Пермяков Антон Станиславович. Инвестиционное обеспечение и управление капитализацией нефтегазовых компаний : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05, 08.00.10 Тюмень, 2001 138 с. РГБ ОД, 61:01-8/2657-8

**Содержание к диссертации**

Введение

1. КАПИТАЛИЗАЦИЯ КАК ФАКТОР ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

1.1. Анализ инвестиционной привлекательности компаний 7

1.2. Отечественный и зарубежный опыт управления капитализацией компании 22

1.3. Проблемы и перспективы роста инвестиционной привлекательности российских компаний

2. МЕТОДЫ И ИНСТРУМЕНТЫ УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛИЗАЦИЕЙ 47

2.1. Характеристика методов и инструментов управления капитализацией 47

2.2. Технология выбора инструментария для оценки стоимости компании 66

2.3. Формирование программы комплексного управления капитализацией 76

3. ИНВЕСТИЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ 91

3.1. Организационно-экономические условия обеспечения инвестиционной привлекательности

3.2. Нетрадиционные методы привлечения инвестиций 103

Заключение 125

Список литературы 128

Приложения 136

**Введение к работе**

Актуальность исследования. Изменение макроэкономической ситуации в России, обусловленное ростом мировых и внутрироссийских цен на нефть, способствовало повышению инвестиционной активности в нефтегазовой отрасли. В то же время, значительное увеличение масштабов инвестиций в отрасль за последние два года (четырехкратный рост в 1999г. по сравнению с 1998 г. и двукратный - в 2000 г. по сравнению с 1999г.), не достигло уровня, необходимого для устойчивого развития отрасли, определенного Минэнерго Российской Федерации.

В ближайшее время, по данным Минэкономразвития, иностранные инвесторы готовы вложить до 200 млрд.долл. в проекты СРП, предусматривающие разработку преимущественно небольших месторождений с извлекаемыми запасами до 25 млн.тн. нефти. Однако сырьевой потенциал российской нефтегазовой отрасли определяется не только запасами новых месторождений. Немалая его доля представлена старыми месторождениями, обладающими значительными, но трудноизвлекаемыми запасами, требующими существенных финансовых вливаний. Финансирование таких проектов уже сегодня готовы осуществить ряд зарубежных банков.

Очевидно, что при вложении средств в развитие российской нефтегазовой отрасли иностранные инвесторы отдадут предпочтение тем компаниям, у которых интегральный показатель всех основных аспектов деятельности (размер ресурсной базы, эффективность ее использования и наращивания, прозрачности финансов компании и ее менеджмента) будет наивысшим. Такой комплексной оценкой, адекватно отображающей экономическую эффективность предприятия, его финансовое благополучие и ожидания перспектив деятельности является показатель капитализации.

Увеличение совокупности акций компании и ее рыночной стоимости является основной целью управления для многих успешно функционирующих зарубежных фирм. Наибольшая часть важнейших управленческих реше-

4 ний принимается руководством таких фирм именно с целью увеличения рыночной стоимости компании. В последние годы вопрос о наращивании капитализации стал актуальным и для российских предприятий. Однако эта сфера управления является достаточно новой для большинства предприятий, что не позволяет им осознанно и максимально эффективно управлять акционерным капиталом. Будучи знакомы с базовыми подходами к оценке компании, многие предприятия не могут определить методы, с помощью которых можно увеличить ее инвестиционную привлекательность. Кроме того, действия по увеличению капитализации зачастую носят периодический и разовый характер, в то время как необходимо использование комплексной системы мер, охватывающей все возможные аспекты управления стоимостью компании.

Оценка качества акций, формируемая участниками фондового рынка, зависит как от большого количества политических, макроэкономических факторов, интересов инвесторов, так и от финансового состояния эмитентов (устойчивости, прибыльности и других характеристик). Недостаточное использование на современном этапе нефтегазовыми компаниями-эмитентами инструментов и методов влияния на инвестиционные качества своих акций обусловили актуальность и тему диссертационного исследования.

Объектом исследования явились российские нефтегазовые компании.

Предмет диссертационной работы представляет собой процессы управления инвестиционной привлекательностью эмитентов,

Цель диссертационного исследования состоит в разработке комплекса мер, направленного на улучшение инвестиционного обеспечения нефтегазовых компаний посредством управления их капитализацией как основным фактором инвестиционной привлекательности.

В соответствии с целью исследования в работе было предусмотрено решение следующих основных задач: исследование проблем инвестиционного обеспечения устойчивого развития российской нефтегазовой отрасли; изучение и обобщение накопленного отечественного и зарубежного

5 опыта управления капитализацией нефтегазовых компаний, а также оценка перспектив роста их инвестиционной привлекательности; анализ организационно-экономических условий реализации инвестиционной политики в нефтяной отрасли и определение направлений их рационализации; разработка методических и практических рекомендаций по комплексному управлению капитализацией нефтегазовых компаний, направленных на совершенствование инвестиционного обеспечения; исследование методов и инструментов оценки стоимости компаний и их адаптация к условиям функционирования нефтяной отрасли; обоснование новых методов привлечения инвестиций российскими нефтегазовыми компаниями.

Теоретической и методологической основой проведенного исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам оценки стоимости компаний и их акций, функционирования фондового рынка, инвестиционного обеспечения деятельности предприятий нефтегазового сектора, финансового менеджмента (Г.Александер, Дж.Бэйли, М.Газеев, М.Климович, В.Ковалев, А.Конопляник, В.Пленкина, К.Миловидов, Я.Мир-кин, В.Сенчаков, У.Шарп, Е.Четыркин и др); нормативные и законодательные акты Российской Федерации и ряда зарубежных стран; материалы периодической печати, современные методы анализа (структурный, логический, сравнительный).

Научная новизна выполненного исследования состоит в том, что в работе:

1) выявлена взаимосвязь между капитализацией нефтегазовых компаний и их инвестиционной привлекательностью; на основании этого управление капитализацией определено как приоритетное направление в системе инвестиционного обеспечения развития нефтегазовой отрасли и ее предприятий; обоснованы благоприятные организационно-экономические условия, позволяющие обеспечить рост инвестиционной привлекательности нефтегазовых компаний; разработаны предложения по реализации комплексного подхода к управлению капитализацией с учетом выявленных наиболее существенных особенностей функционирования нефтегазовых компаний; уточнена методика оценки стоимости нефтегазовых компаний, позволяющая экономически обосновать резервы роста их капитализации; разработаны нетрадиционные методы привлечения иностранных инвестиций для обеспечения экономически устойчивого развития отечественной нефтегазовой отрасли, в частности, схемы первичного публичного размещения акций российской компании на американском рынке без выпуска АДР.

Практическая значимость работы состоит в разработке конкретных рекомендаций по применению методов привлечения инвестиций российскими нефтегазовыми компаниями, на основе эффективного управления их акционерным капиталом.

Результаты исследования были доложены и одобрены на всероссийских (Тюмень, 1997 г., 2000 г.), и межвузовских (Тюмень, 1998 г., 1999 г.) научно-практических конференциях.

Основные положения диссертационной работы используются в учебном процессе подготовки специалистов экономического профиля по специальностям 06.11.00 «Экономика и управление на предприятиях», 06.11.00 «Менеджмент», 06.14.00 «Коммерция».

Структура, содержание и объем работы вытекают из поставленной цели исследования и обусловлены его задачами и логикой. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений.

Публикации. По теме диссертации автором опубликованы 6 научных работ.

## Анализ инвестиционной привлекательности компаний

Для определения места капитализации в системе оценки инвестиционной привлекательности компаний автором проводится сравнительный анализ уровня капитализации крупнейших российских нефтегазовых компаний и интегрального показателя их инвестиционной привлекательности. Выбор в качестве объекта анализа только нескольких крупных эмитентов нефтегазовой отрасли обусловлен методикой расчета рыночной капитализации, при которой определение конкурентной рыночной цены акции возможно только через котировки акций эмитента на отечественном фондовом рынке при условии достаточно большого количества сделок.

Приведенные показатели капитализации свидетельствуют о явном лидерстве двух компаний - ОАО «Сургутнефтегаз» (8347 млн.долл.) и ОАО «ЛУКойл» (7491 млн.долл.), следом за ними идет ОАО «ЮКОС» ($5833 млн.долл.) и замыкают группу ОАО «Сибнефть» ($1 659 млн.долл.) и ОАО «Татнефть» ($887 млн.долл.). Разрыв между компаниями значителен, в особенности заметна разница между первыми тремя компаниями и двумя последними.

Лидерство ОАО «Сургутнефтегаз» по показателю капитализации не случайно - способность компании постоянно генерировать максимальную прибыль на баррель добычи является уникальной характеристикой, которая отличает лучшие нефтяные компании от конкурентов не только в России, но и во всем мире. За последние четыре года ОАО «Сургутнефтегаз» успешно реализовывал стратегию органического роста, основанную на получении новых лицензий и больших инвестиций в геологоразведочное и добычное бурение в главном районе своей деятельности - в Западной Сибири, а также на жестком контроле над затратами. Экспорт нефти компании вырос на 13% по сравнению с предыдущим годом и составил 34.4% от добычи по сравнению с 33% в 1999 году (табл. 1.2) [93]. В результате, добыча «Сургутнефтегаза» увеличилась за последние пять лет на 22%, в то время как в целом по России она выросла лишь на 9%.

Согласно объявленным результатам, в 2000 году выручка ОАО «Сургутнефтегаз» выросла на 88% и достигла $6.1 млрд. Частично рост выручки объяснялся консолидацией выручки Киришского НПЗ в объеме около $572 млн. Чистая прибыль выросла на 120% и составила $2.7 млрд. до социальных расходов [93].

Показательно, что ОАО «Сургутнефтегаз» сумел обеспечить рост при одновременном жестком контроле над издержками, что позволило ему достичь самого высокого уровня рентабельности в секторе - операционная рентабельность в прошлом году составила 56.7%, а чистая - 43% (см. табл. 1.2.).

## Характеристика методов и инструментов управления капитализацией

Факторы, влияющие на капитализацию и инвестиционную привлекательность нефтяных компаний можно разделить на три группы: не зависящие от деятельности компаний; поддающиеся воздействию группы компаний и их лобби во властных структурах; находящиеся в пределах непосредственных операционных возможностей компании.

К факторам первой группы относят конъюнктуру мировых рынков, страновые риски, систему российских налогов с оборота и таможенных пошлин, налоговый режим и лицензионные требования. Во вторую группу включается состояние внутреннего рынка нефти, зависимость результатов деятельности от пропускной способности системы экспортных трубопроводов, отсутствие банка качества для системы трубопроводов. К факторам третьей группы относятся финансовое положение эмитента, дивидендная политика, рыночные параметры и инвестиционные качества акций, информационная открытость компании.

Анализ влияния факторов, находящихся в пределах непосредственных операционных возможностей компаний, и практика управления этими факторами были показаны в первой главе диссертационного исследования. Для получения полной картины воздействий, влияющих на капитализацию российских нефтегазовых компаний, необходимо оценить зависимость цены акций от факторов первой и второй группы.

Некоторые из этих факторов косвенно связаны друг с другом. Например, резкое падение мировых цен на нефть может привести к оскудению денежных потоков, поступающих в казну, и изменения в фискальной политике государства. Государство может попытаться наполнить бюджет иными средствами, такими, как временное повышение таможенных пошлин, введение новых или повышение уже существующих налогов. Экспортные пошлины на нефть и нефтепродукты также корректируются в зависимости от уровня мировых цен.

По различным оценкам, доля нефти, нефтепродуктов и газа (товаров со сходной ценовой динамикой) в экспорте из России составляла в конце 90-х годов около 40%, в том числе сырой нефти - 15-17% (вывоз около 60% добываемой нефти); доля поступлений в консолидированный бюджет Российской федерации, формируемый экспортом газа и нефти - около 30%. Соответственно, такой масштаб зависимости экономики от нефтяной отрасли создает реальные основания для влияния цен на нефть на конъюнктуру российских акций, как и на бюджет, и на валютный курс, и на весь финансовый рынок страны.

## Организационно-экономические условия обеспечения инвестиционной привлекательности

Обеспечение энергетической безопасности России является необходимым условием поддержания требуемого уровня национальной и экономической безопасности на основе эффективного использования топливно-энергетического потенциала страны. Энергетической стратегией РФ на период до 2020 года предусматривается обеспечение в обычных условиях в полном объеме потребностей в топливно-энергетических ресурсах требуемого качества по экономически приемлемым ценам. Для этого, согласно документу, в ближайшие 10 лет необходимо привлечение в ТЭК иностранных инвестиций, поскольку в этот период будет иметь место особенно острый дефицит собственных инвестиционных ресурсов отечественных структур ТЭК, и в то же время, наиболее динамично будет возрастать спрос на энергоресурсы из-за инерционности энергосберегающей перестройки экономики. Объемы иностранных инвестиций в этот период в ТЭК планируется увеличить с 3 до 10 млрд.долл./год. Обеспечить привлечение такого объема инвестиций за счет консолидированного бюджета и собственных средств предприятий комплекса невозможно, соответственно, особенно важным представляется обеспечение инвестиционной привлекательности предприятий и проектов топливно-энергетического комплекса.

Задача привлечения инвестиций (в т.ч. иностранных) в российскую экономику и, в том числе, в ее нефтяной сектор, остро встала перед государством с самого начала рыночных преобразований. Однако ряд факторов, из которых важнейшими является нестабильность экономической и политической среды, и в частности российской налоговой системы, не создают предпосылок для требуемых значительных инвестиций. Кроме того, невысокий уровень экономических показателей действующих в России предприятий с иностранными инвестициями не может не оказывать негативного влияния на планы размещения финансовых средств иностранными инвесторами.

К важнейшим факторам, сдерживающим приток зарубежных капиталов в российскую нефтяную отрасль, относятся [63]:

сохраняющаяся экономическая и политическая нестабильность в экономике,

отсутствие отлаженного механизма страхования иностранных инвестиций от коммерческих рисков,

жесткий налоговый режим,

постоянной повышение уровня издержек, главным образом, за счет неконтролируемого роста тарифов на услуги естественных монополистов (транспорт, электроэнергия),

проблемы с экспортом в условиях негарантированной оплаты поставок нефти на внутренний рынок,

отмена ранее предоставленных тарифных льгот.

Таким образом, основными препятствиями для роста инвестиционной привлекательности российских нефтегазовых компаний являются: валютное регулирование со стороны государства, высокие ставки налогов с оборота, акцизов и таможенных пошлин, экспортные ограничения, зарегулирован-ность цен на энергоресурсы, жесткость лицензионных требований.

Вынужденная конвертация 75% валютной выручки создает дополнительные проблемы для компаний, которые предполагают закупать оборудование за рубежом в отсутствие конкурентоспособных российских аналогов, и в то же время усложняет репатриацию доходов для иностранных инвесторов.

Нефтегазовые компании, будучи основным источником средств в государстве, несут наиболее тяжелое налоговое бремя. Налоги с оборота не учитывают фактора рентабельности, что особенно негативно сказывается на нефтегазовой промышленности, требующей значительных первоначальных инвестиций и длительных сроков окупаемости. В результате деятельность по разработке новых месторождений усложняется, так как компании приходится платить налоги с оборота даже в течение первой, обычно убыточной стадии проекта. С другой стороны, при отработке месторождений действующий налоговый режим стимулирует преждевременное закрытие низкодебитных скважин, в то время как низкие или нулевые налоги с оборота способствовали бы более длительной их эксплуатации и, соответственно, более бережному управлению запасами.

Для потенциальных инвесторов не менее важное значение при принятии решении об инвестировании, чем ставки налогов, имеет фактор стабильности экономико-правовой среды [63]. В частности, инвесторы обычно согласны на более высокое налоговое бремя при условии стабильности налоговой системы. Причем преференциальные налоговые преимущества практически не влияют на принятие решение об инвестициях в силу неустойчивости их предоставления.