

На правах рукописи

ВОРОНИНА Евгения Васильевна

**ФОРМИРОВАНИЕ ЭФФЕКТИВНОЙ СТРУКТУРЫ
КАПИТАЛА КОРПОРАЦИЙ НЕФТЕГАЗОВОГО
КОМПЛЕКСА**

**Специальность 08.00.05 – экономика и управление народным хозяйством
(экономика, организация и управление предприятиями, отраслями,
комплексными промышленными предприятиями)**

А в т о р е ф е р а т
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Тюмень - 2004

Работа выполнена на кафедре финансов, денежного обращения и кредита Сургутского государственного университета.

Научный руководитель доктор экономических наук,
профессор
Мильчакова Наталья Николаевна

Официальные оппоненты доктор экономических наук,
профессор
Зенкина Марина Валентиновна

кандидат экономических наук,
профессор
Рубинштейн Ефим Исаакович

Ведущая организация Сургутский институт нефти и газа
(филиал) ТюмГНГУ

Защита состоится 26 февраля 2004 г. в 15.00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.274.03 при Тюменском государственном университете по адресу: 625003, г. Тюмень, ул. Ленина, 16, ауд. 113.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Тюменского государственного университета.

Автореферат разослан ____ января 2004 г.

*Ученый секретарь
диссертационного совета*

Л.А. Краснова

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Появление корпоративных форм организации бизнеса связано с процессом интеграции промышленного и банковского капитала. В 1992 году в России были образованы первые пять акционерных нефтяных компаний («Лукойл», «Юкос», «Сургутнефтегаз», «Транснефть» и «Транснефтепродукт») и одно государственное предприятие «Роснефть».

Как известно, нефтегазовый комплекс России является основой национальной экономики, на его долю приходится 12% всего промышленного производства. Однако, в его развитии к настоящему времени сложились негативные тенденции: существенно сократился объем инвестиций в геологоразведку, приращиваемые запасы ухудшились по своим характеристикам, снизилась эффективность использования скважин, износ основных фондов по отдельным компаниям достиг 70%, большинство вновь открываемых месторождений находятся в малоосвоенных и труднодоступных районах.

Тем не менее, для отрасли характерен высокий удельный вес основных фондов при значительной доле собственных средств в источниках финансирования. Заемный капитал по отрасли составляет, по мнению экспертов, примерно 15-20% и предназначен, главным образом, для финансирования проектов за пределами России, в то время как в зарубежных нефтегазовых компаниях доля заемного капитала может превышать 50%. Доля же долгосрочного долга к собственному капиталу в зарубежных корпорациях нефтегазового комплекса составляет около 20%, тогда как в российских компаниях этот показатель – 4-6%.

В то же время, в условиях дефицита источников финансирования нефтедобычи, переработки и сбыта, корпорации пренебрегают инструментарием управления капиталом и формированием его эффективной структуры, сохраняя при этом высокую финансовую независимость.

Поскольку капитал корпораций нефтегазового комплекса носит разнородный характер, и в нем аккумулируются финансовые ресурсы многих юридически самостоятельных субъектов хозяйствования, то проблема управления его структурой в условиях отсутствия соответствующей теоретической и методической базы отечественной практики, актуальна и значима.

Степень научной разработанности проблемы. Проблемам организации деятельности корпораций и управления их капиталом посвящены работы Ансоффа И., Бандурина А.В., Беляевой И.Ю., Бланка И.А., Бочарова В.В., Дементьева В.Е., Миллера М., Модильяни Ф., Мовсесяна А.Г., Росса С., Фельдмана А.Б., Храбровой И.А., Чиненова А.В., Эскиндарова М.А. и др.

Проведенный автором анализ литературных источников свидетельствует о недостаточной теоретико-методической разработанности вопросов совершенствования структуры капитала в корпорациях, что обусловлено, в числе других причин, ограниченным количеством прикладных исследований в данной области.

Целью диссертационного исследования является разработка теоретических и методических положений, а также практических рекомендаций по формированию структуры капитала в нефтегазовых корпорациях.

Для достижения поставленной цели были сформулированы следующие **задачи:**

- исследовать теоретические подходы к формированию капитала предприятий, выделить особенности капитала корпораций нефтегазового комплекса;
- обобщить опыт организации и функционирования корпораций в России и за рубежом;
- сформировать методический подход управления структурой капитала корпораций;
- обосновать эффективную структуру капитала на примере ОАО «Сургутнефтегаз», разработать рекомендации по повышению эффективности управления структурой капитала.

Объектом исследования в диссертационной работе является капитал корпораций нефтегазового комплекса.

Предметом исследования выступает процесс формирования структуры капитала на основе современного инструментария оценки ее эффективности.

Теоретическую и методическую основу диссертационной работы составили труды отечественных и зарубежных экономистов, посвященные проблемам организации и функционирования интегрированных корпоративных структур, а также отраслевым особенностям нефтегазовой промышленности.

В процессе выполнения диссертационного исследования использовались методы формальной и диалектической логики, а также трендового анализа.

Основными информационными источниками работы являются нормативно-правовые акты, научные монографии, материалы периодической печати по теме, компьютерная сеть «Интернет», а также аналитическая и бухгалтерская отчетность ОАО «Сургутнефтегаз».

Научная новизна результатов исследования состоит в следующем:

– на основе теоретических исследований методик управления капиталом корпораций выявлены и обоснованы основные элементы управления капиталом корпораций, в числе которых: формирование его эффективной структуры, оценка стоимости капитала, эффективность формирования и использования капитала;

– разработаны рекомендации по совершенствованию организационной структуры корпорации, что позволит повысить эффективность управления капиталом;

– на основе разработанного и апробированного подхода управления структурой капитала в корпорациях нефтегазового комплекса обоснована эффективная структура капитала корпорации «Сургутнефтегаз»;

– предложены методические рекомендации по совершенствованию структуры капитала корпораций нефтегазового комплекса, обеспечивающие повышение эффективности управления корпоративным капиталом.

Практическая значимость результатов диссертационной работы состоит в том, что разработанные теоретические, методические и практические рекомендации могут использоваться для повышения эффективности управления капиталом в отечественных корпорациях в целях изыскания дополнительных источников финансирования нефтегазовой отрасли. Теоретические и практические положения работы могут быть использованы в учебном процессе для разработки учебных программ дисциплин и курсов по проблемам корпоративных финансов и корпоративного финансового менеджмента.

Апробация результатов исследования. Основные положения, научные выводы и результаты диссертационного исследования докладывались автором на научных и научно-практических конференциях по вопросам развития экономики и финансов в 2000-03 годах, в том числе на межвузовских конференциях «Теория и практика финансов и банковского дела на современном этапе» (Санкт-Петербург, СПбГИЭУ, 2001, 2002 годы), международных конференциях «Формирование устойчивой социально-экономической среды предприятий в рыночной экономике», «Развитие научных концепций и технологий управления экономическими системами в современном обществе» (Киров, ВятГУ, 2003 год).

Методическое обоснование выбора эффективной структуры капитала и рекомендации по повышению эффективности управления структурой капитала приняты к внедрению в ОАО «Сургутнефтегаз». Результаты диссертационного исследования были использованы в Сургутском государственном университете при чтении лекций и проведении практических занятий по дисциплинам «Финансы», «Страхование», «Деньги. Кредит. Банки».

Публикации. По результатам диссертационного исследования опубликовано шесть работ общим объемом 1,5 печатных листа (одна – в печати).

Структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во **введении** обоснована актуальность темы, определены цель и задачи, объект и предмет исследования, научная новизна и практическая значимость полученных результатов.

В первой главе работы «**Теоретические основы формирования капитала в корпорациях**» раскрыты сущность и значение понятий «капитал», «структура капитала»; представлены теоретические концепции структуры капитала (традиционалистская, компромиссная концепции, концепции индифферентности и противоречия интересов); исследованы сущность, цель и задачи управления корпоративным капиталом; выделены особенности формирования капитала на предприятиях нефтегазового комплекса; проанализирован опыт организации и функционирования корпораций в России; исследована специфика интеграции в корпорациях нефтегазового комплекса.

На основе изучения генезиса теорий капитала «капитал» определен автором как ценное общественное богатство, находящееся в постоянном движении и способное приносить доход его собственникам, которое является носителем факторов риска и ликвидности и выступает объектом экономического управления. В рамках избранной темы объектом исследования является та часть капитала, которая выступает источником формирования имущества предприятия, т.е. собственный и заемный капитал. Исходя из этого, под «структурой капитала» автором понимается соотношение всех форм собственных и заемных финансовых средств, используемых корпорацией в процессе хозяйственной деятельности на финансирование активов.

Проведенный анализ показал, что в основе теоретических концепций формирования структуры капитала (традиционалистской, индифферентности, компромиссной, противоречия интересов) лежат противоречивые подхо-

ды: от независимости структуры капитала и рыночной стоимости корпорации до взаимозависимости.

Традиционалистская концепция представляется упрощенной, невозможной для практического использования, т.к. 100%-ое использование заемного капитала (условие оптимальности структуры капитала) приводит к полной утрате финансовой независимости и устойчивости.

Концепция индифферентности, как и традиционалистская, несовместима с реальной практикой, хотя и верна в рамках исходных условий, выдвинутых авторами. Кроме этого, данная концепция не подтверждается данными по современным фирмам.

Автор придерживается компромиссной концепции и концепции противоречия интересов. В отличие от других, они обладают возможностью практического использования, являются основой формирования современного инструментария управления структурой капитала, поскольку включают в механизм формирования структуры капитала реальные экономические условия функционирования, которые не учитывались в предшествующих концепциях.

Автором сформулировано определение корпорации как формы организации бизнеса, в состав которой входит множество самостоятельных юридических лиц, осуществляющих свою деятельность в промышленном и финансовом секторах экономики, которые имеют единую целевую направленность деятельности – получение прибыли. Внутри корпорации хозяйствующие субъекты взаимосвязаны и взаимозависимы на основе имущественных отношений.

Особенности капитала корпораций нефтегазового комплекса, определяющие его сущность, обусловлены двумя основными факторами. С одной стороны, главной особенностью корпоративного капитала является то, что в его составе можно выделить две самостоятельные подсистемы: промышленный капитал (отражает движение капитала в сфере производственной деятельности) и финансовый капитал (обеспечивает организацию и обслуживание

денежного оборота в целях поиска внутренних резервов для обеспечения непрерывности воспроизводственных процессов замкнутой хозяйственной структуры). С другой стороны, имеются отраслевые особенности формирования структуры капитала предприятий нефтегазового сектора: высокий удельный вес основных производственных фондов в имуществе (из которых на долю скважин приходится около 70%) и преобладание собственных источников средств в финансировании отечественных корпораций (80-95%).

На основе изучения опыта деятельности корпораций, в том числе и нефтегазового сектора, автором выделены основные различия в развитии отечественных и зарубежных корпораций. Во-первых, западные корпорации нефтегазового комплекса создавались постепенно под воздействием объективных факторов рыночной экономики и регулирующих мер государства, а отечественные – одновременно в соответствии с президентскими и правительственными нормативными актами в условиях централизованно планируемой экономики. Во-вторых, степень интеграции в западных корпорациях нефтегазового комплекса гораздо выше, чем в отечественных (у нас дочерние структуры практически независимы друг от друга). Следует отметить, что в настоящее время наметилась тенденция к ужесточению централизации управления. В-третьих, тогда как в западных корпорациях нефтегазового комплекса участие государства незначительно (ограничивается регулированием), в отечественных – степень государственного участия высока, но в настоящее время влияние государства ослабевает. В-четвертых, если в составе западных корпораций имеется значительное количество геологических организаций и незначительное – буровых, то в российских – наоборот.

Во второй главе **«Методические основы управления структурой капитала в корпорациях»** проанализирована нормативно-правовая база деятельности корпораций, направления ее совершенствования, исследована методика управления, проблемы формирования эффективной структуры капитала.

В диссертации разработан алгоритм управления структурой капитала корпорации (см. рис. 1). Показано, что проблема выбора структуры капитала возникает по следующим причинам. Во-первых, стоимость различных элементов капитала различна, и, привлекая дешевый заемный капитал, владелец собственного капитала может значительно повысить доходность собственного капитала (эта повышенная доходность является компенсацией за повышенный риск). Во-вторых, комбинируя элементы капитала, можно повысить рыночную оценку всего капитала корпорации. С точки зрения оценки стоимости капитала, принципиальное отличие собственного и заемного капитала — неравные значения стоимостей этих элементов капитала.

Финансовые решения по структуре капитала — это выбор компромисса между риском и доходностью, поскольку увеличение доли заемного капитала повышает риск, и более высокое значение доли заемного капитала обеспечивает большее значение доходности на собственный капитал.

Следовательно, корпорация, использующая только собственный капитал, имеет максимальную финансовую устойчивость (коэффициент финансовой независимости равен 1,0). Тем не менее, организация считается финансово устойчивой, если коэффициент финансовой независимости более 0,5. Таким образом, корпорация не теряет финансовую устойчивость, используя заемный капитал, но значительно ограничивает темпы своего развития, отказавшись от его привлечения, лишается дополнительного источника финансирования прироста активов (имущества).

В то же время, корпорация, привлекающая заемные средства в форме кредита или облигационного займа, имеет более высокий финансовый потенциал для своего экономического роста и возможности прироста рентабельности собственного капитала. Однако, с увеличением доли заемных средств корпоративная группа теряет финансовую независимость, в большей мере генерирует финансовый риск и угрозу банкротства.



Рис. 1. Алгоритм управления структурой капитала корпорации

Под «эффективной структурой капитала» мы понимаем такое сочетание собственного и заемного капитала корпорации, которое обеспечивает максимальную рыночную оценку всего капитала (как суммы собственного и заемного), и, следовательно, и предлагает владельцам максимум дохода на вложенные денежные средства. Эффективная структура капитала выражает такое соотношение использования собственного и заемного капитала, при котором обеспечивается наиболее эффективная взаимосвязь между коэффициентом рентабельности собственного капитала и коэффициентом задолженности.

Процесс формирования эффективной структуры капитала предполагает установление целевой структуры капитала, которая представляет собой такое соотношение собственных и заемных финансовых средств корпорации, которое позволяет в полной мере обеспечить достижение избранного критерия формирования эффективной структуры капитала. Конкретная целевая структура капитала обеспечивает заданный уровень доходности и риска в деятельности организации, минимизирует средневзвешенную стоимость или максимизирует рыночную стоимость организации. Показатель целевой структуры капитала входит в систему стратегических целевых нормативов его развития.

Например, структура капитала корпорации ОАО «Сургутнефтегаз» характеризуется значительным преобладанием собственного капитала (более 90%, в отдельные периоды до 96%). Так как такая пропорция сохраняется уже на протяжении 5 лет, то можно сделать вывод, что эта структура является статичной (в динамике не изменяется), а, следовательно, целевой для корпорации. Однако, такая структура капитала, по мнению автора, не эффективна, так как, ограничивая привлечение заемного капитала, корпорация лишается дополнительного источника финансовых ресурсов, отдавая предпочтение избыточной финансовой независимости.

В третьей главе **«Оценка эффективности управления капиталом в корпорации «Сургутнефтегаз»** построена организационная модель корпорации, исследованы взаимосвязи и взаимозависимости между хозяйствующими

щими субъектами, входящими в структуру, обобщена методика управления структурой капитала на примере вертикально интегрированной корпорации «Сургутнефтегаз».

Учитывая, что в настоящее время управляющее воздействие в корпорации направлено из центра промышленного капитала, представляется целесообразным делегирование функций управления корпорацией в целом новому звену – назовем его центром управления. В общем виде миссия центра управления может быть сформулирована как совершенствование корпоративного поведения – важнейшая мера, необходимая для увеличения притока инвестиций как из источников внутри страны, так и от зарубежных инвесторов. Корпоративное поведение влияет на экономические показатели деятельности хозяйственных обществ и на их способность привлекать капитал, необходимый для экономического роста.

На основе анализа состояния показателей деятельности корпорации в динамике (1998-2002 годы) было выявлено, что структура активов корпорации в целом повторяет структуру других предприятий отрасли: преобладают основные средства с высокой долей собственного капитала. Финансовую устойчивость ОАО «Сургутнефтегаз» можно охарактеризовать как абсолютную, что свидетельствует о значительном потенциале для привлечения средств. Показатели рентабельности деятельности имеют негативную динамику, рост затрат опережает рост выручки от реализации, что отрицательно сказывается на конечных результатах деятельности.

На основе расчетов рентабельности собственного капитала с применением «модели Дюпон» было выявлено, что, начиная с 2000 года, рентабельность собственного капитала снизилась почти в четыре раза (с 10,5% в 2000 до 2,7% в 2002 году).

Наибольшие изменения показателя происходили за счет колебания рентабельности продаж, что свидетельствует об опережении темпов роста выручки от реализации продукции по сравнению с чистой прибылью (см. табл. 1).

Таблица 1

Влияние факторов на рентабельность собственного капитала
ОАО «Сургутнефтегаз», %

	1999/1998	2000/1999	2001/2000	2002/2001
$\Delta P_{СК}^{ПП}$	-2,89	3,18	-4,30	-0,95
$\Delta P_{СК}^{ОА}$	3,39	1,07	-2,22	-0,32
$\Delta P_{СК}^{КС}$	0,15	-0,11	-0,04	0,02
$\Delta P_{СК}$	0,65	4,14	-6,56	-1,25

Обозначения:

$\Delta P_{СК}^{ПП}$ – изменение рентабельности собственного капитала за счет влияния рентабельности продаж;

$\Delta P_{СК}^{ОА}$ – изменение рентабельности собственного капитала за счет влияния оборачиваемости активов;

$\Delta P_{СК}^{КС}$ – изменение рентабельности собственного капитала за счет влияния коэффициента структуры капитала;

$\Delta P_{СК}$ – изменение рентабельности собственного капитала;

« - » – уменьшение показателя;

« + » – увеличение показателя.

На основе проведенного факторного анализа сделан вывод, что динамика рентабельности собственного капитала негативна: если до 2000 года значение показателя ежегодно прирастало (до 10,52%) в 2000 году, двигаясь по направлению к вершине пирамиды (в область высоких значений), то затем произошло резкое снижение показателя (до 3,97% в 2001 году и 2,71% в 2002 году), значение сдвинулось к основанию пирамиды (в область низких значений), что свидетельствует о снижении эффективности структуры капитала.

Дифференциал финансового рычага отрицателен в 1998, 2001 и 2002 годах, то есть экономическая рентабельность в рассматриваемые периоды ниже средней ставки привлечения средств. Причем последовательное снижение эффекта финансового рычага, начиная с 2000 года, в значительной степени обусловлено падением экономической рентабельности (одновременным ростом средней стоимости активов и падением прибыли). Следовательно, любое увеличение плеча финансового рычага будет приводить к дальнейшему снижению рентабельности собственного капитала, так как часть чистой

прибыли, генерируемой собственным капиталом, будет уходить на формирование заемного капитала по высоким ставкам процента. Это означает, что если управление корпорации примет решение сохранить достигнутый уровень рентабельности собственного капитала, то от привлечения кредита лучше отказаться.

Расчеты эффективной структуры капитала ОАО «Сургутнефтегаз» по критерию доходности собственного капитала показали, что увеличение доли заемного капитала до 10% позволит обеспечить прирост чистой рентабельности собственного капитала на 10,88%. При этом значение эффекта финансового рычага будет положительным – 0,417 (в настоящее время показатель отрицательный – и это единственное ограничение для привлечения заемных средств).

Поскольку при определении показателя средневзвешенной стоимости капитала самым сложным моментом является определение стоимости собственного капитала корпорации, то в расчетах были использованы несколько методов:

1. Метод расчета с использованием стоимости дивиденда.
2. Метод расчета с использованием коэффициента дивиденда на акцию.
3. Метод расчета на основе прибыли.
4. Метод расчета с использованием коэффициента прибыли на акцию.
5. Метод расчета прироста дивидендов («модель Гордона»).
6. Метод расчетов, применяемый на рынке ценных бумаг (модель долгосрочных (капитальных) активов (САРМ)).

Учитывая, что использование последних двух методов не имеет практического смысла, так как конъюнктура отечественного рынка ценных бумаг не стабильна, то расчеты показателя средневзвешенной стоимости капитала проводились по четырем методам. Первый вариант расчета предполагает использование метода стоимости дивидендов, второй – метода расчета коэффициента дивиденда на акцию, третий и четвертый – метода расчета на основе прибыли и коэффициента прибыли на акцию.

При формировании структуры капитала были проведены вариантыные расчеты показателя средневзвешенной стоимости капитала, результаты которых представлены в табл. 2.

Таблица 2

Результаты вариантных расчетов средневзвешенной стоимости капитала, %

№ п/п	Показатель	Методы расчета					
		1	2		3	4	
1	2	3	4*	5**	6	7*	8**
1	Собственный капитал	90	100	100	40	90	90
2	Заемный капитал	10	0	0	60	10	10
3	Средневзвешенная стоимость капитала	2,551	0,299	0,209	10,08	2,214	1,577

* в расчетах использована стоимость акций по состоянию на 31.12.02 г.

** в расчетах использована стоимость акций по состоянию на 21.11.03 г.

Выявлено, что эффективная структура капитала, при которой минимизируется его общая стоимость, достигается при соотношении собственных и заемных средств 90 к 10 (см. гр. 3, 7, 8 табл. 2). При расчете вторым методом стоимость собственного капитала крайне низкая, поэтому чем меньше доля заемного капитала, тем ниже средневзвешенная стоимость всего капитала, что и обусловило эффективную структуру капитала при 100% собственных средств (см. гр. 4, 5 табл. 2). По третьему варианту расчета результаты несколько завышены, минимальная стоимость всего капитала достигается при соотношении 40% собственных средств и 60% заемных средств (см. гр. 6 табл. 2). Однако при такой структуре финансовый риск будет выше. Кроме того, не учтено повышение процентной ставки за пользование заемными средствами в связи с кредитным риском, которое неизбежно при данной структуре капитала.

Доказано, что существующая структура капитала (94,19% собственного и 5,81% заемного капитала) не является эффективной ни по одному из вари-

антов расчета. Выбор метода расчета стоимости капитала оказывает определяющее влияние на итоговые результаты расчета средневзвешенной стоимости, поэтому и варианты эффективной структуры различны.

Поскольку при определении эффективной структуры капитала важен выбор наиболее подходящего метода расчета стоимости капитала, то для его определения целесообразно использовать комбинированный подход, предполагающий следующие исходные условия:

1. Стоимость обыкновенных акций рассчитаем методом с использованием стоимости дивиденда.

2. Стоимость нераспределенной прибыли прошлых лет и отчетного года, направляемой на финансирование капитальных вложений, – исходя из средней ставки процента по краткосрочным депозитам (12%).

3. Стоимость остальной части нераспределенной прибыли будем считать равной нулю.

Вариантные расчеты средневзвешенной стоимости капитала показали, что эффективная структура капитала достигается при соотношении 90% собственного и 10% заемного капитала. Это незначительная доля заемных средств, достаточная лишь для покрытия оборотных активов, однако увеличение доли заемного капитала на 4,19% (по сравнению с 5,81% заемного капитала в 2002 году) позволит минимизировать средневзвешенную стоимость капитала.

Доказано, что увеличение доли заемного капитала (с учетом введенных допущений) как до 10%, так и до 20% позволит достичь положительного значения дифференциала финансового рычага (6,36 и 5,26% соответственно) благодаря превышению экономической рентабельности над средней ставкой привлечения средств. Привлечение дополнительного заемного капитала позволит увеличить чистую рентабельность собственного капитала по сравнению с отчетными данными 2002 года на 10,25%, если доля заемного капитала будет увеличена до 20%, и на 10,88%, если доля заемного капитала будет увеличена до 10%.

Поскольку 20% заемного капитала обеспечивают эффективную структуру капитала только при условии понижения средней ставки привлечения средств до 18% (при 22% существующих), больший прирост рентабельности собственного капитала достигнут при доле заемного капитала 10%, то эффективной считаем структуру капитала, на 90% сформированную за счет собственных средств.

В заключении изложены основные результаты исследования.

На основе теоретических концепций формирования структуры капитала (традиционалистской, индифферентности, компромиссной, противоречия интересов) сформулировано определение структуры капитала как соотношения всех форм собственных и заемных финансовых средств, используемых корпорацией в процессе хозяйственной деятельности на финансирование активов. Положения компромиссной концепции и концепции противоречия интересов стали основой формирования методического подхода управления структурой капитала корпораций.

Выделены особенности капитала корпораций нефтегазового комплекса, определяющие его сущность, обусловленные двумя основными факторами: 1) наличие в составе корпоративного капитала двух самостоятельных подсистем: промышленный капитал и финансовый капитал; 2) отраслевые особенности формирования структуры капитала предприятий нефтегазового сектора: высокий удельный вес основных производственных фондов в имуществе (из которых на долю скважин приходится около 70%) и преобладание собственных источников средств в финансировании отечественных корпораций (80-95%).

Определены основные различия в развитии отечественных и зарубежных корпораций, заключающиеся в следующем: во-первых, западные корпорации нефтегазового комплекса создавались постепенно, а отечественные – одномоментно; во-вторых, степень интеграции в западных корпорациях нефтегазового комплекса гораздо выше, чем в отечественных (у нас дочерние структуры практически независимы друг от друга); в-третьих, тогда как в за-

падных корпорациях нефтегазового комплекса участие государства незначительно (ограничивается регулированием), в отечественных – степень государственного участия высока; в-четвертых, если в составе западных корпораций имеется значительное количество геологических организаций и незначительное – буровых, то в российских – наоборот.

Доказано, что одинаковой для всех корпораций эффективной структуры капитала не существует. Любое решение по структуре капитала – это выбор между риском и доходностью, поскольку увеличение доли заемного капитала в источниках финансирования повышает как риск, так и доходность. Именно поэтому каждое решение относительно структуры капитала принимается корпорацией в соответствии с ее общей стратегией. Исходя из этого, устанавливаются критерии формирования эффективной структуры капитала (доходность (финансовая рентабельность), минимизация стоимости капитала или минимизация финансового риска), в соответствии с которыми и формируется эффективная структура.

Как показали расчеты, в управлении структурой капитала ОАО «Сургутнефтегаз» отдает предпочтение меньшей доходности на вложенный капитал и, как следствие, меньшему риску. Однако, существующая структура капитала (94,19% собственных средств и 5,81% заемных средств) не является эффективной ни по критерию доходности собственного капитала, ни по критерию минимизации его стоимости.

Обоснована возможность формирования эффективной структуры капитала, состоящей на 90% из собственных средств и на 10% – из заемных.

Наращивать заемный капитал позволяет высокий кредитный рейтинг ОАО «Сургутнефтегаз», поэтому потенциальная возможность привлечения средств является неоспоримой. Кроме того, увеличив долю заемного капитала до 10%, корпорация незначительно теряет в финансовой устойчивости и независимости:

- коэффициент задолженности увеличится до 0,11 (0,0616 в 2002 г.), но останется в пределах допустимого значения (0,67);

- коэффициент финансирования снизится до 9,0 (16,21 в 2002 г.), приблизившись к рекомендуемому значению (1,5);
- коэффициент финансовой независимости снизится до 0,9 (доля собственных средств в источниках финансирования составляет 90% по сравнению с 94,19% в 2002 г.) при рекомендуемом значении показателя более 0,5;
- и т.д.

Несмотря на то, что за использование заемного капитала необходимо уплачивать ссудный процент, кредиторы, предоставляя капитал, не приобретают права на управление корпорацией.

Увеличение доли заемного капитала до 10% влечет за собой увеличение активов на 23136,37 млн. руб., что означает рост финансового потенциала ОАО «Сургутнефтегаз».

Таким образом, полученная эффективная структура капитала (90% собственных средств и 10% заемных средств) не противоречит стратегии компании, не ограничивает финансовую гибкость, но позволяет увеличить финансовый потенциал корпорации, что, в свою очередь, является решением важной задачи управления – привлечения инвестиционных ресурсов.

ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

1. Проблемы объединения промышленного и финансового капитала в России // Теория и практика финансов и банковского дела на современном этапе: Материалы III межвуз. конф. асп. и докт. 4, 5 дек. 2001 г. / Под ред. А.И. Михайлушкина, Н.А. Савинской. – СПб.: СПбГИЭУ, 2001. С. 463-465. (0,15 п.л.)

2. Проблемы управления капиталом корпораций в России // Теория и практика финансов и банковского дела на современном этапе: Материалы IV межвуз. конф. асп. и докт. 5 дек. 2002 г. / Под ред. А.И. Михайлушкина, Н.А. Савинской. – СПб.: СПбГИЭУ, 2002. С. 59-60. (0,11 п.л.)

3. Финансы корпораций: основные особенности, цель и задачи управления // Развитие научных концепций и технологий управления экономическими системами в современном обществе: Сборник научных материалов Международной научно-практической конференции. Часть 1 / Под ред. проф. Б.Н. Ичитовкина. – Киров: Изд-во ВятГУ, 2003. С. 150-152. (0,18 п.л.)

4. Методические основы управления собственным капиталом корпорации // Современные проблемы экономического развития и управления: Сборник научных трудов экономического факультета / Под ред. Е.И. Рубинштейна. – Сургут: Изд-во СурГУ, 2003. С. 141-146. (0,34 п.л.).

5. Структура капитала корпорации как объект финансового управления: проблема выбора // Формирование устойчивой социально-экономической среды предприятий в рыночной экономике: Сборник научных материалов Международной научно-практической конференции / Под ред. проф. Б.Н. Ичитовкина. – Киров: Изд-во ВятГУ, 2003. С. 103-106. (0,27 п.л.).

6. Методические основы управления стоимостью капитала корпорации // Современные проблемы экономического развития и управления: Сборник научных трудов экономического факультета / Под ред. Е.И. Рубинштейна. – Сургут: Изд-во СурГУ, 2004. (0,45 п.л.) (в печати).