

УДК 332.012.324:622.3:658.14

Е.В. Воронина

**КОРПОРАТИВНЫЙ КАПИТАЛ В НЕФТЕГАЗОВОЙ ОТРАСЛИ,
ОСОБЕННОСТИ ЕГО ОЦЕНКИ**

Дано определение понятию «корпорация». Выделены преимущества корпорации как формы организации бизнеса. Сформулированы особенности корпоративного капитала. Рассмотрены финансовые отношения в рамках корпорации «Сургутнефтегаз», представлена структура капитала ее основных участников. Рассмотрены особенности оценки корпоративного капитала по показателям имущественного потенциала, финансовой устойчивости, ликвидности и платежеспособности, оборачиваемости, рентабельности и рыночной привлекательности.

Ключевые слова: корпорация, корпоративный капитал, корпоративное управление, структура капитала.

Корпоративная форма организации бизнеса в развитых странах (США, Канада, Япония и др.) является основной: корпорации контролируют до 50% промышленного производства и торговли, около 80% всех патентов и лицензий на новейшую технику, технологии и ноу-хау [1. С. 26]. Так, в США действует более 3 млн корпораций, составляющих 20% всех фирм страны и охватывающих 90% совокупного объема продаж товаров и услуг [2. С. 18].

В России понятие «корпорация» в интересующем нас смысле не имеет законодательного закрепления (кроме государственной корпорации, которая выступает некоммерческой организацией, по этой причине предметом нашего исследования не является), поэтому приобрело специфический оттенок: используется для обозначения хозяйствующего субъекта, образованного несколькими юридическими лицами, не исключая участия физических лиц. Каждое из лиц-участников можно рассматривать в качестве самостоятельного экономического субъекта, связанного с другими имущественными отношениями, совместным ведением бизнеса, общими целями, интересами, организационной структурой.

Исследовав существующие отечественные и зарубежные трактовки термина «корпорация», можно предложить следующее определение: корпорация – это форма организации бизнеса (чаще функционирующая как акционерное общество), в состав которой входит множество юридических лиц, объединенных финансовыми потоками, осуществляющих свою деятельность в промышленном и финансовом секторах экономики, которые имеют единую целевую направленность деятельности.

Таким образом, с одной стороны, корпоративная организация бизнеса является основой надфирменных образований, а с другой – корпорация может рассматриваться и сама в качестве интегрированной структуры.

Выделим основные преимущества корпорации с точки зрения формирования финансовых ресурсов:

– способность привлечения денежных средств через выпуск ценных бумаг (акций и облигаций) дает возможность аккумулировать средства неограниченного числа инвесторов;

– упрощенный порядок вхождения и выхода из состава акционеров (передача акций не требует согласия остальных акционеров) обеспечивает гибкость управления портфелем ценных бумаг;

– принцип ограниченной ответственности позволяет уменьшить риски. «В современной доктрине о корпорациях считается, что действие принципа ограниченной ответственности сделало возможным создание крупных публичных корпораций через распределение рисков между акционерами, заемщиками и другими кредиторами и управляющими. Без этой техники распределения рисков публичные рынки инвестиционных и долговых ценных бумаг... были бы невозможны» [3. С. 23].

Исходной предпосылкой формирования корпоративных структур явились процессы интеграции капитала.

С учетом характеристик капитала, представленных автором работ [4, 5], сформулируем особенности корпоративного капитала:

– как накопленная ценность корпоративный капитал ничем не отличается от капитала иных предприятий, выступает и как совокупность источников финансовых ресурсов (собственный, заемный и привлеченный), и как совокупность имущества – основного и оборотного капитала;

– как источник дохода капитал корпораций также обеспечивает доход его владельцам; особенностью же здесь будет являться стоимостная оценка элементов капитала: акционерного, облигационных займов;

– капитал корпораций при прочих равных условиях обладает абсолютной ликвидностью, что обеспечивается финансовой его составляющей;

– с точки зрения риска корпоративный капитал – менее рискованный объект инвестиций (при прочих равных условиях), что обеспечивается промышленной его составляющей (вложение в реальный сектор экономики);

– использование капитала как производственного ресурса, объекта экономического управления и временного предпочтения в корпорации ничем принципиально не отличается от остальных предприятий;

– капитал как инвестиционный ресурс обладает данной характеристикой в части промышленной составляющей;

– корпоративный капитал как объект купли-продажи более мобилен, характеризуется высоким спросом, в большей своей части свободно обращается на финансовом рынке;

– права собственности и распоряжения капиталом в корпорации чаще всего разделены («теория агентских отношений»); структура же корпоративного капитала зависит от отраслевой принадлежности основного вида деятельности корпорации.

Последняя из представленных особенностей выступает главным недостатком корпорации как формы организации предпринимательской деятельности: множество собственников приводит к «распылению» капитала между неограниченным числом лиц, что, в свою очередь, обуславливает необходимость передачи функций управления наемным менеджерам. Разделение соб-

ственности и управления порождает одну из главных проблем в управлении финансами корпорации, получившую название «теория агентских отношений», смысл которой сводится к гармонизации противоречивых интересов лиц, имеющих отношение к данной корпорации – акционеров, управляющих, работников, контрагентов и др.

В отечественной практике создания и функционирования корпоративных структур теория агентских отношений «не всегда работает». Собственники нефтегазовых компаний редко передают управление в руки наемных менеджеров. Так, по состоянию на 1 января 2010 г. из девяти членов Совета директоров ОАО «Сургутнефтегаз» только один не имеет доли в уставном капитале компании [6. С. 160–166], остальные же одновременно выступают и собственниками, и менеджерами.

Однако есть и другой опыт. ОАО «ЛУКОЙЛ», например, активно внедряет современную систему корпоративного управления, «по приведению управленческих процессов... в соответствие с лучшей международной практикой и повышению их эффективности и прозрачности...» [7. С. 92], результатом чего стало введение в Совет директоров независимых членов, сейчас их большинство – шесть из одиннадцати.

В основе построения каждой модели корпоративного управления лежит проблема преодоления инсайдерского контроля – «де-факто или де-юре захват менеджерами прав контроля над предприятием и сильное представительство их интересов в процессе принятия корпоративных стратегических решений» [8. С. 19]. Инсайдерская модель часто называется европейской, хотя наибольшее распространение получила в Японии, ориентирована на сохранение владельцами контроля над бизнесом. В связи с этим в финансировании деятельности корпораций относительно слабо используются инструменты рынка ценных бумаг (акции, облигации и др.). Основным источником финансовых ресурсов в указанной модели являются банки.

Другая модель корпоративного управления – аутсайдерская – базируется на распыленности капитала (владельцы собственного и заемного капитала представлены держателями акций и облигаций) при относительно слабом участии собственников в управлении и контроле над денежными потоками. В связи с этим характерно широкое использование инструментов фондового рынка для привлечения финансовых ресурсов. Так, например, в США на долговые инструменты фондового рынка приходится две третьих совокупного заемного финансирования [9].

Независимо от выбранной модели корпоративного управления преимуществом корпоративного капитала в современных условиях является его возможность обеспечить финансовую устойчивость всей корпоративной структуры, даже в условиях экономического кризиса. Рассмотрим данную особенность на примере схемы финансовых взаимосвязей в рамках корпорации «Сургутнефтегаз».

Территориально большинство активов компании сосредоточено в г. Сургуте и районе; по видам деятельности – это преимущественно предприятия, связанные с основной деятельностью (нефте-, газодобычей, переработкой, сбытом), финансовая составляющая представлена двумя коммерческими банками, страховой компанией, также имеются медиаактивы (сосредоточены в г. Москве).

Промышленный капитал здесь представлен капиталом открытого акционерного общества, которое являет собой совокупность производственных и торгово-посреднических звеньев и выступает учредителем всех финансово-кредитных институтов: коммерческого банка ЗАО «Сургутнефтегазбанк» (доля участия ОАО «Сургутнефтегаз» в уставном капитале – 96,9871%), страхового общества ООО «Страховое общество «Сургутнефтегаз» (доля участия ОАО «Сургутнефтегаз» в уставном капитале – 99,97%) и негосударственного пенсионного фонда, который, в свою очередь, является учредителем лизинговой компании. Отметим, что в соответствии с Уставом НПФ «Сургутнефтегаз» «учредители Негосударственного пенсионного фонда не имеют прав на переданное фонду имущество, которое является собственностью фонда, не получают дохода от его деятельности, в связи с чем взаимосвязь по критерию участия отсутствует; лиц, оказывающих существенное (косвенное) влияние на решения, принимаемые органами управления, нет». НПФ «Сургутнефтегаз» владеет 93,59% голосов ООО «Лизинг продакшн», которое, в свою очередь, имеет 1,508 % в уставном капитале ЗАО «Сургутнефтегазбанк».

Все участники группы связаны финансовыми отношениями. Коммерческий банк осуществляет расчетно-кассовое обслуживание всех участников корпорации, привлекает депозиты и выдает кредиты; пенсионный фонд – пенсионное обслуживание работников; страховое общество – страхование имущественных интересов всех участников и работников.

В то же время формально оценить взаимное влияние финансового состояния участников корпорации достаточно сложно. Воспользуемся блочной структурой системы показателей оценки возможностей и результативности деятельности фирмы по данным отчетности, предложенной автором работы [10. С. 369]. Провести расчеты аналитических коэффициентов по всем шести блокам оценки финансового состояния возможно только в отношении открытого акционерного общества – промышленной составляющей корпорации, финансовые институты могут оцениваться только по блокам финансовой устойчивости, ликвидности и платежеспособности, внутрифирменной эффективности и прибыльности (рентабельности). Остановимся на некоторых особенностях оценки.

В структуре активов нефтегазодобывающих компаний наибольший удельный вес приходится на основные средства (сооружения и оборудование к установке). Показателями, позволяющими оценить имущественный потенциал, являются [10. С. 370–372]: сумма хозяйственных средств, находящихся на балансе предприятия; стоимость чистых активов предприятия; доля основных средств в валюте баланса; коэффициент износа. Что касается финансовых институтов, то они имеют незначительный удельный вес не только основных средств, но и всех внеоборотных активов в структуре имущества, поэтому расчет показателей имущественного потенциала не является для них информативным. Также обратим внимание на показатель стоимости чистых активов: большинство финансовых институтов в составе корпораций образуется в организационно-правовой форме общества с ограниченной ответственностью, для которого расчет чистых активов не актуален.

Показатели рыночной привлекательности – прибыль на акцию, дивидендная доходность, коэффициент рыночной оценки акции и др. – также можно применять только в отношении компаний промышленного блока все

по той же причине: открытым акционерным обществом является только головная нефтегазовая компания – учредитель.

Финансовая устойчивость в традиционном понимании обеспечивается высокой долей собственного капитала в структуре источников финансовых ресурсов организации. Другими словами, собственный капитал должен преобладать над заемными (привлеченными) средствами. Однако эта рекомендация имеет положительный смысл также только в отношении ОАО «Сургутнефтегаз». Что касается финансовых институтов, то для них основным источником финансовых ресурсов выступают привлеченные средства клиентов (вкладчиков, страхователей). Здесь также есть специфика: коммерческие банки привлекают средства во вклады на принципах срочности, платности и возвратности, а страховые компании «собирают» страховые премии без уплаты процентов, осуществляя выплату страховых возмещений только при наступлении страхового случая.

С точки зрения финансового менеджмента структура источников финансовых ресурсов нефтегазовых корпораций не является эффективной (табл. 1), поскольку характеризуется практически отсутствием долгосрочных заемных источников и подавляющей долей собственного капитала (у ОАО «Сургутнефтегаз» эта доля превышает 95%, а в отдельные периоды, начиная с 1997 г. Обратите внимание, что, несмотря на нехарактерное преобладание собственного капитала для финансово-кредитных институтов, у пенсионного фонда это имеет место, поскольку наибольший удельный вес в структуре собственного капитала составляет совокупный вклад учредителей (по этому показателю НПФ «Сургутнефтегаз» занимает первое место в России).

Таблица 1

Структура капитала корпорации «Сургутнефтегаз» на 1 января 2010 г., %*

Капитал	ОАО «Сургутнефтегаз»	ЗАО «Сургутнефтегазбанк»	НПФ «Сургутнефтегаз»	ООО «СО "Сургутнефтегаз"»
Собственный	95	10	78	29
Заемный (привлеченный)	5	90	22	72

* Рассчитано автором на основании данных формы «Бухгалтерский баланс» указанных организаций.

Такая структура капитала существенно ограничивает возможности роста корпорации за счет использования эффекта финансового левиреджа, который позволяет увеличить рентабельность собственного капитала за счет привлечения заемных ресурсов при условии превышения рентабельности активов над процентной ставкой за пользование заемным капиталом.

Следует отметить, что ОАО «Сургутнефтегаз» можно назвать самой консервативной нефтегазовой корпорацией с точки зрения финансовой политики: и ОАО «ЛУКОЙЛ», и «Газпром» активно используют для финансирования облигационные займы и долгосрочные кредиты.

Мы согласны с автором работы [11] в том, что лучшим источником финансирования является нераспределенная прибыль, однако в ОАО «Сургутнефтегаз» помимо нераспределенной прибыли еще одним значимым собственным источником выступает добавочный капитал – в совокупности на их долю по состоянию на 01.01.2010 г. приходится более 90% источников, что в общем-то противоречит теории оптимизации структуры капитала, хотя такая

структура капитала является для корпорации целевой. Финансирование не только оборотного, но и основного капитала в этом случае осуществляется за счет собственных источников.

В сравнении с заемными источниками собственный капитал (в акционерной его части – эмиссия акций) имеет больше недостатков, нежели преимуществ использования: является более рисковым, при этом премия риска данного источника (разница между доходностью данного актива и «безрисковой» доходностью) также много выше, затраты же по эмиссии долга ниже, нежели по эмиссии акций. Именно поэтому внешние инвесторы требуют более высокий уровень прибыли на акцию в виде дивидендной доходности, чем процентных ставок за пользование заемными ресурсами.

Причин такой нелогичной с точки зрения формирования оптимальной структуры капитала несколько. Главной причиной до настоящего времени выступает ценовая конъюнктура на рынке нефти и нефтепродуктов: с одной стороны, их низкий уровень на рынке, с другой – их волатильность. Другие причины обусловлены незрелостью российского рынка капиталов по сравнению с западными рынками [12]:

- возможности привлечения «длинных» денег ограничены (так, облигационные займы структурируются в основном с полугодовыми/годовыми офертами досрочного выкупа, что является проблемой для компаний с длинными производственными циклами);

- набор финансовых инструментов узок (проектное финансирование, структурированные финансовые инструменты (секьютизация), лизинг, факторинг и другие широко практикуемые за рубежом финансовые инструменты развиты слабо), хотя и наблюдаются структурные сдвиги российского рынка финансовых услуг в сторону развития сложных финансовых продуктов;

- значимая доля финансирования по-прежнему приходится на традиционные кредиты под залог;

- 70% общей капитализации рынка акций сформировано нефтегазовыми компаниями, которые благодаря конъюнктурным и политическим факторам и обеспечивают быстрый рост рынка в целом.

Наконец, оценка ликвидности и платежеспособности, оборачиваемости и рентабельности принципиально не будет отличаться для финансовых институтов только с точки зрения методологии: состав активов и обязательств коммерческих банков и страховщиков предполагает иные группировки при расчете финансовых коэффициентов. Например, при расчете коэффициентов ликвидности страховщиков в знаменателе могут использоваться страховые резервы, а не все краткосрочные обязательства.

Исследовав данные за последние пять лет, можно сделать вывод о незначительных изменениях ключевых показателей деятельности корпораций нефтегазовой отрасли. На фоне общемировой тенденции сокращения добычи нефти и газа их изменения в России незначительны. В то же время наибольшие финансовые результаты приходятся именно на кризисные годы: так, у ОАО «Сургутнефтегаз» максимальный размер прибыли до налогообложения за прошедшие пять лет пришелся на 2008 г. (192 млрд руб.), хотя и характеризуется наибольшей волатильностью по сравнению с другими абсолютными финансовыми показателями. Однако финансовые институты корпорации все же имели отрицательный финансовый результат (убыток): Сургутнефтегаз-

банк – по итогам 2009 г., страховое общество и негосударственный пенсионный фонд – по итогам 2008 г. (табл. 2).

Таблица 2

**Основные финансовые показатели деятельности корпорации «Сургутнефтегаз»
в 2008–2009 гг., млн руб.**

Показатель	ОАО «Сургутнефтегаз»		ЗАО «Сургутнефтегазбанк»		НПФ «Сургутнефтегаз»		ООО «СО "Сургутнефтегаз"»	
	01.01.09	31.12.09	01.01.09	31.12.09	01.01.09	31.12.09	01.01.09	31.12.09
Активы	1166168	1264211	46999,53	52067,88	12049,3	14063,31	3791,8	4042,46
Собственный капитал	1112848	1195073	4627,09	5029,1	9495,4	11025	878,06	1120,97
Прибыль (убыток) до налогообложения*	191596	141813	326,82	-441,13	-1313,1	1891,9	-465,05	580,65

* За 2008 и 2009 гг. соответственно.

Таким образом, при формировании корпоративного капитала основной проблемой становится разделение прав собственников и управляющих. Главной сложностью в оценке корпоративного капитала является наличие в его составе промышленной и финансовой составляющей. Корпорации нефтегазовой отрасли отличаются структурой капитала, которая с точки зрения финансового менеджмента не является оптимальной.

Литература

1. Бочаров В.В. Корпоративные финансы. СПб.: Питер, 2001. 256 с.: ил. (Серия «Ключевые вопросы»).
2. Лунев В.Л. Тактика и стратегия управления фирмой. М.: Финпресс, НГАЭиУ, 1997. 256 с.
3. Батлер Уильям Э., Гаши-Батлер Марианн Е. Корпорации и ценные бумаги по праву России и США. М.: Зерцало, 1997. 128 с.
4. Бланк И.А. Управление использованием капитала. К.: Ника-Центр, 2000. 656 с. (Серия «Библиотека финансового менеджера». Вып. 5).
5. Бланк И.А. Управление формированием капитала. К.: Ника-Центр, 2000. 512 с. (Серия «Библиотека финансового менеджера». Вып. 4).
6. Ежеквартальный отчет ОАО «Сургутнефтегаз» за 3 квартал 2010 г. 202 с.
7. Отчет о деятельности ОАО «ЛУКОЙЛ». 2009. 188 с.
8. Корпоративное управление в переходных экономиках: Инсайдерский контроль и роль банков / Под ред. Масахико Аоки и Хьюнг Ки Кима; науч. редакция перевода и вступ. статья В.С. Каткало и А.Н. Клепача; пер. с англ. Д.Л. Волкова, В.С. Каткало, Т.Н. Клеминой, А.Н. Клепача, П.А. Рессера. СПб.: Лениздат, 1997. 558 с.
9. Крафт Г.В. Система финансирования инвестиций государственных естественных монополий России (на примере железнодорожного транспорта): Дис. ... д-ра экон. наук. СПб., 2006. 345 с.
10. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Проспект, 2010. 1024 с.
11. Луценко С.И. Эмпирический подход к иерархической теории структуры капитала // Корпоративные финансы. 2008. №3 (7). С. 49–52.
12. Старюк П.Ю. Управление стоимостью компании как основная задача корпоративного управления // Корпоративные финансы. 2007. №2. С. 5–16.