую очередь исходят из текущих дивидендов. Далее оцениваются будущие дивиденды и ликвидационный доход, которые с учетом процентной ставки определяют реальную стоимость акции. Доходы, получаемые в будущем, стоят сегодня меньше, так как сегодняшние доходы могут быть размещены под проценты, в то время как будущие доходы - еще нет. Поэтому из будущих доходов вычитается процентная составляющая. Другими словами, если сегодняшнюю стоимость доходов поместить под проценты, то мы получим принятый будущий доход. Под процентами здесь понимается не просто вероятная для будущих лет процентная ставка по твердопроцентным ценным бумагам. Эта величина дополняется так называемой "рисковой премией", которая зависит от отрасли и от рейтинга корпорации, а также от личной оценки инвесторов.

## Сущность и методы технического анализа

Фундаментальный анализ инвестиционных качеств акций всегда затруднен: финансовая отчетность предприятий обычно неполна, ее трудно получить посторонним исследователям. Для получения реальной картины финансового положения предприятия необходимы объемы данных, на накопление которых могут потребоваться годы. Это затрудняет применение методов фундаментального анализа для прогнозирования курсов акций.

Поэтому широкое распространение на рынке ценных бумаг получил технический анализ, который представляет собой один из методов распознавания поведения рынка. Он основан на изучении результатов торговли ценными бумагами (а не на изучении балансовых коэффициентов, влияющих на курсы акций). Таким образом отпадает необходимость переработки огромных потоков информации. Технический анализ, как свидетельствует практика, имеет высокий КПД, т.е. способствует спекулятивному выигрышу. Прогнозирование в этом виде анализа не связано с долгосрочными инвестициями, хотя его результаты часто можно применять для среднесрочного инвестирования.

Школа технического анализа сложилась в США в конце 40-х гг. Ее подход к анализу акций базируется на той посылке, что показатели биржевой активности (индексы), а также графики биржевых курсов акций способны дать ключ к выяснению закономерностей будущего движения курсов. "Технический анализ - писали А. Эдварде и X. Мэги - это наука записи, обычно в графической форме, действительной истории торговли определенной акцией и затем выведения из этой отраженной в рисунке истории вероятного будущего тренда".

При техническом анализе главным объектом изучения является соотношение спроса и предложения ( при отвлечении от политических и других факторов). Технический анализ-это система методов определения оптимального времени для соответствующих действий на рынке (покупок или продаж). К таким методам относятся создание и интерпретация графиков движения цен и объемов реализуемых акций. Целью технического анализа является распознание ценового тренда на возможно более ранней его стадии и определение тактики торговли в соответствии с характером тренда. Сторонники технического анализа рассматривают прошлую информацию о рыже как ключ к пониманию его будущего состояния. Технические аналитики исходят из автоматического отражения в ценах акции всей информации, относящейся к деятельности данной компании и рынка в целом, и сознательно мало внимания уделяют состоянию экономики, политики и т.п. Предполагается, что рынок инерционен, т.е. движение цен соответствует определенным трендам и лишь особые события, ломающие баланс спроса-предложения, ведут к "перелому" данного тренда. Школа теханализа стремится установить не ценность или привлекательность ценных бумаг определенной корпорации, а общие тенденции на рьшке и, исходя из этого, рекомендовать инвесторам общий курс действии. Сторонники этой школы исходили на первых порах из теории Ч. Доу и теории "повышения - падения" курсов.

Теория Ч.Доу - старейшая из теорий технической школы. Ее цель - установить момент возникновения и направления новой (повышательной и понижательной) тенденции на фондовом рынке. В основе этой теории лежит анализ движения промышленного и транспортного индексов Доу-Джонса. Согласно этой теории, при возникновении новой тенденции значения обоих индексов должны измениться в одном и том же направлении, в противном случае рыночный сигнал считается ложным. В основе этой теории лежит посылка о том, что увеличение объема промышленного производства не может быть стабильным без соответствующего развития системы распределения ( транспорта).

Теория "повышений-падений" курсов или теория "широты рынка" ( «advance-declines» or "breadth of the market theory») - одна из самых распространенных "технических" теорий, в основе которой лежат сопоставимые числа проданных выпусков акций, курс которых возрос, и числа выпусков тех акций, курс которых снизился за один и тот же торговый период. Результатом иисследования рынка по этому методу является определение "нетто - повышения" либо "нетто-падения" рыночных котировок, а следовательно, повышательной или понижательной тенденции на рьшке. Поскольку в рамках этой теории анализируется динамики большего числа выпусков акций по сравнению с теорией Доу, то считается, что расчеты по ней являются более надежными.