

Санкт-Петербургский государственный университет

*На правах рукописи*

Разманова Светлана Валерьевна

**Динамика и механизмы интеграционных процессов  
нефтегазовых компаний в условиях трансформации отрасли**

Специальность 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством  
(экономика, организация и управление предприятиями, отраслями,  
комплексными – промышленность)

**Автореферат**

диссертации на соискание ученой степени  
доктора экономических наук

Научный консультант: Чернова Е. Г.  
профессор, доктор экономических наук

Санкт-Петербург – 2018

Работа выполнена на кафедре экономики предприятия и предпринимательства Санкт-Петербургского государственного университета

**Научный консультант:** **Чернова Елена Григорьевна**, доктор экономических наук, профессор, первый проректор по экономике ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный университет»

**Официальные оппоненты:** **Токарев Анатолий Николаевич**, доктор экономических наук, и. о. доцента кафедры применения математических методов в экономике и планировании ФГАОУ ВО «Новосибирский национальный исследовательский государственный университет»

**Пономаренко Татьяна Владимировна**, доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры организации и управления ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский горный университет»

**Афанасьев Антон Александрович**, доктор экономических наук, доцент, ведущий научный сотрудник лаборатории социального моделирования ЦЭМИ РАН

**Ведущая организация:** ФГБОУ ВО «Санкт-Петербургский государственный экономический университет».

Защита состоится «29» мая 2018 г. в 16.00 часов на заседании совета по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук Д 212.232.69 на базе Санкт-Петербургского государственного университета по адресу: 199044, г. Санкт-Петербург, Волховский пер., д. 3/1, ауд. 309.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке им. М. Горького Санкт-Петербургского государственного университета по адресу: 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., д.7/9, на сайте СПбГУ: [www.spbu.ru](http://www.spbu.ru).

Автореферат разослан «\_\_»\_\_\_\_\_ 2018 г.

Ученый секретарь диссертационного совета,  
доктор экономических наук, профессор

Н.Н. Молчанов

## Общая характеристика работы

**Актуальность темы исследования** определяется спецификой интеграционных процессов в нефтегазовых компаниях, требующей переоценки конкурентных преимуществ компаний, в рамках перехода к инновационной модели экономического развития, с учетом использования цифровых информационно-коммуникационных технологий. Методология исследования и оценки результативности интеграционных процессов развивается с позиции теорий ресурсной концепции и динамических способностей, концепции рыночной силы, кластерной теории, а также теории трансакционных издержек. Вместе с тем, сохраняют свою актуальность фундаментальные и прикладные исследования интеграционных процессов в нефтегазовой отрасли, с учетом опыта реструктуризации компаний в период кризисов на фондовых и сырьевых рынках, развития технологий в области традиционной и альтернативной энергетики, что характерно как для развитых, так и для развивающихся стран.

Масштабная трансформация нефтегазовой отрасли, происходящая на протяжении двух последних десятилетий, изменила соотношение сил между крупными нефтегазовыми корпорациями. Тенденция к интеграции бизнеса, как подтверждают данные Ernst & Young, KPMG, Petroleum Economist, в этот период стала устойчивым трендом для большинства зарубежных и отечественных энергетических компаний<sup>1</sup>. Дополнительным импульсом к интеграции явились финансово-экономические кризисы 1998 и 2008 гг., сопровождавшиеся резким снижением цен на рынках энергоресурсов. Вместе с тем, развитие технологий добычи нетрадиционных источников углеводородного сырья, альтернативной энергетики, на фоне которых во второй половине 2014 г. произошло почти трехкратное сокращение нефтяных цен, свидетельствует о необходимости пересмотра фундаментальных подходов к ведению бизнеса в нефтегазовой отрасли.

В результате серии глобальных слияний и поглощений к началу XXI века сформировались четыре крупнейшие по рыночной стоимости и по масштабам деятельности транснациональные корпорации: ExxonMobil, Chevron, Shell и BP<sup>2</sup>, которые, по существу, доминировали на глобальном рынке до первой половины 2000-х гг. Однако в настоящее время эти нефтяные гиганты, оставаясь представителями особого сегмента корпоративного нефтегазового сообщества, утрачивают сферы прежнего глобального влияния и уступают по инвестициям в НИОКР таким национальным нефтяным компаниям, как

---

<sup>1</sup> Global oil and gas transactions review 2015 – Ernst & Young – 2015. – 20 p. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-oil-and-gas-transactions-review-2015/\\$FILE/EY-global-oil-and-gas-transactions-review-2015.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-global-oil-and-gas-transactions-review-2015/$FILE/EY-global-oil-and-gas-transactions-review-2015.pdf); China's NOCs start to feel the pinch // Petroleum Economist (28.05.2015) [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.petroleum-economist.com/Article/3457490/Chinas-NOCs-start-to-feel-the-pinch.html#ixzz3iceIaQX8> ; Russian M&A review 2015. / М.: KPMG. 2016. P. 32 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/ru-en-russian-ma-review-2015.pdf>.

<sup>2</sup> Корпорация ExxonMobil (биржевой индекс ХОМ) основана в 1882 г., ее штаб-квартира расположена в г. Ирвин (шт. Техас); ChevronТехасо (биржевой индекс CVX) основана в 1879 г., ее штаб-квартира находится в г. Сан-Рамон (шт. Калифорния);Royal Dutch Shell p.l.c. (биржевой символ – RDS-A) основана в 1907 г., в современном виде действует с 2005 г. BP p.l.c. (биржевой символ – BP) основана в 1866 г., штаб-квартира BP расположена в Лондоне, головной офис по разведке и добыче – в Хьюстоне (США).

норвежская Statoil, бразильская Petrobras и саудовская SaudiAramco. Доступ к мировым ресурсам и запасам углеводородного сырья, составляющий основу конкурентного преимущества в нефтегазовых компаниях, также претерпел радикальные изменения в части перераспределения контроля в пользу национальных нефтегазовых компаний. Интенсивная конкуренция нефтяных гигантов ExxonMobil, Chevron, Shell и BP с национальными нефтяными компаниями Sinopec, PetroChina, Statoil, Rosneft, Petrobras осуществляется и на мировых рынках капитала. К примеру, в первой половине 2012 г. китайская PetroChina, российская Rosneft и бразильская Petrobras привлекли на финансовых рынках более 27 млрд долл., в то время как ExxonMobil, Chevron, Shell и BP – порядка 10 млрд долл.<sup>3</sup>.

Всё это свидетельствует о возникшем в последние годы несоответствии бизнес-модели транснациональных нефтегазовых компаний требованиям внешней среды и возможности их трансформации в менее значимые и более скромные по размерам организации. В 2014 г. вновь произошло существенное ухудшение ценовой конъюнктуры на мировых рынках нефти и газа, основную причину которого эксперты видят в избыточном предложении нефти, вызванном «сланцевой революцией» США. Кроме того, сложившаяся геополитическая ситуация в странах-экспортерах нефти – Ираке, Ливии и Сирии, позволяет поставлять нефть из этих стран по демпинговым ценам на мировой рынок энергоносителей. Сегодня обеспечение устойчивого развития национальных и транснациональных объединений нефтегазового сектора невозможно без поиска эффективных моделей интеграции на базе консолидации нематериальных активов, создания альянсов между конкурирующими вертикально-интегрированными нефтяными компаниями (ВИНК), без образования огромных трудноуправляемых бизнес-структур.

Интеграционные процессы реализуются посредством формирования достаточно широкого спектра объединений предприятий – стратегических альянсов, франчайзинговых объединений и объединений концернового типа, региональных кластеров, многоагентских цепей поставок и др. Их общей характеристикой выступает ориентация на, так называемые, гибкие формы интеграции или интеграцию с целью координации. Вместе с тем, доля слияний и присоединений (M&A), которые относятся к имущественной интеграции, в современных интеграционных процессах, в частности в РФ, также остается значительной. По итогам 2016 г. доля слияний и присоединений в отечественном нефтегазовом секторе составила 9,2 % от общего количества заключенных сделок и 53,6 % от общей стоимости слияний и присоединений в российской экономике<sup>4</sup>. Именно в результате трансакций M&A контроль над нефтегазовыми активами переходит в сферу деятельности крупнейших частных и национальных нефтяных компаний. Приобретение активов ЮКОС (2004 г.) и ТНК-BP (2013 г.) со стороны ПАО «НК «Роснефть»», активов Сибнефть со

---

<sup>3</sup> Березной А.В. Глобальные нефтегазовые корпорации в меняющемся мире // Мировая экономика и международные отношения – М.: ИМЭМО РАН, 2014. – № 5. – С. 3-14.

<sup>4</sup> Рынок слияний и поглощений в России в 2016 г. / М.: KPMG. 2017. С. 28 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://home.kpmg.com/ru/ru/home/insights/2017/04/russian-2016-ma-overview.html>.

стороны ПАО «Газпром» (2005 г.) и национализация НК «Башнефть» (2014 г.) являются яркими иллюстрациями этого процесса. Однако, как подчеркивает ряд экспертов, и подтверждают данные Ernst & Young, применение данного способа интеграции перестает отвечать современным потребностям<sup>5</sup>. Использование более мягких форм интеграции, в частности стратегических альянсов, могло бы помочь национальным нефтяным компаниям минимизировать вызовы внешней среды, с которыми сегодня столкнулись все отраслевые предприятия, а также объединить сферы своих интересов с транснациональными компаниями. На это указывают и данные PricewaterhouseCoopers, согласно которым одной из наиболее серьезных проблем российского нефтегазового сектора в процессе управления и контроля за эффективностью функционирования консорциумов и альянсов в форме совместных предприятий является отсутствие четкого распределения ответственности при принятии стратегических и операционных решений на каждом этапе проекта<sup>6</sup>.

Новые тенденции в развитии отношений конкуренции и кооперации между хозяйственными субъектами свидетельствуют о необходимости по-новому подойти к теоретическому обоснованию принципов, методических подходов и моделей, раскрывающих механизм интеграции нефтегазовых предприятий. Эффективность консолидации активов в условиях трансформации и структурных изменений нефтегазовой отрасли в полной мере еще не исследована. Ориентируясь на передовые технологические разработки, отечественные компании должны перенастроить свой бизнес, но при этом не разрушить его посредством внедрения прорывных инноваций. Это определяет актуальность проблематики диссертационной работы, представляющей исследование динамики и механизмов интеграции нефтегазовых компаний в контексте структурных изменений отрасли.

**Степень разработанности проблемы.** Фундаментальные исследования организационно-правовых форм интеграционных объединений осуществлялись с позиций ресурсной концепции такими авторами, как К. Eisenhardt, С. Schoonhoven, Т. Das, В. Teng, J. Harrison, теории рыночной силы – В. Kogut, J. Hagedoorn, В. Barringer, А. Inkpen, Р. Beamish, теории транзакционных издержек – О. Williamson, U. Elg, К. Steensma, концепции динамических способностей – D. Teece, G. Pisano, А. Shuen, R. Sanchez, P. Dussauge, В. Garrette, W. Mitchell, G. Hamel, социального подхода – М. Seabright, D. Levinthal, М. Fichman, А. Arino, J. de la Torre, А. Inkpen, S. Currall, R. Gulati, М. Koza, А. Lewin, I. Wilkinson, L. Young, теории производственных кластеров – М. Porter, О. Solvell, G. Lindqvist, С. Ketels, D. Engel, Т. Mitze, М. Enright). К сравнительно новым работам в рамках концепции «коопетиция», рассматривающего интеграцию компаний с элементами конкуренции и

<sup>5</sup> Барометр уверенности компаний: Россия. // М.: Ernst & Young – 2017. – 16 р. [электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ey.com/ru/ru/services/transactions/ey-capital-confidence-barometer-russia-highlights>.

<sup>6</sup> Kozinchenko E., Mordovenko D., Chehade G., Tideman D. Инвестиционные проекты в российской нефтегазовой отрасли: Четыре шага к повышению эффективности (25.01.2016) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.strategyand.pwc.com/reports/capital-projects-oil-gas-ru>.

сотрудничества, относятся труды D. Laird, L. Dworksy, R. Rusko, M. Kulanen, D. Allee, M. Wilhelm, P. Mason.

Изучение эффективности интеграционных процессов на базе рыночных методов в краткосрочном и долгосрочном периодах представлено в трудах следующих зарубежных ученых: J. Anand, A. Delios, C. Markides, D. Ittner, G. M. McNamara, B. J. Dykes, A. Seth, J. Haleblian, C. Tuch, N. O'Sullivan, T. Laamanen, T. Keil, S. Finkelstein, J. Haleblian, A. Lamba, V. Tripathi. Анализ влияния анонсирования сделки на стоимость акций приобретающих и целевых компаний развитых и развивающихся стран проведен целым рядом авторов, в числе которых: A. Chari, P. P. Ouimet, L. L. Tesar, N. Cakici, C. Hessel, K. Tandon, B. B. Francis, I. Hasan, Z. Sun, S. B. Moeller, F. P. Schlingermann, C. S. Eun, R. Kolodny, C. Scheraga (в аспекте исследования эффекта слияний и поглощений для приобретающих компаний развитых стран); Q. Wang, A. Boateng, T. Yang, O. Bertrand, M.-A. Betschinger, B. Aybar, A. Ficici, W. D. Chen, M. E. Kathryn, A. Bris, C. Cabolis, P. M. Healy, K. G. Palepu, M. Nagano, Y. Yuan, J. Ma, J. Pagan, Y. Chu, M. Goergen, L. Renneboog (с позиции изучения эффекта трансграничных слияний и поглощений для приобретающих и целевых компаний развивающихся стран).

Оценка результативности сделок с помощью сравнительного анализа производственно-финансовых показателей (бухгалтерский метод) содержится в работах: M. Cornett, H. Tehranian, A. Clark, J. C. Linder, B. C. Dwight, S. A. Rhoades, P. Beitel, D. Schiereck, H. G. Barkema, M. Schijven. Влияние сделок слияний и поглощений на интеграцию человеческих ресурсов изучали A. Krug, R. V. Aguilera, W. H. Hegarty, G. Stahl, A. Voigt. Анализ воздействия процессов интеграции на интенсивность исследований и разработок, количество патентов, степень инновационности продукции объединенных компаний проводили M. Makri, P. J. Lane, I. Erel, R. C. Liao, P. Desyllas, A. Hughes, M. A. Hitt, R. E. Hoskisson, R. D. Ireland, J. S. Harrison. Метод опроса ключевых информированных лиц относительно эффективности сделок слияний и поглощений был освещен в работах I. C. Thanos, V. M. Papadakis, R. Schoenberg, A. A. J. Cannella, D. C. Hambrick. Идея о существенном отличии результатов интеграционных преобразований в нефтегазовой отрасли от сделок, осуществленных в других отраслях, была заложена M. Boyer, D. Fillion и развита в работах K.- M. Wan, K.-F. Wong, A. Ng, H. Donker, R. Cox, K. Yoo, Y. Lee, E. Neo.

При подготовке рукописи автор также опирался на работы T. Duso, K. Gugler, F. Szücs, V. Nocke, M. Whinston, S. Thomasin, R. Mason, H. Weeds, H. Breinlich, N. Schutz – в области исследования эффективности конкуренции на отраслевых рынках, а также статьи A. Seru, C. Milliou, A. Pavlou, C. Grimpe, K. Hussinger, M. Cassiman, B. Colombo, P. Garrone, R. Veugelers, R. Frey, P. J. Norbäck, L. Persson, F. Sanna-Randaccio, D. Castellani, A. Zanfei, N. Kumar, C. Criscuolo, J. E. Haskel, M. J. Slaughter, в которых анализируется влияние сделок слияний и поглощений на динамику инноваций.

Среди российских исследователей теоретические, методологические и прикладные аспекты интеграции компаний освещены в работах Г. Б. Клейнера,

В. А. Крюкова, А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой, С. Б. Авдашевой, В. Е. Дементьева, А. Н. Токарева, Ю. В. Игнатишина, А. Я. Черенкова, А. Д. Радыгина, Ю. В. Иванова, А. Е. Иванова, И. Г. Владимировой, Т. Андреевой, Д. В. Чернышова, Д. А. Ендовицкого, В. Е. Соболевой, И. В. Дегтяревой, М. А. Ястребинского, Н. М. Гусевой, А. Г. Сушкевич, М. Е. Маркина, Н. А. Соколовой, Н. В. Генераловой, Е. Ю. Соломатиной, И. С. Збарской, Е. А. Некрасовой, В. М. Пашковой, К. А. Каменева, ученых Санкт-Петербургского государственного университета – Е. Г. Черновой, Н. В. Пахомовой, А. Н. Лякина, В. С. Катъкало, Е. Ф. Чеберко, Н. Ю. Нестеренко, Ю. В. Крыловой. Отечественные исследования в области эффективности сделок слияний и поглощений представлены в публикациях И. В. Ивашковской, С. А. Шамраевой, М. С. Кокорева, А. Н. Степановой, Е. А. Федоровой, Е. И. Изотовой, М. А. Генске, Е. А. Звоновой, А. Н. Пирогова, О. В. Лебедева, З. И. Хусаинова, Д. Репина, М. Антоновой, А. Г. Медведева, Н. Ю. Нестеренко, К. И. Ветютневой, О. А. Волоотовской, И. И. Родионова, А. Н. Степановой, С. А. Кузьмина, И. В. Дегтяревой, С. И. Латыповой, М. Мартыновой, Е. В. Чирковой, Е. В. Чувствиной, А. Жданова, О. Е. Мезенцевой, А. С. Семеновой, А. В. Гороховой, А. Е. Череповицына, Т. С. Пономаренко, О. Ю. Свиридова, И. В. Некрасовой, В. В. Калашникова. В работах указанных авторов зарубежные методы исследования эффективности интеграционных процессов успешно адаптированы к специфике стран BRICS, развивающегося отечественного рынка, а также нефтегазовой отрасли РФ.

Однако в отечественной экономической литературе до сих пор не было специальных исследований формирования механизма интеграции нефтегазовых компаний в условиях перехода от ресурсно-сырьевой к инновационной модели экономического развития нефтегазовой отрасли, с выявлением условий и факторов, способствующих закреплению рыночных преимуществ за компаниями, которые специализируются на нематериальных и высокотехнологичных активах, трудновоспроизводимых конкурентами. Всё это предопределило цель и задачи диссертационного исследования.

**Цель диссертационного исследования** заключается в раскрытии современного механизма интеграции компаний нефтегазовой отрасли в контексте перехода к организационно-правовым формам кооперации, сочетающим элементы конкуренции и сотрудничества, при котором преимущество закрепляется за компаниями, нацеленными на инновационное развитие. Это позволит с комплексных позиций идентифицировать воздействие интеграционных процессов на эффективность отрасли и национальной экономики в целом, а также обосновать инструменты государственного регулирования, способствующие структурным преобразованиям в отрасли.

Для достижения данной цели и разработки представленной в диссертации концепции были поставлены и решены **следующие задачи:**

1. Обобщить и систематизировать виды хозяйственных образований в нефтегазовой отрасли РФ, уточнить классификационные характеристики

интегрированных хозяйственных образований, сформулировать авторскую позицию к определению нового вида интегрированных хозяйственных объединений – отраслевого интегратора с учетом современных теоретических подходов;

2. Раскрыть специфику структурных изменений, происходящих в ведущих транснациональных и национальных нефтегазовых компаниях в контексте перехода к организационно-правовым формам кооперации, сочетающим элементы конкуренции и сотрудничества;

3. Развить методологию эмпирического анализа эффективности интеграционных сделок в ретроспективном периоде, что позволит наиболее объективно оценить результативность слияний и поглощений с позиций выбора правильных целей, направлений действий и их достижения в части создания нематериальных и высокотехнологичных активов;

4. Выявить базовые методы ретроспективной оценки интеграционных процессов и общие тенденции, характерные для динамики эффективности транснациональных и национальных сделок в отрасли;

5. Проанализировать данные по результатам решений Федеральной антимонопольной службы РФ в области экономической концентрации в сфере ТЭК, оценить применяемые ФАС корректирующие инструменты, а также влияние государственной политики в области конкуренции на формирование и использование нематериальных активов предприятий;

6. Обосновать динамику и механизм интеграции нефтегазовых активов на примере Северо-Западного региона РФ в период 1999–2016 гг., предложить мероприятия в области недропользования, способствующие развитию отраслевых инноваций;

7. Проанализировать эффективность транснациональных сделок слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли Северо-Западного региона РФ на основе предложенной совокупности методов ретроспективного анализа;

8. Оценить характер влияния анонсирования национальных и транснациональных сделок слияний и поглощений на краткосрочном временном интервале на показатель кумулятивной аномальной доходности приобретающей компании в случае перехода активов под контроль отечественных или зарубежных компаний (на примере сделок, осуществленных в Северо-Западном регионе РФ в период с 1999 по 2016 гг.);

9. Развить представления о характере интеграции разноуровневых интеллектуальных и материальных составляющих предприятий и его влиянии на создание стоимости объединенной компании, с обоснованием авторского подхода к оценке эффективности объединения предприятий с различными структурами интеллектуального и материального капиталов;

10. Обосновать подходы к динамическому моделированию интеграционных процессов в нефтегазовой отрасли с целью разработки симуляционных моделей в качестве инструментов антимонопольного контроля и стратегического анализа.

**Объектом исследования** в диссертации являются ведущие отечественные и зарубежные нефтегазовые компании, с вертикально-интегрированной формой

организации бизнеса, осуществлявшие интеграционные сделки в условиях качественных сдвигов, происходящих в структуре глобального энергетического баланса.

**Предметом исследования** является механизм интеграции отечественных и зарубежных нефтегазовых компаний в контексте перехода к организационно-правовым формам кооперации, сочетающим элементы конкуренции и сотрудничества.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Теоретической основой диссертационного исследования послужили концепции доверительного взаимодействия и сотрудничества конкурентов (коопетиции) и декоммерциализации, нашедшие свое отражение в научных работах зарубежных и отечественных авторов, а также в разработках международных консалтинговых организаций в области интеграции компаний. В методологическом отношении основой исследования является совокупность методов экономико-теоретического анализа, включая классическое и неоклассическое направление, институциональную, неинституциональную, эволюционную теории, системный подход. При написании диссертации применялись методы экономико-статистического, сравнительного, комплексного, стратегического, конкурентного, финансового анализа, экономико-математического моделирования.

**Статистической и фактологической базой** исследования являются данные международных исследовательских центров (WorldBank, IEA, Cera, ThomsonReuters), материалы Центрального диспетчерского управления топливно-энергетического комплекса, Интерфакс – Агентства нефтяной информации, Интерфакс – Агентства газовой информации, Росстата, Федеральной антимонопольной службы, Федерального института промышленной собственности (ФИПС), Министерства экономического развития РФ, Министерства финансов РФ, исследования ведущих международных консалтинговых компаний KPMG, PricewaterhouseCoopers, McKinsey & Company, IHS Herold, Ernst & Young, Bloomberg, Brand Finance, СИМА, материалы периодической печати, интернет-ресурсы (в том числе: автоматизированной системы НТИ (АСНТИ), базы данных ВИНТИ, международных баз данных – Sciencedirect, Elsevier, SPE, ICI, Georef); данные нефтегазовых компаний ПАО НК «ЛУКОЙЛ», ПАО НК «Роснефть», ПАО НК «Башнефть», Arawak Energy Corporation, West Siberian Resources, Lundin Petroleum AB, Urals Energy и др.

**Научная новизна** результатов диссертационного исследования заключается в следующем:

1. Предложен авторский вариант классификации интегрированных хозяйственных образований в нефтегазовой отрасли. Обоснованы наиболее перспективные виды хозяйственных образований в нефтегазовой отрасли РФ с учетом критического анализа сложившейся практики избыточной вертикальной интеграции, являющейся барьером для инновационного развития компаний. Для современных передовых практик характерна интеграция в форме стратегических альянсов, цепей поставок, кластеров, а также сравнительно

нового вида интегрированных хозяйственных объединений – отраслевого интегратора.

2. Выявлены основные факторы и индикаторы структурных сдвигов в нефтегазовой отрасли в контексте перехода к организационно-правовым формам кооперации, сочетающим элементы конкуренции и сотрудничества. Показано, что преимуществом начинают обладать те компании, которые на практике наряду с конкуренцией налаживают сотрудничество с другими отраслевыми компаниями в процессе наращивания нефте- и газо- конденсатных запасов и ресурсов, разработки и применения технологий, позволяющих в перспективе закрепить приоритет в добыче, переработке и транспорте как нетрадиционных, так и традиционных источников углеводородов.

3. Развита методология эмпирического анализа эффективности интеграционных сделок в ретроспективном периоде. Применение существующего методологического аппарата с позиций эффективности интеграции в контексте выбора правильных целей, направлений действий и их достижения, позволит наиболее объективно оценить результативность слияний и поглощений в условиях трансформации нефтегазовой отрасли, с учетом ее приоритета в части создания нематериальных и высокотехнологичных активов.

4. Выявлен доминирующий метод ретроспективного анализа, связанный с оценкой эффективности показателя «cumulative abnormal return» (CAR) в краткосрочном периоде и тенденции эффективности, характерные для транснациональных и национальных сделок как приобретающих, так и целевых компаний. Показано, что в нефтегазовой отрасли развитых стран средние значения показателя (CAR) в зависимости от принятых характеристик выборки (диапазон окна наблюдения) для приобретающих компаний, как правило, являются отрицательными. Данный результат можно трактовать с положительных позиций для компании, осуществившей интеграционную сделку, поскольку в этом случае приобретение нефтегазовых запасов и ресурсов приводит к снижению операционных рисков компании, увеличению производства и стоимости активов.

5. Установлено, что согласование большинства сделок экономической концентрации в сфере ТЭК в период 2011 – 2015 гг. не имело смысла, поскольку они не оказывали существенного влияния на отраслевую конкуренцию. Предложено акцентировать внимание ФАС на слияниях, оказывающих влияние на конкуренцию, расширить перечень обязанностей иностранных и отечественных инвесторов, направленных на стимулирование роста нематериальной ценности компаний и развития передовых технологий на территории РФ.

6. В результате изучения динамики и механизма интеграции нефтегазовых активов на примере процессов, проходивших в Северо-Западном регионе РФ в период с 1999 по 2016 гг., выявлены основные факторы динамики интеграционных процессов, предложены прогрессивные институциональные нормы в области недропользования, способствующие развитию отраслевых инноваций.

7. Установлено, что приобретение нефтегазовых активов Северо-Западного региона РФ и последующая разработка запасов углеводородных месторождений целевых компаний осуществлялись без внедрения новых технологий со стороны иностранного и отечественного капитала. Это связано с отсутствием механизма локализации НИОКР на федеральном и региональном уровнях. В результате на территории региона практически не применяются передовые технологии разработки, транспорта, переработки или сервисных услуг в нефтегазовой отрасли.

8. Установлено, что в среднем анонс сделки слияний и поглощений характеризуется отрицательной накопленной доходностью на краткосрочном временном интервале в случае, если отечественные активы, ранее принадлежащие зарубежным компаниям, переходят под контроль российских предприятий. Следствием подобных сделок может стать разрушение стоимости целевой компании в результате снижения ее интеллектуального капитала.

9. Аргументировано предложение определять при динамическом моделировании интеграционных процессов целевые компании, привлекательные для осуществления интеграции на основе сопоставления показателей их капитализации с собственным значением рыночной капитализации. Это позволит выявить пропорции интеллектуального и материального капитала целевых компаний и приобретающей компании и предотвратить потенциально неэффективные сделки.

Полученные результаты соответствуют требованиям паспорта специальностей ВАК по научному направлению 08.00.05 Экономика и управление народным хозяйством (экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами – промышленность): п.1.1.3 Механизмы формирования корпоративных образований в российской экономике с учетом глобализации мировой экономики; п. 1.1.8 Совершенствование организационно-правовых форм хозяйствования в корпоративных образованиях; п. 1.1.14 Диверсификация вертикально- и горизонтально-интегрированных хозяйственных структур; п. 1.1.15 Теоретические и методологические основы эффективности развития предприятий, отраслей, комплексов; п.1.1.21 Состояние и основные направления инвестиционной политики в топливно-энергетическом, машиностроительном и металлургическом комплексах.

**Теоретическая значимость** результатов исследования заключается в развитии концепции сотрудничества в условиях сложного и динамично трансформирующегося рынка и раскрытии ее особенностей и значения для энергетических рынков; в теоретическом обосновании принципов и механизма интеграции компаний энергетического сектора применительно к существующим и перспективным условиям хозяйствования; в раскрытии содержания перехода от ресурсно-сырьевой к инновационной модели экономического развития нефтегазовой отрасли и особенностей структурных сдвигов в отрасли, в результате которых конкурентные преимущества переходят к компаниям, специализирующимся на «трудновоспроизводимых» и

высокотехнологичных активах; в предложении совокупности методов для осуществления ретроспективного анализа результативности интеграционных процессов.

**Практическая значимость** содержащихся в работе выводов и рекомендаций заключается в следующем:

- в обосновании зависимости результативности интеграционных сделок от структуры капитала интегрируемых компаний (включая соотношение материального и интеллектуального капитала) и необходимости учета этой зависимости при отборе перспективных целевых компаний для интеграции;

- в подтверждении вывода о специфических особенностях интеграционных стратегий в нефтегазовой отрасли по сравнению со сделками, осуществляемыми в других отраслях экономики; в нефтегазовом секторе приобретение нефтегазовых запасов и ресурсов приводит к снижению операционных рисков компании, увеличению производства и стоимости активов; сокращение операционных рисков нефтегазовых компаний приводит к снижению рыночного риска, что сопровождается уменьшением рыночной доходности ценных бумаг приобретающей компании и формированием отрицательных значений показателя «cumulative abnormal return» (CAR);

- в установлении условий, приводящих к устойчивым отрицательным значениям CAR в рамках развивающегося отечественного рынка, в качестве которых выступает переход в результате совершенных сделок контроля над нефтегазовыми активами отечественных компаний, образованных в форме совместных предприятий, от зарубежных компаний к российским ВИНК;

- в формировании системного подхода, позволяющего объединить экономические, геологические и технологические факторы в процессе динамического моделирования слияний и поглощений нефтегазовых компаний и получить данные об эффективности протекания интеграции и возможных дальнейших вариантах ее развития.

Положения и выводы диссертационного исследования также могут использоваться: органами государственного регулирования недропользования при управлении государственным фондом недр в части выработки механизмов государственной поддержки отраслевых инвесторов, способствующих развитию современных технологий в нефтегазовой отрасли; Федеральной антимонопольной службой (ФАС) в рамках контроля за осуществлением иностранных инвестиций, с целью расширения перечня обязанностей иностранных инвесторов, связанных с уровнем локализации НИОКР; менеджментом нефтегазовых компаний для обоснования корпоративных стратегий развития в части определения целевых показателей и выбора инструментов достижения целей в процессе осуществления интеграционных сделок.

**Апробация результатов исследования.** Материалы диссертационной работы использовались при выполнении коллективных научно-исследовательских проектов «Финансово-экономическое обоснование создания дочернего общества для освоения Западно-Печорокожвинского нефтяного

месторождения» (договор № Z38 – 092311), «Комплексная оценка существующих и перспективных технологий, обеспечивающих эффективное освоение, подготовку и переработку углеводородного сырья газоконденсатных месторождений, эксплуатируемых на поздней стадии разработки» (договор № 3148-0710-12-9), «Технико-экономические соображения по освоению неразрабатываемых нефтегазовых объектов, расположенных в Печорском районе Республики Коми с целью поддержания сырьевой базы Сосногорского ГПЗ» (договор № Z38-098512).

Основные положения, методологические, теоретические и практические выводы работы докладывались автором на всероссийской научно-практической конференции «Экономические проблемы развития минерально-сырьевого и топливно-энергетического комплексов России» г. Санкт-Петербург, 2010 г.; Международных научно-практических конференциях и семинарах «Эффективное управление комплексными нефтегазовыми проектами (ЕРМІ – 2010, 2011, 2015)» г. Ухта, г. Москва, 2010–2015 гг.; международной научно-практической конференции «Нефтегазогеологический прогноз и перспективы развития нефтегазового комплекса Востока России», г. Санкт-Петербург, 2010 г.; научно-практической конференции «Теория и практика оценки промышленной значимости запасов и ресурсов нефти и газа в современных условиях» г. Санкт-Петербург, 2011 г.; XIII, XIV, XV и XVII всероссийских симпозиумах «Стратегическое планирование и развитие предприятий» г. Москва, 2012–2016 гг.; III и IV научных семинарах «Актуальные проблемы, направления и механизмы развития производительных сил Севера – 2012, 2014», г. Сыктывкар, 2012–2014 гг.; всероссийской научной конференции, посвященной 100-летию со дня рождения Б. Б. Евангулова «Современные геологические, экономические и инженерные решения рационального освоения недр», г. Санкт-Петербург, 2013 г.; III Международной конференции «Экологическая безопасность в газовой промышленности (ESGI – 2013)», г. Москва, 2013 г.; международной научно-практической конференции «Устойчивое развитие: общество и экономика», посвященной 290-летию Санкт-Петербургского государственного университета», г. Санкт-Петербург, 2014 г.; научно-технической конференции преподавателей и сотрудников УГТУ, г. Ухта, 2015 г.; First English scientific seminar for young specialists «Knowledge and experience for oil and gas industry», г. Москва, 2015 г.; международной конференции «Трудноизвлекаемые запасы и нетрадиционные источники углеводородного сырья. Проблемы, перспективы, прогнозы», г. Санкт-Петербург, 2015 г.; Международной научной конференции «Экономические проблемы и механизмы развития минерально-сырьевого комплекса (российский и мировой опыт)», г. Санкт-Петербург, 2015 г.; II Международном экономическом симпозиуме – 2017, г. Санкт-Петербург, 2017 г.; Unconventional Hydrocarbon Resources Symposium, г. Ухта, 2017 г.

Материалы диссертации использовались при подготовке учебных курсов «Теория и практика оценки эффективности процессов слияний и поглощений в ТЭК», «Слияния и поглощения в бизнесе», «Инновационный менеджмент», «Управление инновациями», читаемых автором студентам института

экономики, управления и информационных технологий Ухтинского государственного технического университета.

**Публикации результатов исследования.** По теме диссертационного исследования опубликовано 65 работ, общий объем текста составляет 44,76 п.л., в том числе авторский объем – 34,70 п.л. В перечне изданий, рекомендованных ВАК РФ по экономическим наукам, опубликовано 19 работ; в перечне изданий, входящих в международные реферативные базы данных и системы цитирования опубликовано 14 работ.

Структура диссертации соответствует логике исследования и поставленным задачам. Диссертация состоит из введения, четырех глав, включающих 14 параграфов, заключения, списка использованной литературы и приложения. Общий объем работы составляет 396 страниц, 76 рисунков и 41 таблицу (включая рисунки и таблицы, приведенные в приложении). Список используемой литературы – 453 наименования, в том числе 183 наименования на английском языке.

Во введении обоснованы актуальность, цель, задачи, теоретическая и информационная базы исследования, раскрываются научная новизна и практическая значимость его результатов. Первая глава «Методологические основы интеграции промышленных предприятий» посвящена теоретическим и методологическим аспектам интеграционных процессов в промышленности, исследованию особенностей функционирования современных интегрированных хозяйственных образований в отрасли. Во второй главе «Особенности интеграции предприятий в нефтегазовой отрасли» в развитие предложенных концепций с использованием инструментария теории отраслевых рынков установлены конкурентные преимущества нефтегазовых компаний, выявлены ключевые направления интеграции в отрасли с учетом особенностей формирования интеллектуального капитала нефтегазовых компаний. В третьей главе «Факторы динамики интеграционных процессов в нефтегазовой отрасли» изучены процессы реформирования и консолидации российской нефтегазовой отрасли на примере компаний Северо-Западного региона России, аргументированы значение и особенности оценки результативности слияний и поглощений, предложены мероприятия в области недропользования, способствующие развитию инноваций в нефтегазовой отрасли. В четвертой главе «Моделирование интеграционных процессов в условиях трансформации отрасли» обоснована концепция интеграции нефтегазовых компаний с разноуровневым соотношением интеллектуальных и материальных составляющих, раскрыты перспективные направления научных исследований в данной области. В заключении приведены выводы из диссертационного исследования.

#### **Основные результаты диссертационного исследования и положения, выносимые на защиту**

**1. Масштабная трансформация нефтегазовой отрасли, происходящая на протяжении двух последних десятилетий, изменила соотношение сил между крупными нефтегазовыми корпорациями с выведением на передний план компаний, специализирующихся на неосязаемых «трудновоспроизводимых» и высокотехнологичных активах. Исследование особенностей функционирования интегрированных хозяйственных образований в отрасли позволило уточнить их классификацию по организационному признаку, а также характеру специализации и кооперирования, одновременно выявив избыточность вертикальной интеграции, присущую крупным отечественным нефтегазовым компаниям, которая может быть барьером для пути их инновационного развития. Формирование в ряде стран нового вида интегрированных хозяйственных образований – отраслевых интеграторов, выполняет ключевую роль в консолидации, координации ресурсов компаний и технологическом перевооружении отрасли.**

В современной структуре нефтегазового бизнеса, которая сформировалась еще в 1930-е годы, продолжают доминировать вертикально интегрированные компании (ВИНК), под контролем которых находится значительная часть запасов и ресурсов углеводородного сырья, а также объемы его добычи. Однако последствия структурных сдвигов в нефтегазовой отрасли оказались весьма неоднозначными для традиционной вертикально-интегрированной организации бизнеса. Ведущие транснациональные корпорации предпочитают перейти от жесткой вертикальной интеграции к глобальной сетевой организации бизнеса, сочетающей в себе элементы конкуренции и сотрудничества.

Избыточная вертикальная интеграция крупных компаний в нефтегазовой отрасли страны является барьером для инновационного развития отечественных компаний. В рамках таких холдингов собраны компетенции для организации производства полного цикла, что приводит к практически полному отсутствию субподряда. Основным барьером для инновационного развития поставщиков является ограниченный рынок сбыта в результате высокой степени вертикальной интеграции российских ВИНК.

В последнее время в научных исследованиях активно применяется термин «коопетиция», который отражает формирование нового подхода к кооперации между организациями. Сегодня для достижения устойчивого успеха компании надо принимать в своей деятельности параллельность сотрудничества и конкуренции. Традиционная парадигма конкуренции «выигрыш–проигрыш» устаревает, если учитывать те возможности, которые предоставляет компаниям идея сотрудничества в условиях сложного и динамично трансформирующегося рынка. Вместо принятия отношений между фирмами, устанавливающих правила игры с нулевой суммой, совокупность отношений расширяется до многомерной (или многогранной) стратегии «выигрыш–выигрыш–выигрыш», в рамках которой учитывается не только успешность компаний в результате их коопетиции, но и социальная ответственность, предполагающая выигрыш потребителя. В литературе изучены преимущества многогранной коопетиции, состоящей из вертикальных и горизонтальных взаимоотношений между

фирмами. Различные варианты коопетиции рассматриваются применительно к альянсам и картелям, а также в рамках цепей поставок (вертикальных, горизонтальных, структурированных, др.). В рамках концепции декоммерциализации (Г. Б. Клейнер) также показано, что в этих условиях противостояние производителей, направленное на устранение конкурентов, становится, по сути, бессмысленным.

Таблица 1. – Классификация интегрированных хозяйственных образований в нефтегазовой отрасли

<b>Классификационный признак</b>	<b>Виды интегрированных хозяйственных образований</b>
<b>Степень самостоятельности</b>	картель синдикат консорциум стратегический альянс франчайзинговое объединение кластер концерн цепь поставок
<b>Организационная форма</b>	холдинговая компания производственно-научный холдинг государственная корпорация совместное предприятие концессия (концессионно-лицензионный механизм и сервисные контракты)
<b>Характер специализации и кооперирования</b>	конгломерат национальная корпорация глобальная технологическая цепь отраслевой интегратор

Международный опыт свидетельствует, что сегодня более эффективный подход заключается в кооперации компаний для решения общепромышленных задач, к примеру, разработки и освоения технологий, устранения разрывов в производственных цепочках. С позиций критерия специализации и кооперирования начинает формироваться новый вид интегрированных хозяйственных образований в отрасли – отраслевой интегратор, в котором ключевую роль в консолидации и координации ресурсов выполняет соответствующее министерство.

Наряду с этим, опыт проектов, осуществленных в нефтегазовой отрасли Норвегии (PETROMAKS, PETROMAKS-2), Великобритании (PILOT) и Малайзии (PEMANDU), может служить примером подходов, в рамках которых инициирование и координация инициатив осуществлялась со стороны государства. С учетом данных результатов, в табл. 1 представлена уточненная классификация интегрированных хозяйственных образований в нефтегазовой отрасли.

В диссертации показано, что значительные структурные сдвиги происходят и в самой нефтегазовой отрасли. Эти сдвиги проанализированы в работе с использованием концепции «шести конкурентных сил» М. Портера (табл. 2).

Таблица 2. – Трансформация нефтегазовой отрасли с позиции «шести конкурентных сил» М. Портера

Наименование фактора конкуренции	Динамика фактора конкуренции	Характеристика изменений в нефтегазовой отрасли
Угроза появления товаров-заменителей	Незначительный рост	Рост интереса к альтернативным источникам энергии, усиление позиций природного газа (в том числе за счет развивающихся СПГ и СЖТ технологий) в структуре энергоресурсов в связи с растущими экологическими вызовами
Угроза появления на рынке новых игроков	Значительный рост	Присутствие на отраслевом рынке большого количества североамериканских компаний, специализирующихся на добыче сланцевых углеводородов, на базе новых технологий; создание дополнительных производственных мощностей и обеспечение возможности извлечения нетрадиционных ресурсов (в результате – снижение отраслевой прибыли)
Рыночная власть поставщиков	Снижение	Вынужденное заключение соглашений об ограничении добычи нефтегазовыми компаниями, осуществляющими поставки углеводородного топлива на рынок, для того чтобы остановить дальнейшее снижение цен на энергоносители. Стремление производителей углеводородов к заключению контрактов на поставку продукции на более гибких для потребителей условиях, с целью удержания своей рыночной доли
Рыночная власть потребителей	Рост	Ужесточение экологических требований на всех стадиях производственной цепочки, стремление к диверсификации поставок углеводородов в рамках обеспечения энергетической независимости
Внутриотраслевая конкуренция	Снижение	Борьба за потребителей и закрепление на новых рынках сбыта в связи с перемещением основных центров потребления нефтегазовых ресурсов из стран ЕС в страны АТР; конкуренция «супермейджоров» и ННК в области высоких технологий, осуществление затрат на НИОКР и прорывные инновации
Роль государства	Значительный рост	Значительное сокращение в последние десятилетия объемов запасов и добычи углеводородов, находящихся под контролем ведущих корпораций Exxon Mobil, BP, Shell и Chevron; занятие ведущих позиций ННК по уровню запасов и добычи углеводородных ресурсов благодаря поддержке со стороны государства Финансирование альтернативных источников энергии, в том числе «зеленой энергетики», с целью изменения структуры потребления первичных энергоносителей также осуществляется преимущественно за счет бюджетных средств развитых стран

Анализ факторов, представленный в табл. 2, позволяет заключить, что отражением высокого уровня конкуренции в нефтегазовой отрасли являются ценовая конкуренция при одновременном увеличении затрат компаний, связанных с продвижением новых товаров и услуг и повышением их качества; продуктовая и географическая диверсификация, которая сопровождается

борьбой за доступ к нефтегазовым активам (в добыче, транспорте и переработке) и новым рынкам сбыта; значительный рост инвестиций в НИОКР и интеллектуальный капитал компаний. Отечественные и зарубежные нефтегазовые компании впервые за долгое время столкнулись с риском долгосрочного снижения прибыльности и вынуждены заниматься исследованиями и инновациями по широкому спектру отраслевых проблем для продолжения конкурентной борьбы в условиях новой технологической парадигмы, очертания которой пока еще только намечаются.

Традиционная модель ведения бизнеса в энергетической отрасли претерпевает существенные изменения, и нефтегазовые компании стараются адаптироваться к новой реальности, в основу которой закладываются принципы конкуренции и кооперации. В условиях существующих глобальных вызовов решение этой задачи представляется стратегическим приоритетом отечественной экономики. Поэтому сегодня для того, чтобы закрепить за собой передовые позиции, отечественные нефтегазовые компании должны в полной мере осмыслить качественные сдвиги, происходящие в структуре глобального энергетического баланса, возникающие при этом риски процессов глобализации и дефрагментации энергетического рынка, освоить реализуемые зарубежным крупным бизнесом новые конкурентные стратегии, включая возможность перехода от «непримиримой» конкуренции на новые гибкие, сетевые и т.п. формы кооперации.

**2. В диссертации дана уточненная трактовка понятия «эффективность» в контексте соответствия результатов целевым задачам интеграции. Это позволило развить методологию эмпирического анализа эффективности интеграционных сделок в процессе трансформационных преобразований, осуществляемых в отрасли, и определить приоритетные критерии интеграции нефтегазовых компаний на современном этапе, характеризующие уровень их технологического развития: количество открытий (количество патентов), качество открытий (уровень цитирования патентов компании) и диверсификация открытий (различие в технологических классах патентов компании).**

Существующие варианты оценки эффективности интеграционных процессов можно разделить на два принципиально различающихся между собой методологических подхода – перспективную и ретроспективную оценку. При анализе теоретических и прикладных исследований в диссертации не было выявлено единого и системного методологического подхода к ретроспективной оценке эффективности интеграционных процессов. Это объясняется тем, что понятие «эффективность» можно рассматривать в двух аспектах: как итоговую характеристику какой-либо деятельности в целом, выполнения ее отдельных функций (efficiency) или как характеристику результативности, действенности (effectiveness) какой-либо деятельности без соотнесения полученных результатов с затраченными ресурсами.

Исследования, специализирующихся в этой области отечественных и зарубежных ученых, отражают многообразие взглядов и подходов,

сложившееся при изучении процессов интеграции компаний (рис.1). В работе был осуществлен критический анализ методов, сложившихся на данный момент в рамках проведения ретроспективной оценки. Подробно освещены модели и инструменты, заложенные в основу данных методов, раскрыты преимущества и границы применения каждого из рассматриваемых методов.

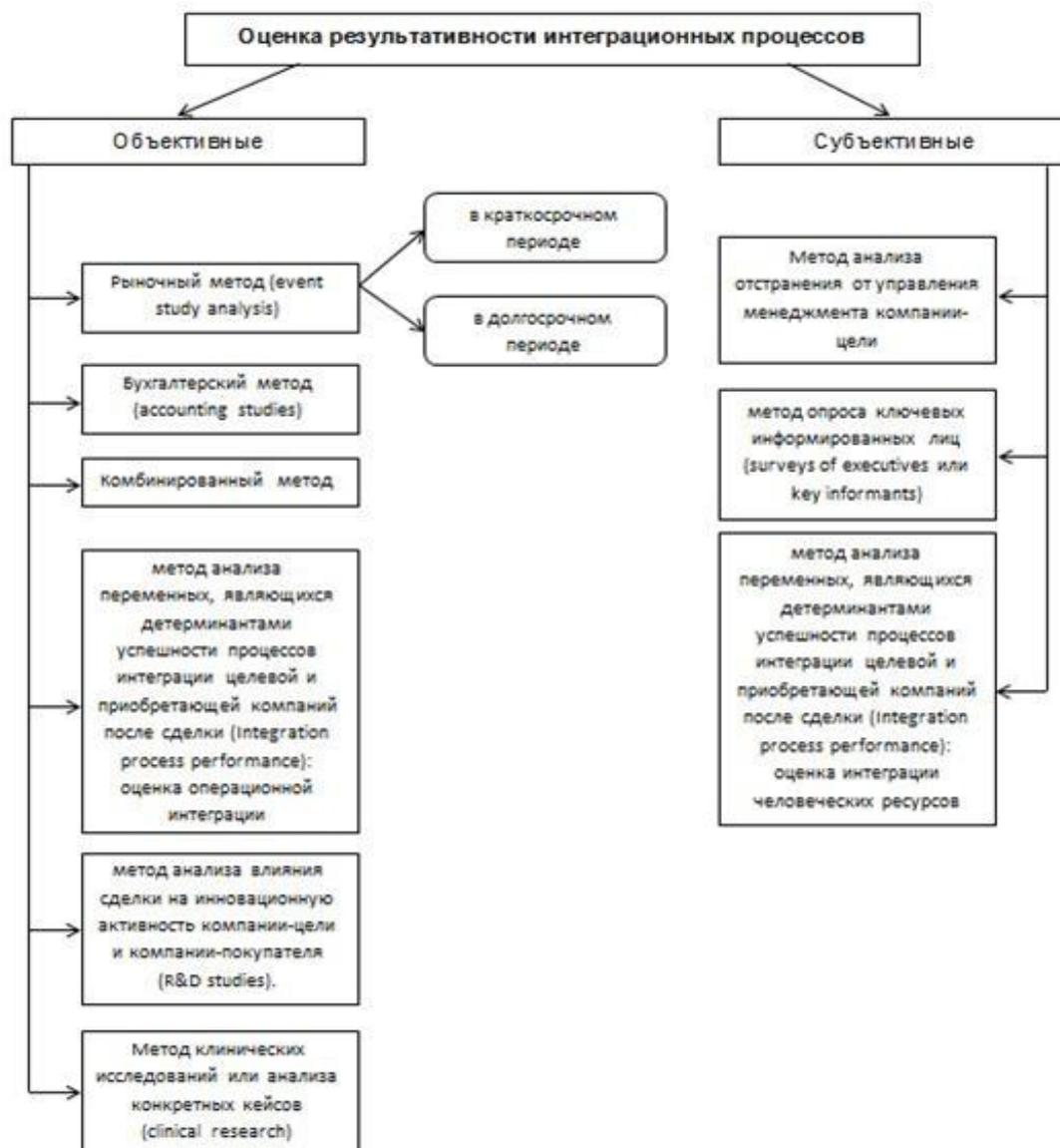


Рисунок 1. – Основные подходы к оценке эффективности интеграционных процессов в ретроспективном периоде

Анализ выявил, что в наиболее широко распространенных методах (рыночный метод (event study analysis), бухгалтерский метод (accounting studies), комбинированный метод) понятие эффективности рассматривается с позиций определения степени достижения целей и затрат, связанных с их достижением. При этом интеграция предприятий считается более эффективной, в случае если затраты, связанные с ее осуществлением, минимальны. Однако применение этой группы методов зачастую не дает возможности определить какие-либо другие преимущества или недостатки интеграции за исключением эффекта от масштаба или финансовой синергии. Ряд методов (метод опроса

топ-менеджеров (surveys of executives или key informants); метод анализа отстранения от управления менеджмента компании-цели и метода опроса ключевых информированных лиц (surveys of executives или key informants); метод оценки интеграции человеческих ресурсов) носит субъективный характер и может использоваться только в том случае, если применение объективных количественных методов недоступно.

В процессе перехода к инновационному развитию нефтегазовой отрасли особое значение приобретает понятие эффективности интеграции в контексте выбора правильных ориентиров, направлений действий и достижения целей. При этом под эффективностью (effectiveness) действий необходимо понимать степень соответствия результатов интеграции задачам достижения определенной цели или совокупности целей (запланированных результатов).

С этих позиций, метод оценки операционной интеграции в качестве основных критериев должен предполагать анализ механизмов интегрирования компаний, уровень унификации продуктов, исследований и разработок, маркетинга, трансфер технологических ноу-хау, а также создания структур, управляющих знаниями с целью обучения, является наиболее предпочтительным для дальнейшего применения и может использоваться в качестве самостоятельного метода при анализе эффективности интеграции. В дополнение к методу операционной интеграции необходимо использовать метод анализа влияния сделки на инновационную активность компании-цели и компании-покупателя (R&D studies). В современных условиях анализ таких критериев интеграции нефтегазовых компаний как количество открытий (количество патентов), качество открытий (уровень цитирования патентов компании) и диверсификация открытий (различие в технологических классах патентов компании) приобретает особый смысл даже в случае органического роста компаний и, тем более, роста за счет интеграции. Сфера применения этих методов может быть распространена как на слияния и поглощения компаний, так и на исследование других форм интеграционных объединений.

**3. Доминирующим методом оценки эффективности сделок слияний и поглощений является оценка «cumulative abnormal return» (CAR)<sup>7</sup> в краткосрочном периоде. Анализ современных публикаций позволил выявить общие тенденции, характерные для эффективности транснациональных и национальных сделок как приобретающих, так и целевых компаний. Применительно к нефтегазовой отрасли развитых стран средний размер показателя CAR для приобретающих компаний характеризуется отрицательными значениями, в связи с тем, что в результате приобретения дополнительных запасов и ресурсов происходит сокращение операционных рисков, увеличение объемов производства и стоимости активов приобретающей компании, за которыми следует снижение рыночного риска. Данный результат положительно**

---

<sup>7</sup> В отечественной научной периодике обозначается как «кумулятивная аномальная доходность» или «накопленная избыточная доходность».

**характеризует компанию, осуществившую интеграционную сделку, однако снижает доходы держателей ее акций.**

Проблема эффективности сделок слияний и поглощений в последние десятилетия освещалась применительно к рынкам США, стран ЕС, Австралии, Канады и другим развитым рынкам. В числе основных драйверов роста сделок M&A исследователи отмечают либерализацию торговых режимов, процессы приватизации компаний, смягчение административных барьеров в области государственного контроля за сделками экономической концентрации со стороны антимонопольных служб и развитие рынка капитала. Было показано, что, заключая сделки M&A, особенно трансграничные сделки, фирмы обретают конкурентные преимущества в качестве доступа к новым ресурсам, технологиям, знаниям, компетенциям, новым активам, маркетинговым стратегиям и т.д. Однако сделки слияний и поглощений могут привести не только к расширению рынка, но и к таким трудностям как асимметрия информации, агентские проблемы. При этом эффекты для развитых и развивающихся рынков могут существенно различаться по причине разного уровня развития институтов корпоративного управления. Эксперты отмечают, вопреки девальвации рубля, сделавшей трансграничные сделки для РФ более дорогими, в 2016 г. доля трансграничных сделок в нефтегазовой отрасли возросла на 42,6 % по отношению к 2015 г., за счет роста стоимости сделок по покупке российских и иностранных активов. В целом сумма трансграничных нефтегазовых сделок M&A на российском рынке за 2016 г. составила 28,1 млрд. долл. США. Наибольшую активность в отрасли проявили европейские компании, приобретающие российские активы.

Доминирующим методом оценки эффективности сделок слияний и поглощений является оценка CAR в краткосрочном периоде (рыночный метод или event study analysis). Достоинством метода является то, что изменение динамики курсовой стоимости акций напрямую связано с объявленной сделкой M&A. Результаты исследования эффекта от транснациональной сделки для целевой компании приводят к однозначным выводам: полученное CAR целевых компаний в среднем имеет положительное значение и, как правило, превышает CAR приобретающих компаний. Это может быть объяснено эффектом масштаба, поскольку считается, что приобретающая компания, являющаяся инициатором сделки, по своим размерам превышает целевую компанию, а потому если средства, вырученные от сделки равномерно распределить между компаниями, доход на одну акцию целевой компании будет выше. В случае исследования влияния анонсирования транснациональной сделки на стоимость приобретающей компании, результаты исследований значительно варьируются в зависимости от принятых характеристик выборки, в числе которых диапазон окна наблюдения, страны, сделки которых участвуют в выборке и т.д. Однако число исследований эффективности слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли сравнительно невелико (табл. 3).

Таблица 3. – Анализ CAR приобретающих компаний в энергетическом секторе

Авторы и дата исследования	Количество компаний в выборке	Временной период выборки	Страны	Окно события	Значение CAR
Wan, Wong, (2009)	66 (сектор upstream США) 13 (сектор downstream США)	2005	Цель: нефтегазовая компания Unocal Corp.(США) Инициатор: CNOOC (КНР)	0; +1  -1; +1	-0,010% (для upstream) -0,007% (для downstream) -0,012% (для upstream) -0,020% (для downstream)
Федорова, Изотова (2013)	34	1999–2013	Цель: компании развитых и развивающихся стран Инициатор: российские компании энергетического сектора	± 2 -10; +2	-0,20% 0,71% (медиана)
Yoo, Lee., Heo (2013)	15	2008–2010	Цель: компании альтернативных источников энергии Инициатор: компании нефтегазового сектора США, Канады, Германии, КНР и др.	0 ± 1 ± 5 -10, +15	-8,345% -1,631% -3,629% -3,384%
Ng, Donker (2013)	284	1990–2008	Цель: компании нефтегазовой отрасли Канады Инициатор: Компании Канады	± 1 -1; 0 0; +1 0; +3 0; +5 ± 10	-1,67% -1,51% -1,68% -2,37% 0,5% 0%
Khanal, Mishra, Mottaleb (2014)	38	2010–2012	Цель: компании биотопливной индустрии США. Инициатор: компании энергетического сектора США	-30, +2 ± 1 ± 2 ± 5 +2; +30 ± 30	1,77% 0,48% 1,39% 2,68% 2,11% 3,88%
Ng, Cox (2016)	125	1990–2008	Цель: компании нефтегазовой отрасли США. Инициатор: развитые страны	± 1 -1; 0 0; +1 0; +3 0; +5 ± 10	-1,12% -0,64% -1,54% -1,77% -2,52% 0,03%

Анализ зарубежных и отечественных публикаций исследователей показал, что в отношении сделок слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли принято считать, что данные интеграционные преобразования отличаются от сделок, осуществленных в других отраслях экономики. В большинстве отраслей в результате интеграции создается операционная и финансовая синергия, которая ведет к положительной динамике акций компаний на финансовом рынке (Федорова Е.А., Изотова Е.И.). Однако в случае М&А в нефтегазовом секторе приобретение нефтегазовых запасов и ресурсов приводит к снижению операционных рисков компании, увеличению производства и

стоимости активов (M. Boyer, D. Filion). В результате снижения операционного риска снижается и рыночный риск, поэтому рыночная доходность ценных бумаг приобретающей компании также сокращается, выявляя отрицательную аномальную доходность (Boyer M.M., Filion D.). Исследователи выявили отрицательную избыточную доходность для компаний, приобретающих акции в нефтегазовом секторе Канады (Ng A. Donker H.) и США (Ng A., Cox R.). В процессе анализа были выявлены тенденции эффективности, характерные для транснациональных и национальных сделок применительно к приобретающим и целевым нефтегазовым компаниям, а именно – показатель cumulative abnormal return (CAR) для приобретающих компаний характеризуется отрицательными значениями.

**4. Целесообразно учитывать механизм создания стоимости в компании и факторы, стимулирующие рост ее нематериальной ценности, в процессе принятия антимонопольными службами решений об одобрении сделок экономической концентрации в ТЭК. В рамках контроля за осуществлением иностранных инвестиций, ФАС необходимо расширить перечень обязанностей иностранных инвесторов, связанных с уровнем локализации инноваций, а также налоговых льгот и преференций, направленных на стимулирование развития инноваций на территории РФ.**

Федеральная антимонопольная служба (ФАС) согласует значительное количество сделок экономической концентрации с нефтегазовыми активами. Анализ информации, содержащейся в базе ФАС по решениям в области экономической концентрации в сфере ТЭК (по сделкам с нефтегазовыми активами), находящихся в ведении управления по контролю в области ТЭК, в период с 2011г. по первое полугодие 2015 г., позволил сформировать выборку в объеме 468 сделок (рис. 2). Так, в 2013 г. было согласовано 111 сделок, в 2014 – 219, в первом полугодии 2015 г. – 121 сделка. При этом доля сделок, в отношении которых разрешение выдается вместе с предписанием, составила 1 % в 2013 г., 5 % в 2014 г., 2 % в первом полугодии 2015 г.



Рисунок 2 – Структура решений в сфере контроля за экономической концентрацией в ТЭК (нефтегазовые активы) в период 2011–2015 гг.

При детальном рассмотрении выборки было обнаружено, что по 2011 г. ФАС выдает только информацию об одном решении в части согласования сделок экономической концентрации с нефтегазовыми активами, а в 2012 г. – для трёх сделок, решение для одной из которых было выдано с предписанием. В то же самое время 2012 г. – это период совершения крупнейшей сделки по приобретению ОАО «НК «Роснефть» активов ТНК-ВР. По данным KPMG, в 2012 г. в нефтегазовом секторе было совершено 48 сделок с активами, при этом доля 10 крупнейших сделок (за вычетом приобретения активов ТНК-ВР) составила 72,3 % от общей суммы сделок в нефтегазовом секторе. Даже если большая часть сделок не нуждалась в антимонопольном контроле, то по наиболее крупным сделкам 2012 г., покупателями по которым выступали ОАО «Газпром», ОАО «НК «Роснефть» и ОАО «НК «ЛУКОЙЛ» в базе ФАС (в части решений по экономической концентрации в сфере ТЭК с нефтегазовыми активами) должны присутствовать соответствующие решения. Однако они отсутствуют, что не свидетельствует в пользу открытости и доступности данных ФАС. По оценке экспертов общероссийской общественной организации «Деловая Россия» доля решений ФАС России, размещенных в сети интернет, составляет 5–7 %, тогда как доля решений антимонопольных органов стран G7 достигает 100 %.

Рассматриваемая выборка содержала исключительно поведенческие предписания, в числе которых можно было выделить ценовые предписания, предписания об обеспечении недискриминационных условий договоров, а также о предоставлении ФАС оперативной информации об изменении цен, выпусков и структуры собственности.

По каждому конкретному решению на сайте ФАС РФ содержится краткая информация о принятии решения с указанием состава сделки (количество приобретаемых акций, доли в уставном капитале, объем приобретаемых прав). Однако информативность положительных решений по сделкам, отказов в удовлетворении ходатайства и решений с выдачей предписания в сопоставлении с аналогичными документами ЕС остается низкой (табл.4). Хотя нельзя отрицать тот факт, что поведенческие предписания 2014 и 2015 гг. стали содержать больше корректирующих условий, чем это было в 2013 г., т.е. после принятия первого и второго антимонопольных пакетов.

Таблица 4. – Сравнительная оценка объемов информации, представленных в решениях антимонопольных служб РФ и ЕС

Виды решений	Объем представленной информации по сделке	
	ФАС	Европейская комиссия
Разрешение на сделку экономической концентрации	1 абзац	10-70 страниц
Разрешение на сделку экономической концентрации с выдачей предписания	1-3 абзаца	30-100 страниц
Отказ по сделке экономической концентрации	1-3 абзаца	30-100 страниц
Решение по делу о нарушении антимонопольного законодательства	несколько страниц	50-100 страниц

В практике развитых стран моделирование изменения конкурентной ситуации и эффектов благосостояния осуществляется при помощи эконометрических регрессионных и корреляционных моделей, моделей оценки спроса, моделей симуляции слияния. Вместе с тем, в практике работы отечественных антимонопольных служб оценка эффектов благосостояния пока не находит должного применения. Кроме того, при одобрении сделок фактически игнорируются факторы, учитывающие ее влияние на нематериальный капитал целевой компании.

Российская практика слияний и поглощений (в том числе и в нефтяной отрасли) показывает, что большинство подлежащих согласованию сделок экономической концентрации не оказывают существенного влияния на конкуренцию. В списке запрещенных слияний оказываются слияния среднего бизнеса, в том числе с участием иностранного капитала, в то время как крупные слияния, к примеру, покупка активов «ТНК – ВР» компанией ОАО «Роснефть», получают одобрение антимонопольного комитета. ФАС должна сконцентрироваться исключительно на крупных монополистах и слияниях, оказывающих влияние на конкуренцию. Органы ФАС могут защитить потребителей путём предотвращения или изменения тех слияний, которые непосредственно снижают конкурентоспособность. Контроль слияний, прежде всего горизонтальных, со стороны антимонопольных органов находится в основе политики конкурентоспособности. Горизонтальные слияния, как правило, возникают эндогенно, в результате переговоров между компаниями отрасли, несмотря на наличие альтернативных форм интеграции, способных генерировать производителям и потребителям более высокие значения прибыли и потребительского излишка.

В области трансграничных поглощений следует обратить внимание на тенденцию создания политических барьеров, наиболее ярко проявившую себя в 2005 г. при объявлении китайской CNOOC о приобретении американской нефтегазовой компании Unocal Corp. Сделка была заблокирована Конгрессом США в связи с сильными политическими возражениями, в основе которых находились вопросы национальной безопасности. В настоящее время со стороны органов власти США и ЕС ведется разработка последовательных и прозрачных правил, определяющих критерии запрета на сделки слияний и поглощений из соображений национальной безопасности. Разумная адаптация опыта развитых стран в части разработки критериев и инструментов, регулирующих трансграничные сделки в нефтегазовом секторе, является одним из перспективных направлений для сохранения контроля над стратегически значимой отраслью РФ. В рамках контроля за осуществлением иностранных инвестиций, Федеральные законы № 160-ФЗ от 09.07.1999 г. и № 57-ФЗ от 29.04.2008 г. должны расширить перечень обязанностей иностранных инвесторов, связанных с уровнем локализации НИОКР, а также налоговых льгот и преференций, направленных на стимулирование развития НИОКР на территории РФ.

**5. Анализ динамики и механизмов консолидации нефтегазовых активов, а также оценка ценности приобретаемых углеводородных запасов в Северо-Западном регионе РФ в период с 1999 по 2016 г. позволяют сделать вывод о том, что основным фактором динамики интеграционных процессов является приобретение запасов и ресурсов углеводородных месторождений как с целью их освоения, так и дальнейшей перепродажи. При этом продажа объектов нефтегазового бизнеса выглядит недооцененной в сравнении со средней стоимостью приобретения аналогичных активов в мировой практике. Предложены прогрессивные институциональные нормы в области недропользования, которые в наибольшей степени будут способствовать развитию современных технологий в нефтегазовой отрасли региона.**

Основной организационной формой интеграции нефтегазовых компаний на территории Северо-Западного региона в период 90-х гг. XX века были альянсы с зарубежным участием в форме совместных предприятий. Их образование на территории РФ явилось следствием начавшихся процессов приватизации предприятий отрасли, а также обусловлено популярностью этой формы в западных странах в 80-е гг. XX века. На основе концессионного соглашения в Тимано-Печорской провинции разрабатывается Харьягинское месторождение. В перспективе в Ненецком автономном округе и Республике Коми предусматривается создание нефтегазохимических кластеров. С началом 2000-х гг. доминирующей формой интеграции стали слияния и поглощения нефтегазовых предприятий. Наиболее последовательно поглощениями в Республике Коми занималась компания ОАО НК «ЛУКОЙЛ». Свыше 17 сделок по приобретению добывающих, перерабатывающих и транспортных предприятий было совершено этой ВИНК в период с 1999 по 2016 гг. В целом развитие интеграционных процессов с участием отечественных ВИНК на территории Тимано-Печорской провинции находится в русле мировой тенденции становления и формирования национальных нефтяных компаний. В настоящее время на территории Республики Коми присутствуют несколько ВИНК (ОАО НК «ЛУКОЙЛ», ОАО НК «Роснефть» и ПАО НК «Башнефть»). В сегменте среднего и малого нефтяного бизнеса по-прежнему, наиболее популярны альянсы в форме совместных предприятий, при этом основные приобретения активов в 2003–2016 гг. были совершены иностранными компаниями. На начало 2017 г. в Республике Коми ключевыми инвесторами являются Petrogrand (Швеция), Dolmer Enterprises Ltd (Кипр), Alliance Oil Company (Багамские острова), BSG Energy (Нормандские острова), Exillon Energy (Великобритания), Aladdin Oil & Gas Company ASA (Норвегия). МНК активно приобретались как отечественными, так и зарубежными компаниями, при этом часть приобретений осуществлялась для последующей перепродажи.

Анализ данных о консолидации нефтегазовых активов в регионе доказывает, что именно доступ к недропользовательским лицензиям, дающий право на разработку запасов и ресурсов углеводородов, является катализатором интереса ВИНК к новым приобретениям независимых

компаний. Это подтверждает предположение о том, что основным фактором динамики интеграционных процессов являются запасы и ресурсы углеводородных месторождений. Еще одним фактором динамики интеграционных процессов в регионе выступает приобретение нефтегазовых активов региона с целью их дальнейшей перепродажи. Данная тенденция характерна для сделок с иностранным капиталом в период после 2005 – 2016 гг.

Исследование ценности приобретаемых запасов углеводородного сырья в сделках слияний и поглощений выявило, что в период с 1999 по 2016 гг. стоимость нефтегазовых активов республики Коми в сделках слияний и поглощений изменялась по доказанным запасам в пределах от 0,04 до 12,0 долл./боя, по геологическим запасам от 0,01 до 3,9 долл./боя. На фоне динамики средней мировой стоимости покупки барреля запасов: от 3,14 до 16,79 долл./боя, продажа объектов нефтегазового бизнеса предприятий Тимано-Печорской НГП вместе с лицензиями на поиск, разведку и добычу выглядит явно недооцененной, поскольку стоимость доказанных запасов в недрах перспективной и обустроенной нефтегазоносной провинции на порядок отличается от средних значений затрат на приобретение аналогичных запасов в мире.

Приход иностранных компаний в регион сыграл положительную роль с точки зрения привлечения зарубежных инвестиций, однако по масштабам инвестиций ожидания разошлись с действительностью и их объем оказался значительно меньше необходимого в условиях становления нефтегазовой отрасли. Подавляющая доля зарубежных инвестиций имела своим происхождением оффшорные юрисдикции. Вклад зарубежных нефтяных компаний в экономику региона мог бы быть более значительным как по количеству совместных проектов, так и с точки зрения трансфера технологий и финансовых ресурсов.

Таблица 5. – Механизмы государственной поддержки отраслевых инвесторов

<b>Механизмы законодательного стимулирования отраслевых инвесторов</b>	
<b><i>Отечественные инвесторы</i></b>	<b><i>Зарубежные инвесторы</i></b>
организация корпоративных венчурных фондов и создание механизмов прямой мотивации к их развитию среди отечественных ВИНК	выставление требований по уровню локализации НИОКР для получения доступа на отечественный рынок
предоставление налоговых льгот на НИОКР на территории РФ	предоставление налоговых льгот на НИОКР на территории РФ
стимулирование развития профессиональных компетенций, например, открытие обучающих центров на территории региона	стимулировать софинансирование НИОКР со стороны зарубежных нефтегазовых компаний, особенно в области фундаментальных исследований
создание кластеров для осуществления конкретных отраслевых проектов	обеспечение защиты интеллектуальной собственности

На примере Северо-Западного региона можно сделать вывод о том, что государство до настоящего времени не смогло выработать механизм локализации НИОКР для отечественных и иностранных инвесторов. Получив доступ к нефтегазовым активам, за счет осуществления интеграции компаний, иностранные инвесторы не были заинтересованы в локализации технологий в

области разработки, транспорта, переработки или сервисных услуг на территории региона. Используя успешный опыт зарубежных стран, государство должно задействовать механизмы стимулирования технологического развития отрасли в процессе интеграции компаний (табл. 5).

**6. Анализ эффективности транснациональных сделок слияний и поглощений на развивающемся рынке выявил, что анонсирование сделки слияний и поглощений в среднем приводит к положительной CAR (cumulative abnormal return) на краткосрочном временном интервале для приобретающих нефтегазовые активы на отечественном рынке отечественных и иностранных компаний. Устойчивые отрицательные значения CAR наблюдались в тех случаях, когда в результате совершенных сделок контроль над нефтегазовыми активами отечественных компаний, образованных в форме совместных предприятий, переходил от зарубежных компаний к российским ВИНК. Этот результат в целом коррелируется с выводами зарубежных исследователей применительно к транснациональным сделкам в нефтегазовой отрасли развивающихся и развитых стран.**

В ходе анализа 22 интеграционных трансакций нефтяных компаний в Тимано-Печорской нефтегазоносной провинции в период с 1999 по 2016 гг. были собраны данные о датах совершения интеграционных сделок, их субъектах, сумме заключенных контрактов, значения курсов акций компаний-покупателей, ценные бумаги которых котируются на фондовых биржах, в определенном окне событий, соответствующие им значения фондового индекса. Основой исследования был избран рыночный подход в краткосрочном периоде, в дополнение к которому целевые и поглощающие нефтегазовые компании оценивались на R&D интенсивность, посредством количества зарегистрированных патентов на изобретения и промышленные образцы, а также свидетельств на полезные модели.

Таблица 6. – Среднее значение CAR в исследуемом диапазоне

Наименование показателя	Среднее значение CAR в исследуемом диапазоне, %						
	±1 день	±3 дня	±7 дней	±14 дней	±21 день	±30 дней	±40 дней
Активы целевой компании до сделки принадлежали иностранной компании и были приобретены российскими компаниями	1,19	1,46	-0,20	-1,78	-0,82	-3,09	-3,28
Активы целевой компании до сделки принадлежали российской компании и были приобретены российскими компаниями	0,68	1,28	3,12	4,36	1,08	2,13	4,36
Активы целевой компании до сделки принадлежали российской компании и были приобретены зарубежными компаниями	5,03	7,43	6,41	7,98	6,36	5,58	6,35
В целом по выборке	2,32	3,33	2,51	2,55	1,89	0,65	1,23

Исследование выявило, что объявление о сделках слияний и поглощений в среднем приводит к положительной CAR на краткосрочном временном интервале для компании-покупателя (как отечественной, так и иностранной), приобретающей нефтегазовые активы на отечественном рынке (табл. 6). Вместе с тем, в среднем анонс сделки слияний и поглощений характеризуется

отрицательной CAR на краткосрочном временном интервале в случае, если отечественные активы, ранее принадлежащие зарубежным компаниям, переходят под контроль российских предприятий.

Источником информации о количестве патентов и изобретений послужила база данных ФИПС. В поиск по патентной базе были включены все целевые компании, приобретенные в процессе трансакций в период с 1999 по 2016 гг., а также отечественные приобретающие компании. На основании полученных результатов можно сделать следующие выводы:

1. Объявление о сделках слияний и поглощений в среднем приводит к положительной CAR на краткосрочном временном интервале для приобретающих нефтегазовые активы на отечественном рынке отечественных и иностранных компаний. Этот результат в целом коррелируется с выводами зарубежных исследователей, которые свидетельствуют об отсутствии существенных различий в выводах при изменении окна событий.

2. Применительно к условиям развивающегося отечественного рынка устойчивые отрицательные значения CAR наблюдались в тех случаях, когда в результате совершенных сделок контроль над нефтегазовыми активами отечественных компаний, образованных в форме совместных предприятий, переходил от зарубежных компаний к российским ВИНК. В первую очередь, в данный перечень необходимо отнести приобретение ОАО «НК «ЛУКОЙЛ» активов ЗАО «КомиАрктикОйл» (British Gas – Великобритания), АОЗТ СП «Компания «Байтек-Силур» (BitechPetroleumCorporation – Канада), ООО СП «АмКоми» (AminePublicLimited – Ирландия). Таким образом, в среднем анонс сделки слияний и поглощений характеризуется отрицательной CAR на краткосрочном временном интервале в случае, если отечественные активы, ранее принадлежащие зарубежным компаниям, переходят под контроль российских предприятий. Следствием подобных сделок может стать разрушение стоимости целевой компании в результате снижения ее интеллектуального капитала.

3. Поскольку большинство сделок, с выявленным отрицательным значением CAR, были сделками с российскими активами, принадлежащими зарубежным компаниям, использование показателей патентной активности по данным ФИПС может быть непрезентативным. Зарубежные компании могли изначально располагать необходимыми технологиями и, являясь их собственником, осуществлять внедрение инноваций в процессе добычи углеводородов. Нельзя исключать и тот факт, что применяемая в регионе Тимано-Печорской провинции отечественная технология могла быть запатентована иностранной компанией за рубежом.

4. Статистика об изменении инновационной активности, данные о текучести кадров, смене менеджмента, культурной конвергенции могут нести в себе, помимо возможной информации об эффективности сделки, также информацию о многих других характеристиках компании, в том числе, вероятно, информацию об общей эффективности деятельности компании.

Наблюдаемая более 15 лет инертность подхода к осуществлению интеграционных сделок в форме слияний и поглощений российскими

нефтегазовыми компаниями ставит под сомнение их целесообразность, особенно в условиях экономического кризиса. Использование сделок слияний и поглощений в спекулятивных целях не позволяет извлекать из интеграционных процессов максимальный экономический эффект, возможный от объединения материально-ресурсной базы покупателя и интеллектуального потенциала целевой компании, но наносит ощутимый вред инновационной активности малых и средних нефтегазовых компаний.

**7. Интеграцию хозяйственных субъектов с разноуровневыми соотношениями интеллектуального и материального компонентов целесообразно осуществлять в определенных диапазонах, не допуская приобретений поглощающими компаниями с доминирующей долей материального капитала целевых компаний с преобладающим уровнем интеллектуальной составляющей, с целью предотвращения снижения ее рыночной стоимости.**

Сегодня вертикальная интеграция и глобальный характер сети нефтегазовых активов, безусловно, остаются важнейшими характеристиками бизнес-моделей ведущих корпораций. Однако в новых реалиях способы их реализации существенно меняются. Обращение современных компаний к модели открытых инноваций, к экономике, основанной на знаниях и цифровых информационно-коммуникационных технологиях, подчеркивают важность внешних источников знаний в стимулировании инноваций. Мировая экономика все в большей степени определяется отраслями, в фокусе которых находятся услуги и нематериальные активы, поэтому сегодня развитие сильного национального бренда ставится «во главу угла» для экономического роста компании.

Исследование Brand Finance выявило, что суммарная стоимость компаний нефтегазового сектора в период 2010–2014 гг. сократилась на 1,44 трлн долл., что было связано с резким снижением нематериальной ценности и невысокими показателями роста чистых материальных активов, в том числе и за счет осуществляемых в секторе процессов слияний и поглощений. Наблюдающаяся в 2014–2017 гг. динамика цен на нефть, которые с начала кризиса снизились более чем в три раза, может привести к дальнейшему ухудшению состояния нефтегазовой отрасли.

Предприятия могут стимулировать свой рост, осуществляя стратегии в области расширения рынков сбыта, привлечения инвестиций и т.п. Ограничение роста материальной составляющей капитала не подразумевает одновременного ограничения в развитии компании, поскольку последнее более тесно связано с качеством, а не с конкретными физическими и денежными активами. Возможность развития компании в большей степени характеризуется потенциалом отдельных лиц, сотрудников или организационных и отношенческих связей, чем существующим экономическим состоянием, которого она добилась на текущий момент своего существования. Поэтому основным драйвером роста компании в постиндустриальной экономике

является знание, способное привести к качественным изменениям в ее организационной структуре.

На рис. 3 представлены линии трендов для материального и интеллектуального капиталов, в зависимости от спроса на инновации. Рыночная стоимость фирмы 1 ( $K_1$ ) состоит из материального капитала ( $M_1$ ) и интеллектуального капитала ( $I_1$ ). Соотношение величин  $M_1$  и  $I_1$  характерно для компаний с жёсткой административной вертикалью, интеллектуальный капитал которых представлен, главным образом, составляющими организационного и отношенческого капиталов. Для фирмы 1 характерна низкая склонность к инновационному риску, поскольку рисковать значительными объёмами материального капитала ради инноваций, отдача от которых представляется в весьма отдалённом будущем, не в духе крупных компаний. К типичным представителям фирмы 1 относится корпорация индустриального типа, доминирующими ценностями которой являются коллективизм, исполнительность, профессионализм и добросовестность. Деятельность корпорации индустриального типа строится на принципах – стандартизации производственных процессов, знании потребностей, сокращения издержек, системного подхода к её развитию. По мере смещения вправо вдоль кривой интеллектуального капитала происходит наращивание человеческого капитала, иными словами его мыслящей составляющей.

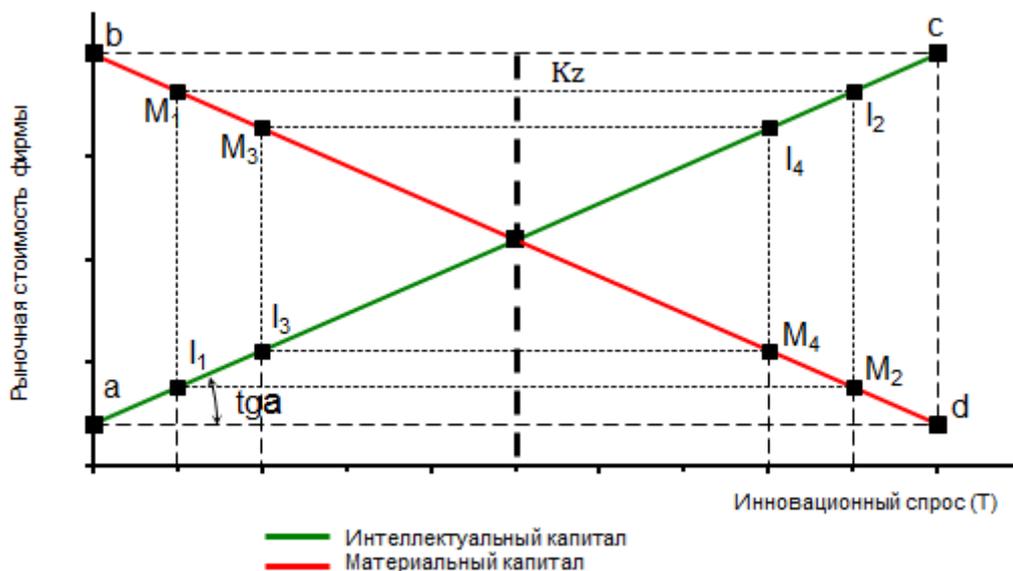


Рисунок 3 – Соотношение интеллектуального и материального капиталов фирмы в зависимости от спроса на инновации

Рыночная стоимость фирм 1 и 2 формально одинакова, но отличаются структурой материального и интеллектуального капиталов. Поэтому в процессе роста рыночного спроса на инновации, продукция, предлагаемая фирмой 2, имеет явно больше шансов соответствовать запросам рынка. Именно фирма 2 более склонна к инновациям и риску. Можно классифицировать её как софт-корпорацию, доминирующими приоритетами которой выступают человек, его ценностные качества, профессиональное сообщество, насыщение знаниями и компетенциями. В основе деятельности софт-корпорации заложены принципы

гармонии, создания новых рынков, формирования уникальных ключевых компетенций персонала и максимизации её ценности.

В точке  $Z$  (пересечение кривых интеллектуального и материального капиталов) значение  $M_z$  совпадает со значением  $I_z$ . Вертикальная линия, проведенная через точки  $Z$  и  $K_z$ , разбивает график на две области. Стоимость компаний, которые совершают интеграционные сделки в условиях, когда  $K_{y1} > K_{y2}$  при  $M_{y1} > M_{y2}$  и  $I_{y1} < I_{y2}$ , в части интеллектуальной составляющей будет разрушаться. Объясним это на примере ситуации, когда фирма 1 осуществляет сделку по поглощению фирмы 3, с меньшей рыночной стоимостью ( $K_3$ ), структура которой состоит из  $M_3$  и  $I_3$ , причём  $M_1 > M_3$ , но  $I_1 < I_3$ . В процессе интеграции фирмы 3 в фирму 1, стоимость компании 1, состоящая из объединенных активов 1 и 3 фирмы, скорее всего, прирастет на величину  $M_3$ , поскольку для  $I_3$  изначально характерны более высокие степени инновационного риска и креативности, иная, в отличие от компании 1, структура ценностей. Для того, чтобы сохранить свои доминирующие ценности, убеждения и принципы часть интеллектуального капитала в виде *human capital* (объективно от фирмы 1) будет утрачена, а вместе с ней ухудшится структура *organizational (structural) capital* и *relationship capital*. Однако управление величиной  $M_3$  в фирме 3 осуществлялось на основе созданного ею интеллектуального капитала, отсутствие мыслящей части которого, нельзя считать плюсом в процессе сохранения части стоимости компании 3. Таким образом, данная область графика свидетельствует о том, что зона не является благоприятной для заключения сделок слияний и поглощений. В основе большинства подобных сделок лежит следующее правило: ресурс системы высокого уровня сознания используется для поддержания жизни системы низкого уровня. Возможно, что именно о таких интеграционных сделках было сказано, что «...синергия, возникающая в результате объединения различных частей финансового сектора, оказалась ещё одной иллюзией, более очевидными стали неудачи в области менеджмента и наличие конфликтов интересов».<sup>8</sup>

Стоимость компаний, которые совершают интеграционные сделки в условиях, когда  $K_{y1} > K_{y2}$  при  $M_{y1} < M_{y2}$  и  $I_{y1} > I_{y2}$ , будет прирастать за счет гармоничного включения интеллектуального капитала поглощаемой компании в структуру поглощающей компании. Правая область графика представляет собой область для заключения успешных интеграционных сделок и получения максимального синергетического эффекта.

В каждом конкретном случае предприятие представляет собой уникальное в своём роде сочетание элементов интеллектуального и материального капиталов, самоорганизующуюся систему с собственным равновесием и устойчивостью к воздействию факторов внешней среды. Это состояние, безусловно, подвержено изменениям на протяжении всего жизненного цикла предприятия, но ещё раз подчеркнём, что своей результативностью,

---

<sup>8</sup> Stiglitz J. Free fall: America, Free Market, and the Sinking of the World Economy . – СПб.:Издательство «Eksmo», 2011 – 512 с

эффективностью и конкурентоспособностью компания обязана именно уникальному сочетанию элементов интеллектуального и материального капитала, которое, в свою очередь, задаёт ей стратегический градиент, определяя размеры фирмы и сферу её деятельности.

**8. При динамическом моделировании интеграционных процессов определение целевых компаний, привлекательных для осуществления интеграции, должно базироваться на сопоставлении показателей капитализации целевых компаний с собственным значением рыночной капитализации. Это позволит выявить пропорции интеллектуального и материального капитала целевых компаний и приобретающей компании и предотвратить потенциально неэффективные сделки, состоящие в приобретении переоцененных компаний.**

В модели предполагается, что существует несколько потенциальных компаний-покупателей, делающих выбор среди действующих в отрасли фирм с целью их приобретения. Данный выбор можно разбить на два основных этапа.

Первый этап. Определение целевых компаний, привлекательных для интеграции. Сопоставление показателей капитализации целевых компаний с собственным значением рыночной капитализации. Определение значений показателя капитализации компаний к сумме их соответствующих активов, с целью последующего выявления пропорций интеллектуального и материального капитала компаний целевых компаний и приобретающей компании. Представляется вполне закономерным, что индикатором интеллектуального капитала является её рыночная капитализация, в связи с тем, что система интеллектуальных связей компании способна практически мгновенно свертываться (исчезать), что еще раз подчеркивает правомерность представлений о наличии динамичности в рамках элементов экономической системы «структура – поведение – результативность». Именно в такой системе происходит обмен новой информацией, а также переток знаний, навыков, компетенций и прочих активов, существующих в нематериальной форме.

Оценка возможного синергетического эффекта  $s_i$  на основе анализа отраслевой прибыли  $\Pi_i$ :

$$s_i = (\Pi^1_{\text{объединенной\_фирмы}} - \Pi^0_{\text{покупателя}} - \Pi^0_{\text{продавца}}) / (\Pi^0_{\text{покупателя}} + \Pi^0_{\text{продавца}}) \quad (3)$$

После этого следует оценка ценовых значений акций компаний, являющихся наиболее привлекательными для приобретения, и сравнение этих цен с фактическими, с целью выявления их недооценности или переоцененности. Следующим шагом является выбор компании интеграция с которой способствует максимальному синергетическому эффекту и большим перспективам роста акций, вследствие их недооцененности.

Пропорции золотого сечения могут быть использованы при интеграции компаний в условиях совместного воздействия синергии для определения ключевых показателей, оказывающих влияние на увеличение стоимости объединенной компании. Среди прочих таким фактором может являться рыночная цена акций одной акции интегрируемых компаний, количество акций

рассматриваемых компаний, удовлетворяющее требованиям соотношения пропорций 38+62 (или 38/62), меновое соотношение акций. Таким образом, определение коэффициента обмена акциями  $\theta$  между фирмами - участниками может быть установлено в соответствии с «золотой пропорцией».

Второй этап. Определение выигрыша от проведенной интеграции.

Определение цен акций компаний  $\{P_1^1, \dots, P_{N-1}^1\}$  в период времени  $t_{0+1}$  после интеграции; количества акций  $\{Q_1^1, \dots, Q_{N-1}^1\}$ , обращающихся на рынке, в период времени  $t_{0+1}$ .

Расчет внутренней стоимости компании, образующейся после интеграции, как:

$$V_M = X_T^0 (1 + s_i) = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{CF_{Tt}^0}{(1+r_i)^t} (1 + s_i), \quad (4)$$

где  $X_T$  – реальная стоимость объединенной компании;

$\frac{CF_{Tt}^0}{(1+r_i)^t}$  – дисконтированный денежный поток объединенной компании.

Расчет рыночной стоимости компании, образующейся после интеграции, как:

$$M_M^1 = P_M^1 * Q_M^1 + MDebt_{Mi}^1. \quad (5)$$

Сравнение внутренней и рыночной стоимости объединенной компании, определение ее переоценки или недооценки.

Определение структуры акционерного капитала новой объединенной компании:

$$Q_M^1 = Q_A^0 + \theta * Q_T^0. \quad (6)$$

Оценка выигрыша от слияния для его участников с точки зрения фондового рынка:

для приобретающей компании:

$$g_A^1 = P_M^1 * Q_A^0 - P_A^0 * Q_A^0; \quad (7)$$

целевой компании:

$$g_T^1 = P_M^1 * \theta * Q_T^0 - P_T^0 * Q_T^0 = (P_M^1 * \theta - P_T^0) * Q_T^0. \quad (8)$$

Оценка выигрыша от слияния для его участников с точки зрения отраслевого рынка

$$g_A^2 = \frac{Q_A^0}{Q_M^1} * \Pi_M^1 - \Pi_A^0; \quad (9)$$

$$g_T^2 = \frac{\theta * Q_T^0}{Q_M^1} * \Pi_M^1 - \Pi_T^0. \quad (10)$$

Сравнение этих выигрышей для компаний-инсайдеров, участвовавших в слиянии, и получение выводов об ее эффективности.

Использование данной теоретической модели представляется целесообразным для изучения процесса слияний и поглощений нефтяных компаний в российской экономике, являющихся активными участниками фондовой биржи. Сбор и обработка имеющихся данных об основных показателях деятельности фирм и расчет ключевых равновесных параметров модели позволит получить важные выводы об эффективности протекания данного процесса и возможных дальнейших вариантах его развития. Данная модель обозначает основные этапы формирования инвестиционной стратегии фирмы в области интеграции бизнеса, что позволяет ей более грамотно и эффективно формировать свои бизнес-планы на перспективу.

### **Выводы и рекомендации по проведенному исследованию**

1. Как показано в диссертации, избыточная вертикальная интеграция отечественных нефтегазовых компаний представляет барьер для инновационного развития отрасли. Наиболее перспективной формой интегрированных хозяйственных объединений в зарубежных странах является отраслевой интегратор, выполняющий ключевую роль в консолидации, координации ресурсов компаний и технологическом перевооружении отрасли. Помимо этого, ориентация на более мягкие формы интеграции – альянсы и глобальные сетевые структуры – позволит использовать имеющийся опыт и учесть интересы как ведущих транснациональных нефтегазовых корпораций, так и национальных нефтегазовых компаний при совместной разработке месторождений.

2. К основным факторам, определяющим трансформацию нефтегазовой отрасли на современном этапе, относятся переход прямого контроля над мировыми нефтегазовыми ресурсами от ведущих транснациональных корпораций в пользу национальных нефтяных компаний; смещение основных центров потребления энергетических ресурсов из стран ЕС в страны АТР; усиление роли газовой составляющей в балансе добычи и потребления углеводородного сырья, в том числе за счет распространения технологий сжижения газа; утрата транснациональными компаниями конкурентных преимуществ в области инноваций и построения современных корпоративных систем управления.

3. Ориентация методологического аппарата для эмпирического анализа эффективности интеграционных сделок в ретроспективном периоде на эффективность интеграции с позиций выбора правильных целей, направлений действий и их достижения, позволит более объективно оценить результативность слияний и поглощений в условиях трансформации нефтегазовой отрасли.

4. В течение 2004–2016 гг. сохранялась устойчивая тенденция дальнейшего роста экономической концентрации среди наиболее крупных компаний отрасли, а также увеличения присутствия на рынках нефтяной отрасли компаний с государственным участием. Укрепление позиций нефтегазовых

компаний с государственным участием сопровождается углублением процессов декоммерциализации в отрасли.

5. Антимонопольный контроль, осуществляемый со стороны ФАС за нефтяной отраслью, позволил создать в Российской Федерации коммерческую инфраструктуру рынка нефти и нефтепродуктов, способствовал развитию биржевой и внебиржевой торговли. С помощью корректирующих инструментов ФАС происходило совершенствование конкурентной среды и формировались базовые условия, необходимые для создания российских ценовых индикаторов на маркерные экспортные сорта российской нефти.

6. В процессе принятия антимонопольными службами решений об одобрении сделок экономической концентрации в ТЭК, а также в рамках контроля за осуществлением иностранных инвестиций, с целью расширения перечня обязанностей иностранных инвесторов, связанных с уровнем локализации НИОКР, целесообразно учитывать специфику механизма создания ценности в компаниях и факторы, стимулирующие рост нематериальной ценности.

7. Анализ динамики и механизмов консолидации нефтегазовых активов в регионе и оценка ценности приобретаемых углеводородных запасов в Северо-Западном регионе РФ в период с 1999 по 2016 г. позволяют сделать вывод о том, что приобретение нефтегазовых активов и последующая разработка запасов углеводородных месторождений в регионе осуществлялись при отсутствии реальных инвестиций и новых технологий со стороны иностранного и отечественного капитала. Создание надлежащих механизмов государственной поддержки отраслевых инвесторов будет способствовать развитию современных технологий в нефтегазовой отрасли.

8. Анонсирование сделки слияний и поглощений в среднем характеризуется отрицательной CAR на краткосрочном временном интервале в случае, если отечественные активы, ранее принадлежащие зарубежным компаниям, переходят под контроль российских предприятий. Данный результат совпадает с выводами зарубежных исследователей нефтегазового рынка, подчеркивающих, что компании, приобретающие нефтегазовые активы на развитых рынках, характеризуются преимущественно отрицательной CAR на краткосрочном временном интервале, что свидетельствует о сокращении их операционных рисков, увеличении объемов производства и стоимости активов приобретающей компании, снижении рыночного риска.

9. Интеграцию организованных структур с разноуровневыми соотношениями интеллектуального и материального компонентов целесообразно осуществлять в определенных диапазонах, не допуская приобретений поглощающими компаниями с доминирующей долей материального капитала целевых компаний с преобладающим уровнем интеллектуальной составляющей, с целью избежания снижения ее рыночной стоимости.

10. При динамическом моделировании интеграционных процессов определение целевых компаний, привлекательных для осуществления интеграции, должно базироваться на сопоставлении показателей капитализации

целевых компаний с собственным значением рыночной капитализации, что позволит выявить пропорции интеллектуального и материального капитала целевых компаний и приобретающей компании и предотвратить потенциально неэффективные сделки, состоящие в приобретении переоцененных компаний.

### Статьи в журналах ВАК

1. Чернова Е.Г., Разманова С.В. Структурные сдвиги в нефтегазовой отрасли: ключевые факторы, индикаторы, последствия // Вестник СПбГУ. Экономика – СПб: Издательский дом СПбГУ, 2017. – № 4.– С.622-640. (1,20 п.л., авт. 0,60 п.л.)
2. Чернова Е.Г., Разманова С.В. Современные формы интеграционных хозяйственных образований в нефтегазовой отрасли // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом: научн.-эконом. ж. – М.: ОАО «ВНИИОЭНГ», 2017. – № 11.– С.49-57. (1,13 п.л., авт. 0,53 п.л.)
3. Мачула И.А., Писаренко Ж.В., Разманова С.В. Анализ результативности ведущих энергетических компаний на основе интегрального показателя // Нефть, газ и бизнес – М.: Издательство ОАО «Нефть и бизнес», 2017. – № 10.– С. 12-20. (0,55 п.л., авт. 0,18 п.л.)
4. Разманова С.В. Анализ эффективности транснациональных сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках капитала // Вестник СПбГУ. Серия 5. Экономика – СПб: Издательский дом СПбГУ, 2016. – № 3.– С. 20-37. (1,12 п.л.)
5. Разманова С.В. Инвестиционная политика нефтегазовых компаний в условиях кризиса // Вестник Удмуртского университета (серия: Экономика и право) – Ижевск: ФГБОУ ВПО «Удмуртский государственный университет», 2016. – № 6.– С. 57-64. Электронный ресурс: <http://ru.vestnik.udsu.ru/archive/show/2-2016-6-7> (0,70 п.л.)
6. Разманова С.В. Интеграция экономических систем на основе гармонического равновесия // Научно-технические ведомости СПбГПУ. Экономические науки – СПб: Издательство СПбГПУ им. Петра Великого, 2016. – № 4.– С. 214-227. (0,92 п.л.)
7. Разманова С.В. Факторы динамики интеграционных процессов в нефтегазовой отрасли Северо-Западного региона // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом: научн.-эконом. ж. – М.: ОАО «ВНИИОЭНГ», 2016. – № 7.– С. 19-31. (1,44 п.л.)
8. Volkov A. A., Razmanova S.V. Technological modernization of the oil and gas industry: the current state and prospects of development // St.Petersburg State Polytechnical University Journal. Economics – SPb.: St. Petersburg State Polytechnical University Publishing, 2016. – Vol.10, NO.5. – P. 30-40. (0,60 п.л. авт. 0,30 п.л.)
9. Разманова С.В., Волков А.А., Технологическая модернизация нефтегазовой отрасли РФ как локомотив отечественной экономики // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом: научн.-эконом. ж. – М.: ОАО «ВНИИОЭНГ», 2016. – № 9 – С. 4-10. (0,56 п.л., авт. 0,28 п.л.)
10. Разманова С.В., Мачула И.А., Писаренко Ж.В. Анализ ценовой конъюнктуры на российский газ для рынка Европейского Союза // Нефть, газ и бизнес – М.: Издательство ОАО «Нефть и бизнес», 2016. – № 7.– С. 43-56. (1,2 п.л., авт. 0,40 п.л.)
11. Разманова С.В. Поглощение компании «Северная нефть»: ретроспективный анализ результативности трансакции. // Проблемы прогнозирования – М.: ИНП РАН, 2014. – № 2 (143).– С. 136-145. (0,85п.л.)
12. Razmanova S.V. Essay on corporate competitive energy capacity // International Journal of Advanced Studies, 2013 – Vol.3, NO.1 – P. 55 – 67. (0,64 п.л.)
13. Разманова С.В. О природе интеграционных процессов в постиндустриальной экономике // Финансы и кредит – М.: Издательский Дом «Финансы и кредит», 2011. – № 32 (464).– С. 66-70. (0,63п.л.)
14. Разманова С.В. Методические подходы к ретроспективному анализу слияний и поглощений нефтегазовых компаний // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: электронный научный журнал – Сыктывкар: СГУ, 2010. – № 4. Электронный ресурс: <http://koet.syktu.ru/vestnik/2010/2010-4/8/8.htm> (0,79 п.л.)
15. Разманова С.В. Исследование эффективности интеграционных процессов в нефтегазовой отрасли // Финансы и кредит – М.: Издательский Дом «Финансы и кредит», 2010. – № 23 (407).– С. 46-59. (1,75п.л.)

16. Разманова С.В. Методологические основы экспресс-оценки эффективности процессов M&A // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом: научн.-эконом.ж. – М.: ОАО «ВНИИОЭНГ», 2009. – № 8.– С. 18-21. (0,40п.л.)

17. Разманова С.В. Ретроспективная оценка эффективности процессов слияний и поглощений (на примере нефтяных компаний Республики Коми) // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом: научн.-эконом. ж. – М.: ОАО «ВНИИОЭНГ», 2008. – № 10. – С. 18-22.(0,42 п.л.)

18. Мазурина Е.В., Разманова С.В. Учет рисков и неопределенности в инвестиционном проектировании нефтегазового бизнеса // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом: научн.-эконом. ж. – М.: ОАО «ВНИИОЭНГ», 2006. – № 6. – С. 4-13 (0,80 п.л., авт. 0,40 п.л.)

19. Разманова С.В. Инкорпорирование предприятий нефтяного сектора в Республике Коми // Проблемы экономики и управления нефтегазовым комплексом: научн.-эконом. ж. – М.: ОАО «ВНИИОЭНГ», 2006. – № 5.– С. 19-25. (0,63п.л.)

### Статьи в международных базах цитирования

1. Стеблянская А.Н., Чжэнь В., Разманова С.В., Искрицкая Н.И., Соколов А.Н. Экспорт российского СПГ в Китай: конкурентные преимущества и риски // Минеральные ресурсы России. Экономика и управление. – М.: ООО «РГ-Информ», 2017. – № 5.– С.72-76. (GEOREF) (0,69 п.л., авт. 0,14 п.л.)

2. Разманова С.В., Волков А.А. Развитие инновационных технологий в нефтегазовых компаниях Российской Федерации (на примере ПАО «Газпром») // Минеральные ресурсы России. Экономика и управление. – М.: ООО «Геоинформарк», 2016. – № 1-2.– С.57-61. (GEOREF) (0,49 п.л., авт. 0,25 п.л.)

3. Разманова С.В., Искрицкая Н.И., Мачула И.А. Актуальные задачи газовой промышленности на современном этапе // Георесурсы – Казань: ООО «Георесурсы», 2016 – № 3. – С.160-165. (GEOREF) (0,57 п.л., авт. 0,19 п.л.)

4. Разманова С.В., Мачула И.А. Рынок Азиатско-Тихоокеанского Региона как ведущий драйвер развития производства сжиженного природного газа в Российской Федерации // Нефтегазовая геология. Теория и практика. – 2016. – Т.11. – № 4. – 22 с. – электронный ресурс: [http://www.ngtp.ru/rub/3/42\\_2016.pdf](http://www.ngtp.ru/rub/3/42_2016.pdf). (GEOREF) (1,08 п.л., авт. 0,54 п.л.)

5. Разманова С.В., Мачула И.А., Писаренко Ж.В. Моделирование прогнозных цен на сжиженный природный газ для КНР // Газовая промышленность. – М.: ООО «Газойл Пресс», 2015. – № 8 (726). – С.19-24. (Chemical Abstracts) (0,64 п.л., авт. 0,32 п.л.)

6. Разманова С.В., Мачула И.А. Анализ конкурентных преимуществ производства синтетических жидких топлив: мировой опыт и отечественная практика // Нефтегазовая геология. Теория и практика. – 2015. – Т.10. – №4. – 37 с. – электронный ресурс: [http://www.ngtp.ru/rub/2015/2015\\_4.html](http://www.ngtp.ru/rub/2015/2015_4.html). (GEOREF) (1,64 п.л., авт. 0,82 п.л.)

7. Razmanova S.V. Acquisition of the Severnaya Neft Company: Retrospective Analysis of the Transaction Effectiveness // Studies on Russian economic development – USA.: Pleiades Publishing, Ltd, 2014. – Vol.25, NO.2. – P. 207-214. (SCOPUS). (0,70 п.л.)

8. Разманова С.В., Саматова Т.Б. Управление человеческим капиталом в нефтегазовой отрасли: методология и инструменты // Минеральные ресурсы России. Экономика и управление. – М.: ООО «Геоинформарк», 2014. – № 4.– С.54-63. (GEOREF) (1,04 п.л., авт. 0,21 п.л.)

9. Разманова С.В., Шульц Е.В. Инновационные механизмы в экономике нефтегазовой отрасли // Нефтегазовая геология. Теория и практика: электронный научный журнал – СПб.: ВНИГРИ, 2013. – Т.8. – №1. – электронный ресурс: [http://www.ngtp.ru/rub/3/9\\_2013.pdf](http://www.ngtp.ru/rub/3/9_2013.pdf) (GEOREF) (0,44п.л., авт. 0,31 п.л.)

10. Разманова С.В. Интеллектуальный капитал нефтегазовых компаний – залог конкурентного преимущества на глобальных рынках // Минеральные ресурсы России. Экономика и управление. – М.: ООО «Геоинформарк», 2012. – № 2.– С.57-61. (GEOREF) (0,53 п.л.)

11. Разманова С.В., Шульц Е.В. Налоговая политика государства как инструмент стимулирования инновационных технологий в нефтегазовой сфере // Нефтегазовая геология. Теория и практика: электронный научный журнал – СПб.: ВНИГРИ, 2011. – Т.6. – №1. – электронный ресурс: [http://www.ngtp.ru/rub/3/1\\_2011.pdf](http://www.ngtp.ru/rub/3/1_2011.pdf). (GEOREF) (0,39 п.л., авт. 0,27 п.л.)

12. Разманова С.В. Интеллектуальный капитал – основа эффективного управления современной нефтегазовой компанией // Записки Горного института – СПб: Санкт-Петербургский государственный горный институт им. Г.В. Плеханова, т.194, 2011. - С.313-316. (GEOREF) (0,46п.л.)

13. Разманова С.В., Мазурина Е. В. Комплексный подход к оценке экономической эффективности разработки месторождений углеводородов на завершающем этапе // Минеральные ресурсы России. Экономика и управление. – М.: ООО «Геоинформарк», 2010. – № 6.– С.25-30. (GEOREF) (0,54 п.л., авт. 0,27 п.л.)

14. Разманова С.В. Рост стоимости компании как стратегия нефтегазового бизнеса в условиях преодоления кризиса // Газовая промышленность. – М.: ООО «Газойл Пресс», 2010. – № 8 (649). – С.38-40. (SCOPUS). (0,39 п.л.)

### Прочие публикации

1. Steblyanskaya A., Wang Zh., Iskritskaya N., Razmanova S. Energy cooperation between BRICS Countries (I) // China oil and gas, 2017. – Vol.24, NO.4. – P.56-60. (0,39 п.л., авт. 0,10 п.л.)

2. Разманова С.В. Глобальные вызовы в нефтегазовой отрасли: ключевые тенденции и структурные изменения // Материалы Всероссийской научно-технической конференции с международным участием «Проблемы геологии, разработки и эксплуатации месторождений и транспорта трудноизвлекаемых запасов углеводородов», 02-03 ноября 2017 г. – Ухта: УГТУ, 2018. – С.226-228. (0,22 п.л.)

3. Чернова Е.Г., Разманова С.В. Нефтегазовые компании в условиях трансформации отрасли // Международный экономический симпозиум – 2017. Материалы международных научных конференций, 20-21 апреля 2017 г. – СПб.: ООО «Скифия - принт», 2017. – С.595. (0,08 п.л., авт. 0,04 п.л.)

4. Разманова С.В. Слияния и поглощения в нефтегазовом бизнесе (учебное пособие). – Ухта: УГТУ, 2016. - 121 с. (5,57 п.л.)

5. Разманова С.В.. Интеграция экономических систем в конкурентной среде // Материалы семнадцатого всероссийского симпозиума «Стратегическое планирование и развитие предприятий» (часть 1), 12 - 13 апреля 2016 г. – М.: ЦЭМИ РАН, 2016. – С.106-108.(0,17 п.л.)

6. Разманова С.В., Черноусов Г.Г. Сделки M&A нефтегазовых компаний Северо-Западного региона: приращение запасов или интеллектуального капитала? // Международная научная конференция «Экономические проблемы и механизмы развития минерально-сырьевого комплекса (российский и мировой опыт)»: Тезисы международной науч. конф, 02-03 декабря 2015 г. – СПб: Национальный минерально-сырьевой университет «Горный», 2016. - С.194-197. (0,64 п.л., авт. 0,32 п.л.)

7. Разманова С.В., Волков А.А. Развитие инновационных технологий нефтегазовой отрасли: сравнительный анализ // Международная научная конференция «Экономические проблемы и механизмы развития минерально-сырьевого комплекса (российский и мировой опыт)»: Тезисы международной науч. конф, 02-03 декабря 2015 г. – СПб: Национальный минерально-сырьевой университет «Горный», 2016. - С.198-202. (0,45 п.л., авт. 0,23 п.л.)

8. Chernousov G.G., Razmanova S.V. Influence of mergers and acquisitions deals on the innovative activity of and gas companies // First English scientific seminar for young specialists «Knowledge and experience for oil and gas industry», 28 May 2015. – М.: Gazprom VNIIGAZ, 2015. – P. 44-45. (0,10 п.л., авт. 0,05 п.л.)

9. Razmanova S.V., Grigoriev A.N., Chernousov G.G. Employing Dinamic Simulation Models in Integration Projects by Petroleum Companies // EPMI – 2015: Abstract of papers presented at the International Conference, 20-23 October 2015. – М.: Gazprom VNIIGAZ, 2015. – P. 26-27.(0,04 п.л., авт. 0,012 п.л.)

10. Razmanova S.V., Machula I.A., Bogdanova E.N., Svyatchik D.S. Alternative Projects for Monetization of Natural Gas in Western Siberis // EPMI – 2015»: Abstract of papers presented at the International Conference, 20-23 October 2015. – М.: Gazprom VNIIGAZ, 2015. – P. 21-22. (0,05 п.л., авт. 0,012 п.л.)

11. Разманова С.В., Мачула И.А. Производство синтетических жидких топлив в России: текущее состояние и перспективы // Международная конференция «Трудноизвлекаемые запасы и нетрадиционные источники углеводородного сырья. Проблемы, перспективы, прогнозы», 06-10 июля 2015 г. – СПб: ВНИГРИ, 2015. – (1-CD-R) – С.1-21. (1,33 п.л., авт. 0,67 п.л.)

12. Razmanova S.V., Grigoriev A.N. Peculiarities of the process of merging and taking over of companies from the points of view of physical phenomena / Societal Development through International Academic Cooperation – Norway: Universiteti Nordland, 2014. – P. 109-112. (0,18 п.л., авт. 0,15 п.л.)

13. Григорьев А.Н., Разманова С.В. Моделирование экономических систем в программном комплексе AnyLogic // Материалы пятнадцатого всероссийского симпозиума «Стратегическое

планирование и развитие предприятий» (часть 2), 15 - 16 апреля 2014 г. – М.: ЦЭМИ РАН, 2014. – С.58-61. (0,21 п.л., авт. 0,11 п.л.)

14. Разманова С.В., Волков А.А. Нефтегазовые компании в структуре инновационного развития отечественной экономики // Материалы пятнадцатого всероссийского симпозиума «Стратегическое планирование и развитие предприятий» (часть 4), 15 - 16 апреля 2014 г. – М.: ЦЭМИ РАН, 2013. – С.156-158. (0,18 п.л., авт. 0,09 п.л.)

15. Разманова С.В. О критериях равновесия экономических систем // Материалы международной научно-практической конференции «Устойчивое развитие: общество и экономика», посвященной 290-летию Санкт-Петербургского государственного университета», 23 - 26 апреля 2014 г. – СПб.: Издательство «Нестор-история», 2014. – С.374-376.(0,13 п.л.)

16. Святчик Д.С., Разманова С.В. Эконометрическое моделирование: выявление влияния затрат на формирование цен на природный газ базовых месторождений Западной Сибири (ЯНАО) // Доклады четвертого научного семинара «Актуальные проблемы, направления и механизмы развития производительных сил Севера – 2014», часть 1, 24 - 26 сентября 2014 г. - Сыктывкар: ИСЭиЭПСКомиНЦУрО РАН, 2014. - С.294-299. (0,39 п.л., авт. 0,20 п.л.)

17. Razmanova S.V. APG Processing: strategic direction of petroleum industry innovative development. // III International Conference and Exhibition «Enviromental safety in Gas industry (EGSI – 2013)»: Abstract of papers presented at the International Conference, 11-13 December 2013. – М.: Gazprom VNIIGAZ, 2013. – P. 35.(0,05 п.л.)

18. Разманова С.В. Структура капитала интегрируемых фирм и результативность процессов слияний и поглощений // Материалы четырнадцатого всероссийского симпозиума «Стратегическое планирование и развитие предприятий», 9 - 10 апреля 2013 г. – М.: ЦЭМИ РАН, 2013. – С.121-123.(0,18 п.л.)

19. Разманова С.В. Экономика отраслевых рынков и политика государства (методические указания). – Ухта: УГТУ, 2013. - 32 с. (1,41п.л.)

20. Саматова Т.Б., Разманова С.В. Нематериальные ресурсы предприятия в новой информационной экономике // Доклады международной научно-практической конференции «Экономика и управление народным хозяйством», декабрь 2012 г. - Пенза: АННОО «Приволжский Дом знаний», 2012. - С.109-112. (0,18 п.л., авт. 0,09 п.л.)

21. Разманова С.В. Проблемы реализации стратегии слияний и поглощений в нефтегазовых компаниях // Материалы тринадцатого всероссийского симпозиума «Стратегическое планирование и развитие предприятий», 10 - 11 апреля 2012 г. – М.: ЦЭМИ РАН, 2012. – С.119-121.(0,18 п.л.)

22. Разманова С.В. Влияние процессов централизации капитала в ТЭК на интеллектуальный капитал нефтегазовых компаний // Доклады третьего научного семинара «Актуальные проблемы, направления и механизмы развития производительных сил Севера – 2012», часть 1, 28 - 30 июня 2012 г. - Сыктывкар: ИСЭиЭПСКомиНЦУрО РАН, 2012. - С.230-235.(0,32 п.л.)

23. Разманова С.В. Интеллектуальный капитал как основа эффективного управления современными нефтегазовыми проектами // III Международный научно-практический семинар ЕРМІ – 2011: Тез.докл. межд. науч.- практич. сем, 20-22 сентября 2011 г. - Москва: ООО «Газпром ВНИИГАЗ», 2011. - С.32.(0,05 п.л.)

24. Разманова С.В. Теория и практика оценки эффективности процессов слияний и поглощений в ТЭК (методические указания). – Ухта: УГТУ, 2011. - 31 с. (1,08 п.л.)

25. Разманова С.В. Совершенствование методов оценки эффективности сделок на рынке корпоративного контроля // Всероссийская научно-практическая конференция «Экономические проблемы развития минерально-сырьевого и топливно-энергетического комплексов России»: Сборник научных трудов конф., 20-21 мая 2010 г. - СПб: Санкт-Петербургский государственный горный институт им. Г.В. Плеханова, 2010. - С.110. (0,12 п.л.)

26. Разманова С.В. Исследование эффективности интеграционных процессов в нефтегазовой отрасли // Сборник научно-технических обзоров – М.: ООО «Газпром ВНИИГАЗ», 2010.– С. 123-154. (1,87 п.л.)

27. Разманова С.В., Мазурина Е. В. Об оценке экономической эффективности разработки углеводородных месторождений на завершающей стадии // II Международная научно-практическая конференция «Эффективное управление комплексными нефтегазовыми проектами (ЕРМІ – 2010)»: Тез. докл. межд.науч.- практич. конф, 21-24 сентября 2010 г. - Ухта: филиал ООО «Газпром ВНИИГАЗ» в г. Ухта, 2010. - С.23-24. (0,13 п.л., авт. 0,06 п.л.)

28. Инновационные технологии как составляющая налоговой политики государства в сфере недропользования / Разманова С.В., Шульц Е.В. // Нефтегазогеологический прогноз и перспективы

развития нефтегазового комплекса Востока России: Докл. науч.- практич. конф., 22-26 ноября 2010 г. - СПб: НЕДРА, 2010. - С.420-430. (0,90 п.л., авт. 0,61 п.л.)

29. Разманова С.В. Актуальность риска слияний и поглощений в нефтегазовой отрасли в системе корпоративного риск-менеджмента // Тез. докл. межд.науч.-практич. семинара ЕРМІ – 2009, 22-25 сентября 2009 г. - Ухта: филиал ООО «ВНИИГАЗ»-«Севернипигаз», 2009. - С.47-48. (0,09 п.л.)

30. Консолидация нефтяных активов и усиление интеграции зарубежных компаний: региональный аспект /Разманова С.В.// Докл. XII науч.-практич. конф., 17-21 ноября 2008 г. – Ханты-Мансийск: Издательский Дом «ИздатНаукаСервис», т.2, 2009.- С.136-147.(1,26 п.л.)

31. Разманова С.В. Интеграционные процессы в нефтяном комплексе Тимано-Печорской провинции // Нефть. Газ. Промышленность: инф. - аналит. ж. – С - Пб.: ООО «Издательство, торговля и промышленность», 2006. – № 4. – С. 30-33. (0,50 п.л.)

32. Разманова С.В. Иностраный капитал в нефтегазовых активах Коми // Нефть. Газ. Промышленность: инф.- аналит. ж. – С - Пб.: ООО «Издательство, торговля и промышленность», 2008. –№ 1. – С 29-31. (0,38 п.л.)