Голомозин Владимир Владимирович. Диверсификация капитала корпорации как финансовый процесс : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Владикавказ, 2003 171 c. РГБ ОД, 61:04-8/230-8

**Содержание к диссертации**

Введение

1. ПРОЦЕСС ДИВЕРСИФИКАЦИИ КАПИТАЛА 11

1.1. Сущность диверсификации капитала 11

1.2. Финансовые формы диверсификации капитала 28

1.3. Финансовый процесс диверсификации капитала 50

2. ФИНАНСОВЫЙ АНАЛИЗ ДИВЕРСИФИКАЦИИ КАПИТАЛА В ОАО НПО "РОСНЕФТЬ-ТЕРМНЕФТЬ" 66

2.1. Финансовый анализ развития корпорации за среднесрочный период 66

2.2. Финансовый анализ инвестиций капитала корпорации 89

3. ФИНАНСОВАЯ СТРАТЕГИЯ И ФИНАНСОВАЯ ТАКТИКА ДИВЕРСИФИКАЦИИ КАПИТАЛА 109

3.1. Финансовая стратегия диверсификации капитала 109

3.2. Тактические инструменты диверсификации капитала 130

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 144

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ 147

ПРИЛОЖЕНИЯ

**Введение к работе**

*Актуальность темы исследования.*На рубеже XX-XXI веков диверсификация капитала стала основополагающей стратегией развития хозяйствующих субъектов любой из высокоразвитых стран. Ядро современного мирового рынка составляет конкурентное взаимодействие диверсифицированных транснациональных корпораций. Перетоки капитала от одних стратегических единиц бизнеса к другим, происходящие в рамках единого процесса развития диверсифицированных корпораций, страхуют от хозяйственных рисков, укрепляют конкурентные преимущества фирмы, увеличивают ее рыночную устойчивость, стабилизируют финансовые потоки.

Формирование диверсифицированных корпоративных структур началось в России по завершении процесса приватизации. Характерно, что кризисный характер экономики лишь ускорял этот процесс. По итогам финансового кризиса 1998 года наименьший ущерб претерпели и в дальнейшем быстрее всех восстановили свой докризисный потенциал именно корпорации диверсифицированного типа. Для них типично планомерное распределение и перераспределение всего действующего капитала между стратегическими единицами бизнеса с различными уровнями риска и доходности. Тем самым процесс расширенного воспроизводства корпоративного капитала обретает гарантии устойчивости, прогнозируемости, становится управляемым.

Процесс диверсификации капитала относится к числу наиболее сложных в общем потоке социально-экономической деятельности корпорации. Он затрагивает "святая святых" - жизнеспособность капитала. Вместе с тем этот финансовый процесс многогранен. В частности, можно выделить такие его стороны, как управление перетоками капитала из одной стратегической единицы бизнеса в другую, инвестиционное обеспечение диверсификации, переложение рисков, формирование стратегии и подбор комплекса тактических инструментов, распределение ответственности между субъектами корпоративных отношений, ин-

ституционализм самого процесса диверсификации капитала и другие.

Диверсификация корпоративного капитала как финансовый процесс в практическом отношении переживает такое же становление, что и рыночная трансформация национальной экономики России в целом. Наращивание процесса диверсификации, познание его законов, установление основных принципов его организации, формирование институциональных основ — эти и другие вопросы актуальны как в практическом, так и в теоретическом отношении.

*Степень изученности проблемы.*В разработку сложной и комплексной проблемы диверсификации корпоративного капитала большой вклад внесли зарубежные исследователи. В частности общетеоретические аспекты проблемы диверсификации капитала были поставлены и сформулированы в классических трудах К.Маркса [71], А.Маршалла [72], Дж.Кейнса [50], М.Фридмена [121], получили развитие и подверглись разностороннему анализу в фундаментальных работах А.Джейнгера [135], К.Макхэма [69], А.Миллера и Ф.Модильяни [79], Г.Минцберга [137], О.Уильямсона [113], А.Чендлера [133] и других.

Проблемы финансового управления диверсификацией капитала в условиях зрелой рыночной экономики рассматриваются в работах К.Друри [35], Р.Мюррея [58], М.Скотта [104], Т.Питерса и Р.Уотермена [96]; стратегические и тактические аспекты этой проблемы изучены Ф.Котлером [57], М.Паскье [94], Дж.Соросом [107] и другими.

Вопросы становления диверсификации корпоративного капитала в специфических условиях рыночной трансформации российской экономики рассмотрены в работах отечественных исследователей И.Балабанова [5], Ю.Винислава [18], О.Виханского [21], М.Грачева [25], С.Гродского [26], В.Дементьева [31], И.Загоруйко [38], М.Зелинской [39], Л.Игониной [41], А.Радыгина [101], В.Федорова [38], Р.Энтова [102], Ю.Якутина [129] и других.

Накопленный опыт в деле управления процессом диверсификации российского корпоративного капитала анализируется и обобщается в работах А.Бачурина [9], Е.Гайдара [127], Б.Мильнера [75], А.Михайлова [78], А.Мухина

[80] и других.

Вместе с тем вопросам диверсификации корпоративного капитала как разностороннего финансового процесса в отечественной экономической литературе уделяется явно недостаточное внимание. На наш взгляд, нуждается в уточнении само основополагающее понятие диверсификации корпоративного капитала. Практически не определены функции и роли основных субъектов корпоративных отношений в деле финансового управления диверсификацией капитала, не установлены адекватные условиям российской экономики институциональные условия нормального осуществления данного процесса. Требуют уточнения методы оценки ресурсов и финансовых результатов диверсификации, а также сами подходы к управлению ею. Особое значение в условиях подъема экономики приобретают вопросы разработки финансовой стратегии диверсификации корпоративного капитала и формирования комплекса тактических инструментов в целях реализации избранной стратегии. Эти соображения обусловили выбор цели исследования и постановки конкретных задач.

*Цель и задачи диссертационной работы.*Целью исследования является разработка и обоснование концепции диверсификации корпоративного капитала как целостного финансового процесса, позволяющей определить основных субъектов корпоративных отношений, участвующих в этом процессе, алгоритм формирования финансовой стратегии диверсифицированной корпорации, выявить институциональные основы процесса диверсификации в корпоративной среде, сформировать комплекс инструментов для реализации финансовой стратегии диверсификации применительно к реальным условиям развития российского корпоративного капитала.

Для достижения этой цели в работе решаются следующие задачи:

- критический анализ и обобщение существующих теоретических подходов  
к диверсификации корпоративного капитала как финансовому процессу;

— уточнение и развитие матричного подхода к финансовому управлению ди  
версификацией корпоративного капитала, основы которого заложены в работах

О.Уильямсона, М.Зелинской и других;

определение основных субъектов корпоративных отношений, участвующих в финансовом управлении диверсификацией капитала, установление их ролей, функций и ответственности;

выявление специфических характеристик диверсификации капитала в нефтяной корпорации, установление взаимосвязей двух финансовых процессов данного хозяйствующего субъекта - диверсификации капитала и инвестиционной деятельности;

определение алгоритма формирования финансовой стратегии диверсификации корпоративного капитала;

формирование комплекса тактических инструментов для реализации финансовой стратегии диверсификации корпоративного капитала (применительно к реальным условиям развития нефтяной корпорации);

установление институциональных основ осуществления процесса диверсификации капитала в корпоративной среде.

*Предмет исследования:*диверсификация корпоративного капитала как целостный финансовый процесс.

*Объект исследования',*корпоративные хозяйствующие субъекты, осуществляющие систематическую диверсификацию своего капитала (прежде всего ОАО НПО "Роснефть-Термнефть", ЗАО "Агрокомплекс" и другие).

*Информационная база исследования:*статистическая информация, данные финансовой отчетности корпораций, действующих на территории Краснодарского края, материалы, содержащиеся в публикациях по тематике данного исследования, а также данные о процессах диверсификации корпоративного капитала, собранные и обработанные соискателем.

*Теоретическая и методологическая основа исследования.*Теоретической основой исследования явились работы отечественных и зарубежных авторов по теории финансов, финансовому менеджменту, корпоративным стратегиям, институциональным основам корпоративного развития, финансовому и инвести-

ционному анализу.

Методологической основой исследования послужил системный подход к воспроизводству корпоративного капитала. Для решения поставленных задач в диссертационной работе применялись методы финансового и инвестиционного анализа, статистического анализа, матричный подход к исследованию внутрикорпоративного процесса перетоков капитала.

*Концепция исследования.*Диверсификация капитала в рамках корпорации есть организованный "рынок капиталов в миниатюре" (О.Уильямсон). Финансовый цикл диверсификации описывается матрицей, строки которой соответствуют корпоративным единицам бизнеса, а основной задачей финансового менеджмента становится задача оптимизации перетоков капитала между строками матрицы. Ядром финансового управления диверсификацией корпоративного капитала является Совет директоров, устанавливающий финансовую стратегию диверсификации, распоряжающийся прибылью корпорации и формирующий конкретный комплекс инструментов для реализации установленной стратегии. Принятие и реализация финансово-инвестиционных решений по диверсификации корпоративного капитала должны быть институционально обеспечены стандартами корпорации и инфраструктурой Совета директоров (в частности, деятельностью финансово-инвестиционного центра при Совете директоров).

*Научная новизна результатов диссертационного исследования.*На основе развития матричного и институционального подходов к исследованию финансового процесса диверсификации корпоративного капитала соискателем получены следующие новые научные результаты:

обоснованы три организационных уровня формирования стратегии развития диверсифицированной компании (корпоративный, деловой и функциональный), определены зоны ответственности членов Совета директоров, менеджмента корпорации за формирование стратегии развития на указанных выше уровнях;

определен главный субъект финансового управления развитием диверси-

фицированной корпорации - Совет директоров; последний правомочен распоряжаться фондом развития корпорации и способен реализовать функции стратегического анализа и целеполагания, опираясь на соответствующее инфраструктурное обеспечение своей деятельности;

установлена последовательность формирования финансовой стратегии развития диверсифицированной корпорации (стабилизация деятельности корпорации в уже действующих бизнес-единицах — определение сферы диверсификации деятельности на перспективу - моделирование конкурентного преимущества путем оптимального комбинирования ресурсов и извлечения синер-гического эффекта - определение инвестиционных приоритетов — переток капитала в наиболее перспективные новые бизнес-единицы);

выявлены относительные преимущества и основные риски трех возможных способов вхождения диверсифицированного капитала корпорации в новый для нее вид бизнеса (поглощение уже действующей компании через приобретение ее контрольного пакета акций, учреждение новой компании, формирование и ведение совместной деятельности);

разработан алгоритм принятия портфельного инвестиционного решения в процессе диверсификации корпоративного капитала (формирование нескольких альтернативных вариантов портфеля диверсификации — оценка массы первоначальных инвестиций - определение стартового вложения капитала в бизнес — сегмент в зависимости от планируемой здесь рыночной доли как итога вложения - сопоставление потребности в инвестиционных ресурсах и реальных фондов развития корпорации - сокращение объема портфеля - новая оценка массы инвестиций и так далее);

на основе развития подходов А.Миллера [79], Ф.Модильяни [79], О.Уильямсона [113] и М.Зелинской [39] построена схема движения чистой прибыли корпорации применительно к вариантам моноразвития бизнеса и полиразвития бизнеса, где объектом корпоративного финансового менеджмента выступают приросты капитала по всем направлениям инвестиционно-

финансовой деятельности корпорации; инструментом корпоративного финансового менеджмента становится матрица приростов капитала;

уточнена классификация финансовых форм диверсификации капитала (горизонтальные, вертикальные, циклические с сугубо финансовой связью, структура под контролем банковского капитала); обоснован вывод о том, что в условиях переходной экономики необходима последовательная либеральная политика по отношению к многообразию финансовых форм диверсификации — в частности, отказ от копирования американских подходов к ограничению банковского контроля над промышленностью;

предложен и обоснован комплекс тактических инструментов для реализации финансовой стратегии диверсификации корпоративного капитала (фондирование прибыли, создание группы независимых финансовых консультантов по вопросам диверсификации, осуществление дополнительной эмиссии собственных ценных бумаг, привлечение средств кредитных организаций, экономия собственных ресурсов на основе управления затратами);

разработан механизм деятельности финансово-инвестиционного центра при Совете директоров как экспертно-концептуального органа методически и организационно обеспечивающего подготовку, анализ, принятие и реализацию инвестиционных решений по диверсификации корпоративного капитала.

*Теоретическая ценность диссертационного исследования*состоит в возможности применения полученных результатов для дальнейшего развития матричной модели диверсификации корпоративного капитала как финансового процесса и совершенствования институционального подхода к исследованию диверсификации капитала.

Материалы исследования могут быть использованы для совершенствования структуры, содержания и методики преподавания дисциплин высшей школы "Теория финансов", "Финансовый менеджмент", а также спецкурса "Диверсификация корпоративного капитала".

*Практическая значимость*работы заключается в возможности примене-

ния матричной методики алгоритма принятия портфельного инвестиционного решения о диверсификации корпоративного капитала, а также способов разработки финансовой стратегии диверсификации корпоративного капитала и комплекса тактических инструментов, обслуживающих реализацию указанной стратегии.

Разработанные в диссертации положения, выводы и рекомендации могут быть использованы в целях совершенствования финансового менеджмента в акционерных обществах различных отраслей и регионов.

*Структура диссертации*отражает логику, цикл и задачи исследования. Работа состоит из введения, трех глав, содержащих семь параграфов, заключения, списка литературы из 139 наименований и приложений.

## Сущность диверсификации капитала

На современном этапе развития экономики Российской Федерации проблема диверсификации встала не случайно. К ней постепенно подводили десять лет экономических реформ.

В логике становления современного корпоративного сектора России спонтанное присвоение активов государства стало первым шагом. Первоначальное "накопление" российского капитала происходило при стремительно увеличивавшемся в конце 80-х - начале 90-х гг. разрыве между позднесоветской правовой базой, "горбачевской" идеологией рыночного социализма и хозяйственной практикой "дикого капитализма". В этот период огромные (по меркам того времени) денежные средства были получены путем проведения перераспределения доходов между секторами - государственным с фиксированными ценами и кооперативно-арендным со свободными ценами [33, с.56].

На рубеже 80-90-х гг. началась спонтанная приватизация государственной собственности - получение руководителями некоторых предприятий контроля над "руководимыми" активами (через аренду, выделение, структурных подразделений, создание различных ассоциаций и т.п.).

Вступивший в силу с 1 января 1988 г. союзный закон "О государственных предприятиях (объединениях)" ввел уникальный с точки зрения обогащения руководителей госпредприятий, но абсурдный с позиции права принцип "полного хозяйственного ведения". Фактически эта правовая новация создавала определенные благоприятные условия для юридической безопасности руководителей предприятий как фактических владельцев государственного имущества, однако для формализации контроля необходимо было и юридическое закрепление прав частной собственности.

В сложившейся ситуации пришло время второго логического шага - законодательного оформления приватизации как формализации прав собственности держателей неформального контроля. Такое стремление "красных" директоров и экс-чиновников формализовать свой контроль в рамках новой системы частной собственности стало необходимым условием проведения массовой приватизации 1992-1994 гг.

В то же время корпоратизация и приватизация оказались необходимыми менеджерам для юридической фиксации контроля над финансовыми ресурсами и создания формальных правовых гарантий их свободы от преследования за манипуляции с государственными активами.

Постприватизационные годы ознаменовали новые этапы перераспределения собственности, очередные механизмы захвата (удержания) контроля над корпоративными финансовыми потоками.

В типичной российской компании (по крайней мере там, где борьба за контроль завершена) контролирующая группа состоит из нескольких партнеров. Контроль со стороны этой группы обычно распределен среди аффилированных компаний (фондов, оффшорных фирм, номинальных держателей, отдельных лиц и т.д.) - формально миноритарных акционеров. Более того, система ("цепочка") оффшорных компаний часто устроена таким образом, что реальные владельцы вообще отсутствуют в каких-либо реестрах собственников. Само управление активами и заключение различных сделок осуществляют формальные наемные директора по указаниям реальных владельцев на "доверительной" основе. В итоге корпорация, то есть закрытое или открытое акционерное общество (в классическом понимании), существует лишь формально. Акционеры, входящие в контролирующую группу, действуют по единому сценарию, разработанному реальными владельцами. Если в этой схеме применительно к явному держателю контрольного пакета частные выгоды, описанные в теории, можно доказать, то у "чужих" мелких акционеров на это шансов нет.

Экономической основой нарушения прав мелких акционеров-аутсайдеров является, в частности, тот факт, что партнеры-владельцы делят между собой на паритетных началах "бизнес" корпорации, а количество принадлежащих каждому из них акций носит существенный, но все же вторичный характер. Например, каждый из трех партнеров корпорации X владеет соответственно 28 %, 22 % и 26 % голосующих акций, но при этом 100 % фактического дохода делится ровно на 3 (одинаковые или в иной согласованной пропорции) части. Остающиеся многочисленные держатели мелких пакетов (в совокупности 24 %) в "бизнесе" не участвуют. Описанный механизм можно определить как механизм "теневого" финансового корпоративного контроля.

Наметившийся выход из кризиса ставит перед экономикой России задачу первостепенной важности - формирование механизма устойчивого и динамичного развития как на макроуровне, так и на микроуровне. Ведущая роль в решении этой задачи должна принадлежать российским корпоративным структурам. Ясно, что механизм "теневого" финансового корпоративного контроля представляет собой мощный фактор, противодействующий решению данной задачи. Только при условии демонтажа описанного выше механизма российские корпорации могут стать точками роста, вернуть себе прежние лидирующие позиции в своих отраслях и обеспечить подъем национальной экономики.

## Финансовый анализ развития корпорации за среднесрочный период

Долгое время до Великой Отечественной войны и после нее научно-исследовательские работы для нефтяной промышленности Кубани выполнялись центральными институтами (ВНИГРИ, ВНИИнефть, Московским нефтяным институтом и другими) в форме экспедиций, научных разработок по различным проблемам, проектам и так далее. Но быстрые темпы восстановления и последующего развития нефтяной, а затем и газовой промышленности, потребовавшие научного и инженерного решения многочисленных и зачастую очень сложных и важных проблем геологии края и отдельных месторождений, выбора направлений поисково-разведочных работ, техники и технологии бурения скважин, разработки нефтяных и газовых залежей, транспорта и переработки нефти и газа, привели к созданию отраслевых научных, проектных и конструкторских организаций в городе Краснодаре. Деятельность этих организаций (институтов), как правило, не ограничивалась территорией Краснодарского края, а распространялась на многие нефтяные и газовые районы Советского Союза и ряд зарубежных стран.

Лаборатории научно-исследовательских институтов работали обычно в тесном содружестве с производственными организациями своего профиля, с промысловыми научно-исследовательскими лабораториями, с научными группами и отделами.

ОАО НПО "Роснефть-Термнефть" представляет собой крупное научно-производственное объединение - бывшее НПО "Союзтермнефть", созданное на базе института "КраснодарНИПИнефть", включавшего научную и проектную части, а также ряда производственных подразделений, необходимых для проведения опытно-промышленных работ и внедрения термических методов добычи нефти в нефтяных регионах Советского Союза. При этом институт Красно-дарНИПИнефть", получивший в 1979 г. статус "Всесоюзного" и переименованный во "ВНИПИтермнефть", стал головной научной и проектной организацией по созданию технологий термического воздействия на залежи высоковязких нефтей с целью увеличения нефтеотдачи пластов, проведению опытно-промышленных, проектных и конструкторских работ, обеспечивающих внедрение этих прогрессивных методов добычи нефти.

После распада СССР НПО стало именоваться "Термнефть", а затем, в порядке акционирования государственных предприятий, стало Открытым акционерным обществом НПО "Роснефть-Термнефть". В его состав входят такие крупные предприятия как:

- Российский научно-исследовательский и проектный институт по термическим методам добычи нефти (ОАО "РосНИПИтермнефть");

- Государственный проектный институт нефтяной и газовой промышленности по термическим методам добычи нефти (ОАО "Термнефтепроект");

- нефтегазодобывающее управление (НГДУ) "Черноморнефть";

- Черноморское государственное специальное конструкторско-технологическое бюро "Зенит" с опытным производством;

- опытно-экспериментальный завод "Нефтетерммаш";

- Краснодарское опытно-экспериментальное управление по повышению нефтеотдачи пластов и капитальному ремонту скважин;

- пусконаладочное управление;

- строительный комбинат "Зыбза".

Основной задачей НПО "Термнефть" являлось ускорение научно-технического прогресса в нефтяной промышленности на основе широкого применения термических методов увеличения нефтеотдачи.

Для достижения поставленных целей с помощью компании "Роснефть" Открытое акционерное общество НПО "Роснефть-Термнефть":

- проводит научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы; - разрабатывает новые технологии термического воздействия на нефтяные пласты;

- составляет технологические схемы и проекты разработки месторождений;

- проводит технико-экономическое обоснование и эксплуатацию объектов термического воздействия;

- осуществляет опытно-промышленную добычу нефти тепловыми методами;

- обеспечивает не только пуск и наладку специального оборудования, многое из которого выпускает на дочерних предприятиях, но и ведет авторский надзор за обустройством месторождений.

Таким образом, предприятие осуществляет внутреннюю диверсификацию капитала. Оно имеет 6 дочерних корпораций и участвует в капитале более чем 10 зависимых предприятий (см. рис. 2.1).

Финансовое состояние предприятия характеризуется размещением и использованием средств (активов) и источниками их формирования (собственного капитала и обязательств, то есть пассивов). Эти сведения представлены в балансе предприятия (см. табл. 1 прил. 1).

Основоположник российской системы балансоведения Н.А.Блатов рекомендовал исследовать структуру и динамику финансового состояния предприятия при помощи сравнительного аналитического баланса [7, с.24].

## Финансовая стратегия диверсификации капитала

При формировании финансовой стратегии менеджер, осуществляя выбор целей и средств их достижения, определенным образом реагируя на изменения внутри корпорации и на рынке, должен изыскать новые возможности и выступить в роли субъекта синтеза разных течений и подходов, взятых в разное время и в разных подразделениях компании. Однако, освещая процесс разработки стратегии, необходимо прежде всего определить те действия, которые определяют позиции компании на рынке и которые закладывают основу для успеха в будущем. Низкоприоритетные вопросы (увеличение рекламного бюджета, рост дивидендов, строительство нового завода) и рутинный процесс управления (приватизация или аренда помещений и так далее) не являются основными для стратегии, даже если с ними необходимо иметь дело. Стратегия однозначно должна быть ориентирована на развитие, то есть на перспективу, связана с тем, что делать, когда это делать и кто будет это делать.

Организация постоянно развивается. Естественно, что процесс разработки стратегии всегда чувствителен к характеру конкуренции, резким взлетам и падениям цен, перестановкам среди основных промышленных конкурентов, новым формам государственного регулирования, снижению или расширению торговых барьеров и другим факторам. В процессе развития организации открывается качественно новое, на что надо реагировать, и в результате этого появляются новые стратегические ниши. Поэтому задача усовершенствования стратегии бесконечна. Стратегия компании всегда должна сочетать в себе запланированную и продуманную линию поведения, а также риски и возможность реагирования на все незапланированные перемены.

По мнению соискателя, процесс разработки финансовой стратегии начинается с выстраивания стратегической пирамиды.

В крупных корпорациях, таких как ОАО НПО "Роснефть-Термнефть", решения по вопросам методов управления новыми направлениями развития принимаются корпоративным руководством, руководителями хозяйственных подразделений, главами крупных функциональных отделов корпорации в целом или ее подразделений (производство, маркетинг и продажа, финансы, трудовые ресурсы и так далее), менеджерами заводов, региональными торговыми представителями и менеджерами среднего звена управления. Соискатель предлагает в диверсифицированной компании ОАО НПО "Роснефть-Термнефть" разрабатывать стратегии на трех различных организационных уровнях:

1. Корпоративная стратегия (стратегия для компании и комплекса ее бизнесов в целом).

2. Деловая стратегия (для каждого отдельного вида бизнеса компании).

3. Функциональная стратегия (для каждого функционального направления соответствующего бизнеса). Каждая сфера деятельности имеет производственную стратегию, стратегии маркетинга, финансов и так далее.