Андрющенко Иван Владимирович. Анализ в управлении заемным капиталом корпораций в нефтегазодобывающем секторе : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10, 08.00.12.- Сургут, 2005.- 188 с.: ил. РГБ ОД, 61 05-8/5029

**Содержание к диссертации**

Введение

1. Теоретические основы и особенности аналитического обеспечения управления корпоративным заемным капиталом 9

1.1. Заемный капитал и его роль в обеспечении финансирования деятельности корпораций нефтегазодобывающего сектора 9

1.2. Облигации как основной источник формирования заемного капитала корпораций 30

1.3. Показатели, характеризующие облигационные займы и их использование в качестве источника формирования заемного капитала корпораций 45

2. Особенности формирования у четно-аналитической информации для управления корпоративными облигациями 67

2.1. Способы формирования параметров и оценка корпоративных облигаций 67

2.2. Влияние на формирование учетно-аналитической информации о заемном капитале Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) 80

3. Методика оценки и анализа эффективности использования заемного капитала 94

3.1. Ретроспективный анализ развития российского рынка Yкорпоративных облигаций 94

3.2. Методика прогнозного анализа заемного капитала, привлеченного через облигационные займы 106

3.2.1. Инструментарий прогнозного анализа 106

3.2.2. Подходы к прогнозированию заемного капитала корпораций нефтегазового сектора 114

3.2.3. Оценка и прогнозный анализ облигационного займа 129

Заключение 144

Литература 157

Список приложений 176

**Введение к работе**

*Актуальность темы исследования.*Последние десятилетия характеризуются активным развитием российского корпоративного бизнеса. Управление корпоративными структурами в значимых отраслях экономики, таких как нефтегазодобыча, особенно нуждается в своевременном и высокоаналитич-ном информационном обеспечении. Это объясняется тем, что ускоряются процессы концентрации и интеграции капиталов различных сфер хозяйственной деятельности при возникновении новых корпоративных форм управления. Наличие крупного промышленного капитала, мобилизация огромных финансовых ресурсов, безусловно, формируют спрос и предложение на рынках сбыта сырьевых ресурсов, определяют условия ценообразования. Благодаря развитию указанных факторов, промышленные корпорации получают возможность реализовать глобальные инвестиционные программы.

Нефтегазовый сектор российской экономики достаточно длительный период времени подвергался воздействию всех неблагоприятных внешних и внутренних факторов, и многие годы находился в критическом положении.с угрозой потери накопленного в предыдущие десятилетия потенциала. Следует отметить, что особенностью нефтегазовой отрасли является ее высокая капиталоемкость. Успешное развитие нефтегазовых корпораций в настоящее время невозможно без эффективного инвестиционного процесса воспроизводства минерально-сырьевой базы, разработки новых нефтяных месторождений, реконструкции и .модернизации нефтеперерабатывающего производства.

Для северных регионов России, в которых сосредоточены наиболее крупные нефтегазодобывающие организации, характерны особые условия, без учета которых развитие корпоративного бизнеса не может получить эффективного развития, К таким условиям, в первую очередь, следует отнести необходимость получения огромных дополнительных источников не только для развития материально-технической базы и реализации инвестиционных

4 программ; но и для содержания социальной инфраструктуры нефтегазодобывающих организаций, позволяющей стимулировать мотивацию труда рабочих и специалистов. Поэтому дажев самодостаточных нефтегазовых корпорациях возникает проблема привлечения заемного капитала;

Историческое развитие форм: заемного капитала, их анализ; предопределили выбор наиболее эффективной1 формы его привлечения;для' нефтегазовых корпораций — через облигационные займы.

Привлечение заемного капитала,в форме выпуска облигаций обеспечивает корпорациям целый ряд преимуществ, которые связаны *с*возможностью сохранения' контроля над управлением, что является сложным при выпуске акций: Облигации имеют большую возможность распространения чем акции, стало быть, уровень риска инвесторов- минимален; Облигации можно эмитировать при относительно невысоких обязательствах, по процентам, если сравнивать их с процентами; по банковским;кредитам- или дивидендами по акциям.

Эмиссия корпоративных облигаций более предпочтительна в условиях современного отечественного финансового рынка для: высокорентабельных акционерных компаний нефтегазового комплекса, особенно в случае реализации крупных инвестиционных проектов.

Несмотря\* на все преимущества; облигационных займов, управление *-*ими; как источником формирования заемным; капиталом; имеет целый ряд нерешенных проблем. Одной из основных теоретических и; методических проблем является: проблема, обеспечения і; управления: аналитической^ информацией, .содержащей: методический аппарат для'оценки рисков, определения рентабельности, эффективности заемного капитала. В этой связи тема исследования является актуальной.

*Степень разработанности проблемы^*Немалоs зарубежных и отечественных; ученых посвятили свои труды проблемам;привлечения н использования заемного капитала, оценке капитала; учету и анализу, их разным аспектам: Бригхэм Юджин Ф., Лутц Крушвиц, Холт Р., Барнес G., Хикс Дж. Р., Дж.-

5 Ван Хорн, Миллер М:, Липсиц И.В:, Бернар Коласс, В.И:Бариленко,

И.А.Бланк, С.А.Бороненкова, В.В;Бочаров, МіА.Вахрушина, В.Г.Гетьман,

А.Г.Грязнова, Д.А.Ендовицкий, В;В;Ковалев, Г.Г.Коробова, Л.Д.Ларионов,

М.В.Мельник,. В;И;Петрова; В\*В:Шеремет, ВМЛавлюченко, Я;В:Соколов;

ВіД.Шапиро, СИ.Шумилин; Е.М:Четыркин, А.ВЛкунина и многие другие.

Многие практические и теоретические трудности, которые возникают при оценке долговых ценных бумаг, исследованы в фундаментальных трудах вышеперечисленных экономистов,. Однако комплексных исследований, посвященных учету и анализу облигаций как формы корпоративного заемного капитала в отечественной науке нет. Поэтому тема настоящего исследования\* представляется нам актуальной;.

Актуальность и неразработанность темы определили необходимость ее разработки, цель, задачи и основные направления исследования.

*Цель и задачи исследования.*Целью исследования (является; обобщение теоретических, методологических разработок и практического1 опыта формирования и использованият заемного капитала в корпоративных структурах нефтегозодобывающего сектора, разработки методики его учета и анализа с целью повышения; информативности управления; облигациями как формой» заемного капитала.

Исходя из цели исследования; в работе поставлены следующие задачи, определившие логику диссертации и ее структуру:

выявить особенности использования форм заемного капитала и раскрыть их содержание для обеспечения финансированиядеятельности корпораций нефтегазодобывающего сектора;.

обосновать - экономическую сущность облигаций < как; основной;, формы и: источника формирования заемного капитала корпораций;

определить и обосновать систему показателей; характеризующих облигационные займы: *w*их использование в качествеисточника формирования^ заемного капитала корпораций;

выявить способы формирования параметров^ методы оценки, присущие

корпоративным облигациям;

определить направления формирования учетно-аналитической информации для управления заемным капиталом;

дать ретроспективную оценку развития российского рынка корпоративных облигаций;

разработать комплексную методику прогнозного анализа заемного капитала корпораций, привлеченного через облигационные займы.

*Предметом исследования*в данной диссертации стали теоретико-методологические и практические проблемы обеспечения управления аналитической информацией о привлечении заемного капитала через облигационные займы и его использовании в корпорациях нефтегазодобывающего сектора.

*Объектом исследования*послужили практические материалы, разработки, примеры применения методов бухгалтерского учета и анализа облигаций в практике предприятий нефтегазовой отрасли г. Сургута, г.Ханты-Мансийска, г. Тюмени. Использованы бухгалтерская и статистическая отчетность, данные производственно-хозяйственной деятельности ОАО "Сибнеф-тегаз", ОАО "Сургутнефтегаз" и их дочерние организации.

*Теоретической и методологической основой исследования*послужили труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам финансов, учета и экономического анализа заемного капитала, периодические издания по вопросам обращения ценных бумаг, их эмиссий. В работе использованы нормативные документы и законодательные акты, положения по ведению учета, инструкции, международные стандарты по финансовой отчетности (МСФО).

Методика исследования основывается на обобщении накопленных знаний и опыта в отечественной и зарубежной теории и практике; оценке зарубежной и отечественной учетных систем; выполнении расчетно-аналитических работ на основе реальных данных; использовании статистического и математического инструментария, прикладных компьютерных программ.

*Научная новизна*диссертации заключается: в теоретическом обосновании и" систематизации результатов исследования- комплекса вопросов, связанных с организацией аналитической обеспеченности у правления заемным капиталом *>*корпораций нефтегазодобываю щего сектора;.

Научную новизну диссертации отражают следующие положения т и результаты исследования::

выявленььособенности использования форм заемного капитала в корпорациях нефтегазодобывающего сектора; обосновано ? и раскрыто их содержание для обеспечения эффективного управления;

обоснована экономическая сущность облигаций какосновной формы и источника формированияізаемного; капитала корпораций нефтегазового сектора;:

определена:и обоснована система показателей, характеризующих облигационные займы.и их использование в; качестве источника формирования заемного капитала корпораций;

выявлены способы формирования параметров5и методы оценки, присущие корпоративным облигациям;

определены, направления^ формирования учетно-аналитической: информации; необходимой для у правления; заемным капиталом корпораций; нефтегазового сектора;

- дана ретроспективная; оценка раз вития ^российского рынкам корпоративных облигаций; позволяющая формировать *.*современную политику работы с фондовьімиї рынками: и поддерживать; важнейшие: направления развития^ корпорации иривлечениемзаемных средств через облигационные займы;

- разработана комплексная методика прогнозного анализа^ заемного: капита  
ла; корпораций, содержащая1 выделение инструментария\* прогнозного ана  
лиза, методических подходов; к прогнозированию; заемного капитала,  
оценку и прогнозный анализ облигационного займа.

*Теоретическое значение*полученных результатов состоит в систематизации и обосновании показателей; методов и приемов, используемых при

8 анализе заемного капитала в корпорациях.

*Практическая значимость*работы заключается в том, что выводы и предложения, полученные в результате выполненного исследования, могут быть использованы при разработке стратегических планов развития корпораций нефтегазодобывающего: сектора. Отдельные результаты исследования внедрены в практику деятельности ОАО "Сургутнефтегаз" и его дочерние предприятия. Практические разработки, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы для обоснования конструирования эмиссии облигаций и управления ими в практике работы корпораций других отраслей экономики.

Основные положения диссертации докладывались на окружной конференции Ханты-Мансийского автономного округа и научных конференциях Сургутского государственного университета, опубликованы в сборниках научных трудов СурГУ, Московского открытого социально-экономического университета и других.

Основные положения диссертации отражены в 6 печатных работах общим объемом 1,45 печ. листов.

## Заемный капитал и его роль в обеспечении финансирования деятельности корпораций нефтегазодобывающего сектора

Экономическое содержание корпоративных финансов давно изучается отечественными и зарубежными учеными,.как одно из важнейших научных направлений. Бирман Г., Шмидт С, Бригхэм Ю., Гапенски Л., Брейли Р., Майерс С, Ван Хорн Дж., Гитман Л.Д., Джонк М.Д. и др. освещали в своих работах принципы, организацию и управление корпоративными: финансами. Российской науке известны труды Балабанова И.Т., Бланка И.А., Бороненко-вой О.А., Барыленко В.И., Бочарова В.В., Ендовицкого Д.А., Ковалева В.В., в которых отражены проблемы управления финансами, включая разностороннее освещение вопросов формирования: и использования заемного капитала, обращение ценных, бумаг, учет, анализ, контроль и аудит разных участков деятельности корпоративных структур, использующих займы как один из источников финансирования.

Исторически финансовые отношения порождаются государством, в то время как стоимостные категории прибыль, капитал - обусловлены ведением товарного хозяйства, или на современном уровне- финансово-хозяйственной деятельностью хозяйствующих субъектов: Государство, учитывая значительное влияние финансов на экономику, использует финансы для усиления воздействия на экономический рост субъектов. Это выражается в увеличении валового внутреннего продукта, снижении темпов инфляции и др.

Финансы предприятий и корпораций занимают значительное место в общей системе финансов. Для понимания их сущности стоит оглянуться на содержание финансовых отношений, которые: сопровождаются: реальным движением денежных средств; товарообменными операциями; формированием и использованием доходов, принимающих форму финансовых ресурсов.

Конкретное содержание и назначение корпоративных финансов проявляются в их функциях.

Что касается общественного назначения финансов в целом, то в экономической литературе часто выделяют две функции финансов: распредели что финансы оказывают на производство косвенное влияние, то есть воздействуют опосредованно (косвенно) через распределение: ВВП Профессор Вознесенский Э.А. отмечал, что финансовые отношения возникают главным образом при;перераспределении чистого дохода хозяйствующих субъектов:в. форме прибыли [48]: В экономической литературе также имеютсяj научные высказывания і сторонни ков воспроизводственной концепции финансов, в которых к распределительной и контрольной і функции добавляют третью функцию; — обслуживание индивидуального кругооборота фондов, которы й совершается по следующей формуле [31, с. 11-12]:

Д- первоначально авансированные денежные средства; Т - товарная форма стоимости;

СП - средства производства (орудия и предметы труда); ФОТ фонд оплаты труда работников предприятия; П - производительная форма собственности (процесс производства товаров);

Т - товарная форма стоимости (полученная в результате процесса производства (товары на складе и в отгрузке);

Д — денежная форма стоимости в виде выручки от продажи товаров, включая прибыль; С - фонд возмещения; С] - фонд возмещения материальных затрат; C2 - амортизационные отчисления (износ основных средств и нематериальных активов);

V - фонд оплаты труда и взносы во внебюджетные фонды в составе выручки от продажи товаров;

гачистый доход предприятия в форме прибыли.

Д = Д + ДД (2) где: Д - первоначально авансированные в производство денежные средства; ДДІ- увеличение величины первоначально авансированных, денежных средств в результате производства товаров (работ, услуг). Чисты и: доход предприятия : в форм е пр и был и (ш) включает в себя как минимумдва показателя: п - налоги на прибыль и иные аналогичные платежи в бюджет; ніг — чистую нераспределенную прибыль, оставшуюся в распоряжении предприятия.

Отметим, что на практике финансы,определяют индивидуальный кругооборот фондов предприятия. Можно возразить многим авторам, что в данном случае это следует трактовать не как воспроизводственную функцию финансов, а как их роль в экономике предприятия; работающего в рыночных условиях. В качестве функций: корпоративных финансов, на наш взгляд, следует выделить три::

## Способы формирования параметров и оценка корпоративных облигаций

Мы уже упоминали в предыдущих разделах диссертации, что область управления, в которой особое место занимают корпоративные облигации, получила название финансового инжиниринга. Для более полного анализа подходов к определению финансового инжиниринга приведем ряд, на наш взгляд, наиболее емких и интересных его определений:

- создание, усовершенствование и применение инновационных финансовых инструментов и процессов, а также поиск творческих (креативных) решений проблем в области финансов, данное Дж.Финнерти. Это же.определение в формулировке "проектирование, разработка и реализация инновационных финансовых инструментов ..." использовано и в книге Дж.Ф.Маршалла и В.К.Бансала;

- комбинирование и декомпозиция существующих финансовых инструментов для создания новых финансовых продуктов;

- разработка и творческое применение финансовых технологий для решения финансовых проблем.

Цель финансового инжиниринга на рынке облигаций - конструирование отвечающих интересам эмитента и инвестора параметров облигаций, которая достигается за счет обоснованного выбора каждого отдельного параметра облигации или пакетного продукта, созданного на ее основе, которые заключаются в применении определенных методов финансового инжиниринга и использовании его инструментов. Схема финансового инжиниринга на рынке облигаций приведена на рис. 5.

Поскольку достижение цели финансового инжиниринга может потребовать конструирования практически любого параметра, рассмотрим их и приведем примеры, каким образом параметры так называемой прямой облигации могут быть трансформированы с целью более точного учета интересов эмитента и инвесторов, при этом разделим эти параметры на общие, т.е. характерные для финансовых продуктов, которыми оформляют отношения долга (для облигаций, векселей, кредитов), и специфические, т.е. характерные только для облигаций, как долговых эмиссионных ценных бумаг.

К общим параметрам мы будем относить:

- параметр срочности, именуемый в случае выпуска облигаций сроком обращения;

- параметр платности (доход по облигациям) - основной параметр, который позволяет управлять рисками как эмитента, так и инвестора; в случае с облигациями в зависимости от конструирования этого параметра облигации можно классифицировать следующим образом: по порядку выплаты дохода (купонные, зеро купонные или бескупонные и дисконтные облигации), по способу расчета купонного дохода (фиксированная ставка, плавающая и переменная), и условия, определяющие размер купона (его соответствие рыночной доходности и рискам, связанным- с предоставлением- средств конкретному заемщику), по форме выплаты дохода (в денежной; форме в национальной или иной валюте, а; также в иных не денежных формах), а также временные параметры, связанные непосредственно с датами; выплаты дохода;

- обеспечение займа, при исследовании основными: направлениями- станут само наличие обеспечения, способ его формирования, выбор лица, предоставляющего обеспечение; - способ погашения, как: выбор между простым возвратом суммы основного долга в валюте заимствования и частичным или полным погашением долга: в иных валютах или в товарной форме и т.д.;

- валюта займа.

## Ретроспективный анализ развития российского рынка Yкорпоративных облигаций

Политика обеспечения заемного капитала корпораций выпущенными займами может быть эффективной в условиях понимания экономической и политической ситуации, в которой происходит развитие фондового рынка облигаций. Поэтому мы хотим изложить далее обобщение результатов исследования исторического развития российского рынка облигаций.

Отечественными исследователями рынка корпоративных облигаций проводился анализ этапов его развития. Однако в основу такого анализа были положены в основном показатели вторичного рынка (объемы, ликвидность, качественный состав участников), а также количественные и качественные характеристики эмитентов. Такой подход, в частности прослеживается в работах С.В.Лялина и Л.О.Краева, И.Н.Конькова, П.Ю.Малеева. В то же время в исследовании последних определенное внимание уделено и параметрам выпусков облигаций, однако с позиций финансового инжиниринга ни отечественными, ни зарубежными авторами анализ развития российского рынка корпоративных облигаций не проводился.

Считаем необходимым проведение такого исследования, поскольку оно позволит наиболее полно выявить взаимосвязи внешних факторов и тенденций в развитии публичных корпоративных заимствований и продемонстрировать постепенное смещение акцентов в применении финансового инжиниринга от управления рисками, связанными с макроэкономической нестабильностью, к рискам, связанным с самим эмитентом, в том числе нефинансового характера.

В таблице 9 приведены этапы и их основные характеристики развития российского рынка корпоративных облигаций.

Рассмотрим особенности каждого из представленных в таблице 9 этапов развития.

На [.этапе характерными параметрами:эмиссий корпоративных облигаций являлись: товарная индексация илищогашение в,товарное форме; эмитенты из числа производителей или предприятий добывающей отрасли; небольшое число эмитентов; и выпусков; отсутствие организованного вторичного рынка..

Впервые в России облигации; сконструированные на основе финансового инжиниринга, возникли; как ответ навысокую инфляцию и дефицит товаров.. Предприятия; нуждавшиеся; в привлечении инвестиционных средств, не могли использовать финансовые продукты с фиксированной доходностью,. поскольку инвесторы, готовые принять на себя риск, изменения, рыночных ставок, отсутствовали;.а ставки по банковским кредитам являлись слишком: высокими; При этом дефицит товаров побуждал потребителей искать новые (нетрадиционные) способы их приобретения..

Финансовым продуктом, удовлетворявшим: потребности обеих сторон стали корпоративные облигации с включенным деривативом на товары, продукцию, ресурсы, производимые или добываемые самими заемщиками;.

Наиболее известными выпусками этого этапа стали:

- контракты "Гермеса", привязанные к индексу цен на нефть (продукты нефтепереработки, лесоматериалы); являвшиеся суррогатами ценных бумаг (1992 г.);:

- облигации нефтяной компании ОАО "Коминефть" номиналом 0.25 т., Г т. и 10 т. нефти, размещаемой"в-рублях в соответствии;с;оценкой стоимости указанного в номинале количества нефти при реализацгог на внутрирос-сийском рынке (без учета НДС) в отпускных- ценах АО "Коминефть - , действующих на день покупки облигации. Срок обращения Г год (май 1994 г. - май 1995 г.). Облигации, погашались.по схеме "номинал плюс:фиксированный годовой доход в:размере:5%" ,.Выплаты осуществлялись товарной продукцией; или в денежной форме. При погашении- в денежной форме расчет суммы производился на основе результатов фактической реализации нефти по отпускным ценам эмитента и т.д.