

0-792728

На правах рукописи



ФОКИНА ЕЛЕНА АНАТОЛЬЕВНА

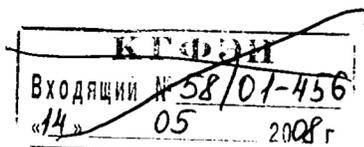
**ФИНАНСОВОЕ УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛОМ
ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ КОРПОРАЦИИ**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Волгоград -2008



Работа выполнена в ФГОУ ВПО «Волгоградская государственная сельскохозяйственная академия».

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Перекрестова Любовь Вениаминовна.

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, доцент
Литвинова Алла Владимировна;

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000712682

кандидат экономических наук, доцент
Сизенева Лидия Александровна.

Ведущая организация: ГОУ ВПО «Волгоградский государственный
архитектурно-строительный университет».

Защита состоится 06 июня 2008 года в 11-00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.029.04 при ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет», 10

С градск 0-

«Волг Ю

»Е

Учї ова
дог

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность исследования. В экономике России в последнее время произошли существенные изменения, связанные в первую очередь с трансформацией политического и макроэкономического мировоззрения.

Важнейшим итогом экономических преобразований в России явилось появление большого ряда интегрированных субъектов, сформировавших корпоративный сектор экономики. С момента своего появления корпорации стали оказывать существенное влияние на жизнь общества и политику государственной власти не только отдельных стран, но и в масштабах, превосходящих размеры многих государств. Актуальность данного исследования определяется относительной новизной для России предпринимательства в форме корпорации и недостаточностью детально изученных отраслевых особенностей финансового управления капиталом телекоммуникационной корпорации. Актуальность изучения проблемы финансового управления капиталом телекоммуникационной корпорации объясняется необходимостью:

- создания нового, более эффективного механизма финансового управления диверсифицированным капиталом корпорации при регионализации ее бизнес-единиц;
- выявления факторов, а также, наиболее современных и гибких инструментов долговой и эмиссионной политики, влияющих на принятие решений по структуре капитала;
- соблюдения баланса интересов собственников и управляющих, посредством разработки и реализации дивидендной политики.

Степень научной разработанности проблемы. Проблемы финансового управления капиталом всегда представляли интерес для отечественных и для зарубежных экономистов.

В западной экономической мысли существует большое количество научных работ, посвященных управлению капиталом и поиску его оптимальной структуры. Эти работы имеют достаточно большую область практического



применения, так как формируют теоретическую базу для принятия управленческих решений и позволяют максимизировать рыночную стоимость корпораций. Важный вклад в разработку указанных проблем внесли работы Р. Брейли, Ю. Бригхема, Дж. К. Ван Хорна, Л. Гапенски, К. Гриффиды, А. Дамодарана, П. Дойла, Б. Коласса, Т. Коллера, Т. Коупленда, С. Майерса, Ф. Модильяни, М. Миллера, Ш. Пратта, С. Росса, К. Уилсена, К. Ферриса, Дж. Фишмена и др.

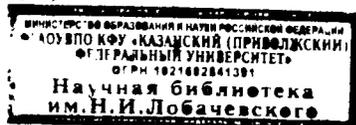
Развитие теории финансового управления капиталом и стоимостью корпораций в России связано с такими именами, как Л.П. Белых, И.Ю. Беляева, Т.Б. Бердникова, И.А. Бланк, Н.Б. Рудык, И.Т. Балабанов, В.В. Бочаров, С.В. Валдайцев, А.Г. Грязнова, В.В. Ковалев, В.Е. Леонтьев, Я.М. Миркин, Е.С. Стоянова, Т.В. Теплова и др.

При существенной методологической значимости и научном интересе к проблеме финансового управления капиталом в данной области остается немало нерешенных, дискуссионных проблем. В работах отечественных ученых пока не представлена общепринятая и целостная концепция цены и структуры корпоративного капитала, которая объединяла бы все направления управления им и учитывала бы страновую, региональную, отраслевую специфику его формирования и использования. Отсутствуют комплексные исследования специфики дивидендной, долговой и эмиссионной политики и определение их взаимосвязанной роли в принятии эффективных финансовых решений.

Цель исследования – теоретико-методическое обоснование применения инструментов эмиссионной, дивидендной и долговой политики корпорации в финансовом управлении ее капиталом при усложнении организационно-финансовой структуры.

В соответствии с поставленной целью работа была ориентирована на решение следующего комплекса взаимосвязанных задач, определивших логику диссертационного исследования и его структуру:

- раскрыть содержание и направления процесса финансового управления капиталом телекоммуникационной корпорации;



- выявить особенности формирования финансовых ресурсов телекоммуникационных корпораций;
- определить наиболее рациональный для роста стоимости компании тип дивидендной политики телекоммуникационной корпорации;
- рассмотреть инструменты эмиссионной и долговой политики и особенности их влияния на капитал телекоммуникационной корпорации;
- оценить оптимальность структуры капитала телекоммуникационной корпорации;
- разработать предложения по совершенствованию финансового управления капиталом на основе процессного подхода и его применения в телекоммуникационной корпорации;
- предложить рекомендации по реализации финансового реинжиниринга телекоммуникационной корпорации с регионально диверсифицированным капиталом.

В качестве объекта исследования избраны финансовая структура и капитал телекоммуникационной корпорации.

Предметом исследования стали инструменты и методы финансового управления капиталом телекоммуникационной корпорации.

Теоретической основой работы послужили труды классиков экономической науки, результаты фундаментальных и прикладных исследований российских и зарубежных специалистов по проблемам финансового управления капиталом корпораций, публикации в периодической печати и специализированных изданиях.

Методологическую базу исследования составили общенаучные и частнонаучные методы, включающие методы системного и сравнительного анализа, графического, статистическо-экономического анализа.

Нормативно-правовая база исследования сформирована автором на основе Законов РФ (Гражданского Кодекса РФ, Законов РФ «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах»), официальных документов Правительства РФ, указов Президента РФ, других нормативно-правовых актов.

Информационную базу исследования составили данные Федеральной службы государственной статистики, информация ведущих рейтинговых агентств: Standard&Poor's, Moody's Investors Service, отчетность телекоммуникационных корпораций, информационные ресурсы Internet.

Основные положения диссертации, выносимые на защиту:

1. Процесс финансового управления капиталом корпорации представляет собой целенаправленное (на рост стоимости компании) воздействие управляющей подсистемы на величину, структуру и диверсификацию капитала по бизнес-единицам с использованием инструментов эмиссионной, долговой и дивидендной политик.

2. Специфическими особенностями формирования финансовых ресурсов телекоммуникационных корпораций являются их высокий кредитный рейтинг и широкий доступ к более дешевым финансовым ресурсам, по сравнению с другими российскими компаниями. Для использования всех преимуществ долгового финансирования и эффекта финансового рычага телекоммуникационные корпорации обладают следующими характеристиками: 1) значительные активы, которые могут быть использованы в качестве обеспечения, интенсивные финансовые потоки; 2) быстрый рост, использование для увеличения продаж рынков различных стран; 3) регионально диверсифицированная коммерческая деятельность, повышающая финансовую устойчивость и расширяющая возможности привлечения финансовых ресурсов; 4) интеграция в мировой финансовый рынок, доступность банковских институтов.

3. Дивидендная политика телекоммуникационной корпорации оказывает влияние на структуру капитала. Оптимальное соотношение долей собственного и заемного капиталов достигается при условии ведения умеренной дивидендной политики, при которой дивидендные выплаты достигают от 20 до 50% чистой прибыли.

4. Росту капитала телекоммуникационной корпорации способствует взаимодействие наиболее привлекательных инструментов эмиссионной и дол-

говой политики. Наиболее эффективным финансовым инструментом эмиссионной политики являются американские депозитарные расписки на акции. Наиболее выгодными (с позиции снижения средней взвешенной цены капитала) финансовыми инструментами долговой политики являются облигационные займы, размещенные на организованном отечественном рынке, еврооблигации, выпущенные на мировых финансовых рынках.

В структуре финансирования телекоммуникационной корпорации преобладает долговое финансирование, поскольку дополнительная эмиссия акций не соответствует принципам эффективного финансирования: экономичности, темпоральности, сохранения долей участия в капитале и доходов прежних акционеров.

5. Оптимальная структура финансирования и обоснованное соотношение заемного и собственного капитала минимизируют среднюю взвешенную цену капитала корпорации, позволяя ей одновременно привлекать необходимые финансовые ресурсы и сохранять гибкость принятия финансовых решений.

Наибольший уровень рентабельности активов, рентабельности собственного капитала и превышения рентабельности активов над средней взвешенной ценой капитала достигается при пропорции собственного и заемного капитала 42%: 58% и соответствующем плече финансового рычага (левериджа) 1,4.

6. Новым подходом к финансовому управлению капиталом телекоммуникационной корпорации является процессный подход, при котором функции финансового управления рассматриваются как взаимосвязанные, и управление как процесс — серия непрерывных разнообразных взаимосвязанных действий, возобновляемых циклически.

7. Для достижения существенных улучшений в финансовом управлении телекоммуникационной корпорации необходим финансовый реинжиниринг, как фундаментальное переосмысление и радикальное перепроектирование процессов по управлению диверсифицированным капиталом при условии усложнения финансовой структуры корпорации. Предлагаемая модель финансового

реинжиниринга направлена на изменение роли региональных бизнес-единиц в формировании стоимости телекоммуникационной корпорации.

8. Финансовый реинжиниринг телекоммуникационный корпорации включает этапы: I. Построение эффективной организационно-финансовой структуры (общекорпоративный центр и центры финансовой ответственности за расходы, доходы, прибыль, финансовые и нефинансовые показатели эффективности, взаимодействующие через бюджеты и имеющие мотивацию); II. Создание общекорпоративной централизованной финансовой инфраструктуры, интегрирующей организацию финансовой и расчетно-аналитической работы; III. Постановка системы бюджетирования. IV. Повышение роли региональных бизнес-единиц в финансовом управлении стоимостью корпорации за счет делегирования корпоративным центром задач и ответственности по достижению стратегической цели.

9. Эффективность финансового реинжиниринга определяется наличием синергетического эффекта прироста стоимости телекоммуникационной корпорации, который может быть достигнут за счет разделения цели прироста стоимости на подцели по бизнес-единицам, что упрощает финансовое управление стоимостью за счет уменьшения объема исходной информации. Синергетический эффект достигается, также, за счет расширения масштабов деятельности, централизации и интеграции финансовой инфраструктуры, сокращения удельных транзакционных издержек, использования региональными бизнес-единицами бренда корпорации.

Научная новизна результатов диссертационного исследования заключается в следующем:

- уточнено определение финансового управления капиталом корпорации за счет интеграции в нем элементов дивидендной, долговой и эмиссионной политик;
- выявлены специфические особенности формирования финансовых ресурсов телекоммуникационной корпорации, способствующие проведению агрессивной долговой политики и использованию преимуществ долгового фи-

нансирования (объем активов, быстрый рост, региональная диверсификация капитала, выход на зарубежные финансовые рынки);

- определен тип дивидендной политики, при котором достигается рост собственного капитала, максимизирующий стоимость бизнеса телекоммуникационной корпорации; установлено, что с 2006 г. телекоммуникационная корпорация отступила от принципов умеренной дивидендной политики и выплачивает более 50% чистой прибыли на дивиденды акционерам;

- установлено оптимальное значение финансового левериджа, при котором соотношение собственного и заемного капитала корпорации составляет 42% к 58% и достигаются максимальные значения рентабельности собственного капитала и превышения рентабельности активов над средней взвешенной ценой капитала;

- предложено интегрировать разрозненные операции по управлению капиталом телекоммуникационной корпорации и их исполнителей в единый бизнес-процесс финансового управления, позволяющий достичь нового уровня формализации и информатизации управленческих решений;

- системно представлен финансовый реинжиниринг телекоммуникационной корпорации с регионально диверсифицированным капиталом: целеполагание (рост стоимости корпорации), этапы (создание организационно-финансовой структуры по центрам финансовой ответственности, построение общекорпоративной интегрированной финансовой инфраструктуры, постановка бюджетирования, повышение самостоятельности региональных бизнес-единиц в управлении капиталом); синергетический эффект (за счет масштаба деятельности, снижения транзакционных издержек, диссипации рисков, сокращения размерности финансового управления, использования бренда корпорации).

Теоретическая значимость работы заключается в развитии научных положений теории цены и структуры капитала для российских корпораций с учетом их отраслевой специфики и сложной финансовой структуры.

Практическая значимость исследования состоит в доведении ряда его положений до конкретных рекомендаций и предложений по совершенствованию финансового управления капиталом телекоммуникационных корпораций (рациональная структура капитала, умеренная дивидендная политика, модели диверсификации капитала по бизнес-единицам, выбор эмиссионных инструментов). Практические рекомендации могут быть использованы финансовыми менеджерами телекоммуникационных корпораций.

Основные положения диссертационного исследования могут быть использованы в процессе преподавания дисциплин: «Финансы предприятий», «Финансы отраслей», «Финансовый менеджмент» в высших учебных заведениях.

Апробация и внедрение результатов исследования. Результаты исследования докладывались и обсуждались на международных, всероссийских, межвузовских научно-практических конференциях в Волгограде, Кирове, Пензе в 2004-2007 гг.

Теоретические и прикладные аспекты диссертационного исследования использовались автором при преподавании ряда учебных курсов в ГОУ ВПО «Волгоградский государственный университет».

Публикации. По теме диссертационного исследования опубликовано 10 печатных работ общим объемом авторского вклада 2,9 печатных листа.

Структура диссертационной работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, приложений.

Во **введении** обосновывается актуальность выбранной темы исследования, оценивается степень разработанности проблемы, формулируются цели и задачи, определяется предмет и объект исследования, раскрывается научная новизна, теоретическая и практическая значимость проведенного исследования.

В первой главе «Теоретические основы финансового управления капиталом корпорации» анализируются сущность и природа корпорации как системы, структура капитала корпорации, рассмотрены вопросы финансового управления капиталом телекоммуникационных корпораций в России.

Во второй главе «Влияние дивидендной и эмиссионной политик на формирование капитала телекоммуникационной корпорации» проведена оценка телекоммуникационной корпорации и определена перспектива ее развития. Раскрыто содержание дивидендной и эмиссионной политики корпорации и показано их влияние на формирование и возможность оптимизации структуры корпоративного капитала телекоммуникационной корпорации.

В третьей главе «Диверсификация капитала телекоммуникационной корпорации» рассмотрена модель финансового реинжиниринга организационно-финансовых отношений корпоративного центра и региональных бизнес-единиц, предложен процессный подход к управлению диверсифицированным капиталом телекоммуникационной корпорации.

В заключении обобщены результаты диссертационного исследования, сформулированы основные выводы и предложения научного и практического характера.

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ

Специфические особенности капитала телекоммуникационной корпорации

Первоначальное формирование финансовых ресурсов телекоммуникационной корпорации происходит за счет собственных источников в момент ее учреждения, когда образуется акционерный капитал. В составе внутренних источников пополнения финансовых ресурсов основное место принадлежит накопленной и нераспределенной прибыли, обеспечивающей прирост собственного капитала, а соответственно и рост рыночной стоимости телекоммуникационной корпорации. Определенную роль в составе внутренних источников играют также амортизационные отчисления, особенно в корпорациях с высокой стоимостью собственных основных средств и нематериальных активов. Наряду с ними источниками собственных финансовых ресурсов выступают: добавоч-

ный капитал в части эмиссионного дохода, результаты переоценки основных средств.

К составу внешних источников формирования финансовых ресурсов телекоммуникационной корпорации относятся долгосрочные банковские и синдицированные кредиты, еврооблигации (рис. 1).

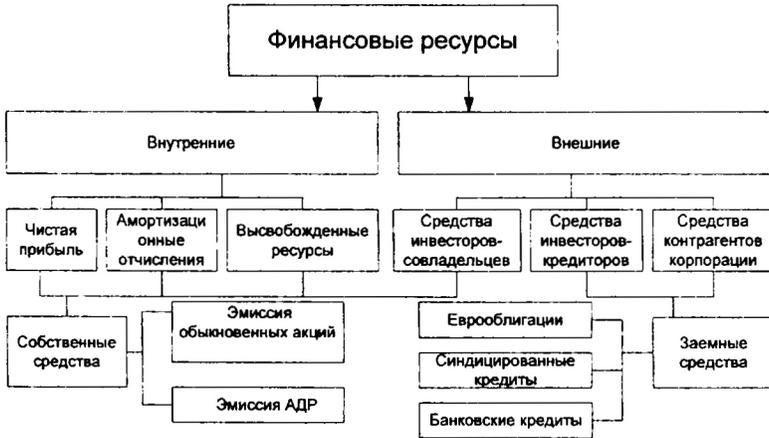


Рис. 1. Финансовые ресурсы телекоммуникационной корпорации

Финансовые ресурсы, используемые телекоммуникационной корпорацией в деловом обороте и приносящие доход, трансформируются в капитал. Этот процесс трансформации, включает три этапа:

1) Аккумуляция временно свободных финансовых ресурсов на финансовых рынках. На этом этапе проявляется потенциальная возможность трансформации финансовых ресурсов в капитал. Основными факторами, определяющими реализацию этой возможности, выступают инвестиционные ожидания собственников капитала, инвестиционная привлекательность телекоммуникационной корпорации, ее финансовая устойчивость.

2) Привлечение финансовых ресурсов в оборот корпорации. Именно здесь потенциальная возможность трансформации финансовых ресурсов в капитал реализуется в процессе формирования конкретных элементов финансовой структуры капитала. Данная трансформация становится возможной при со-

четании интересов инвесторов и участников корпорации по объему и стоимости привлекаемых ресурсов, срокам и направлениям их использования.

3) Приращение капитала. Здесь определяется эффективность политики привлечения финансовых ресурсов, эффективность самой финансовой структуры капитала. Результаты третьего этапа характеризует степень достижения интересов инвесторов и финансовых целей корпорации. На этом этапе происходит или увеличение стоимости корпорации и формирование внутренних элементов собственного капитала, или уменьшение стоимости корпорации, ухудшение ее финансового состояния и инвестиционной привлекательности.

Объем используемого собственного капитала в корпорации характеризует одновременно и потенциал привлечения ею заемных финансовых ресурсов, обеспечивающих получение дополнительной прибыли (рис. 2).



Рис. 2. Формирование капитала телекоммуникационной корпорации

Собственный капитал ОАО «Мобильные ТелеСистемы» (МТС) представляет собой совокупность финансовых ресурсов, принадлежащих ей на правах собственности, различных по своему содержанию, по принципам формирования: уставный и добавочный капитал, нераспределенная прибыль, отложенное

вознаграждение, задолженность акционеров, прочие доходы, используемые корпорацией для формирования определенной части ее активов (табл. 1.). Сумма капитала МТС на III кв. 2007 г. — 95 млрд. руб.

Таблица 1

Динамика структуры собственного капитала корпорации МТС 2002-2006 гг.

Наименование	2003 г.		2004 г.		2005 г.		2006 г.	
	тыс. руб.	%						
Уставный капитал	1999 333	0,4	199 332	0,4	199 332	0,3	199 332	0,2
Резервный капитал	29 900	0,1	29 900	0,1	29 900	0,1	29 900	0,1
Добавочный капитал	17 440 082	38,4	17 440 082	31,7	17 452 113	26,3	17 452 113	21,3
Нераспределенная прибыль	27 748 138	61,1	37 274 834	67,8	48 736 344	73,3	64 069 369	78,4

Дивидендная политика телекоммуникационной корпорации

Исследуемая корпорация в 2000 г. приобрела статус открытого акционерного общества. Дивиденды выплачивались по обыкновенным акциям эмитента (табл. 2).

Таблица 2

Динамика дивидендных выплат корпорации МТС 2002-2006 гг.

Показатели	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Дивиденды, млн. долл.	111	220	403	562	747
Чистая прибыль, млн. долл.	277	517	988	1126	1076
Дивиденд на акцию, долл.	0,06	0,11	0,20	0,28	0,38
Дивидендная доходность, %	2,10	1,80	3,20	4,00	4,03
Доля в чистой прибыли, %	40	43	41	50	69
На одну обыкновенную акцию, в руб.	1,7	3,2	5,75	7,6	9,67

Источник: составлено автором по данным корпорации МТС, www.finam.ru

В 2002-2005 гг. ОАО «МТС» придерживалось умеренной дивидендной политики, при которой доля дивидендов в чистой прибыли не превышала 50%. В 2007 г. совет директоров МТС принял новую дивидендную политику. Согласно этому документу, компания планирует выплачивать в форме дивидендов как минимум 50% от чистой прибыли.

Западные финансисты полагают, что доля дивидендных выплат в устойчиво работающих корпорациях должна составлять не более 30-40%, в то время

как остальная часть чистой прибыли (70-60%) должна направляться на цели развития корпорации. Та часть чистой прибыли, которая остается после выплаты дивидендов, используется корпорациями как собственный источник финансирования капитальных затрат, направленных на развитие бизнеса. У телекоммуникационных корпораций можно выделить три сферы приложения инвестиций: покупка готовых активов для увеличения своей доли на конкретном сегменте коммуникационного рынка, создание новых мощностей — новых линий для повышения их плотности в регионах, а также модернизация имеющихся мощностей.

Практика дивидендных выплат ОАО «МТС», показала, что корпорация ориентирована в большей степени на усиление своих позиций в отрасли путем расширения бизнеса на территории России и стран СНГ. Реализация данной стратегии, находит свое отражение в дивидендной политике. ОАО «МТС» в течение последних лет проводит политику ежегодного роста дивидендов, выплачиваемых акционерам на одну акцию.

Особенности дивидендной политики корпорации влияют на уровень ее потребности во внешнем финансировании. Если корпорация заранее предвидит трудности с наращиванием объема капитала, то целесообразным может быть рассмотрение вопроса о снижении нормы выплаты дивидендов. Вместе с тем, чтобы принимать такие решения, менеджерам следует изучить возможность влияния снижения дивидендов на рыночную стоимость корпорации. Если этот фактор малозначителен, то корпорация может избрать политику выплаты дивидендов по остаточному принципу и в максимальной степени использовать нераспределенную прибыль для удовлетворения потребностей в финансировании.

Оптимизация цены и структуры капитала инструментами долговой и эмиссионной политики

Эмиссионные операции телекоммуникационных корпораций формируют капитал путем выпуска и размещения акций, эмиссия долговых обязательств, что позволяет привлекать необходимые заемные ресурсы.

Телекоммуникационные корпорации являются наиболее активными участниками фондовых рынков, по сравнению с компаниями других отраслей. С целью привлечения прямого финансирования на международных фондовых рынках телекоммуникационные корпорации выпускают Американские депозитарные расписки на свои акции (АДР). Достоинством АДР является то, что они способствуют росту капитализации корпорации, повышению ликвидности рынка ее акций.

Акции исследуемой корпорации котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже с 30 июня 2000 г. в виде американских депозитарных расписок третьего уровня. ОАО «МТС» зарегистрировало 13 554 618 акций, или 0,68% акционерного капитала. Акции телекоммуникационной корпорации обращаются также на ММВБ и на внебиржевом рынке в Европе, на биржах Лондона, Франкфурта, Берлина и Мюнхена. Рост АДР корпорации в 2005 г. составил 1,1%. Цена АДР в 2006 г. составляла — 46,8 долл. что на 28,1% выше текущего уровня (36,55 долл.). Текущая цена АДР ОАО «МТС» на 4 июля 2007 г. составляла — 63,19 долл., увеличившись на 1,38%. Благодаря этому росту, общая капитализация корпорации превысила 25 млрд. долл., рост стоимости ОАО «МТС» за восемь месяцев составил 53%.

Инвестиционная привлекательность АДР ОАО «МТС» обусловлена следующими факторами:

- высокие темпы роста присутствия на зарубежных рынках;
- сохранение доли рынка сотовой связи в России.

ОАО «МТС» является одним из крупнейших эмитентов корпоративных облигаций в России. В 2005 году телекоммуникационная отрасль была крупным заемщиком на долговом рынке: находилось в обращении 280 выпусков облигационного займа на общую сумму 345 млрд. руб. (свыше 12 млрд. долл.), из которых на долю телекоммуникационных корпораций приходилось почти 15% (более 51 млрд. руб.) (для сравнения: в структуре рынка облигаций частных корпораций США сектору телекоммуникаций принадлежит порядка 10%), т.е. достаточно показательна отраслевая структура эмитентов высокодоходных об-

лигаций фондового рынка, где преобладают телекоммуникационные корпорации, связанные с дорогостоящими новыми технологиями и рискованными проектами. Быстрые темпы расширения рынка этих бумаг убедительно доказывают высокую эффективность подобного способа привлечения финансовых ресурсов телекоммуникационными корпорациями.

Темпы прироста рынка корпоративных облигаций в 2005 г. в 2,7 раза превышали темпы прироста кредитного портфеля банков, в итоге объем рынка рублевых облигаций к началу 2006 года достиг 16,5% от объема банковских рублевых кредитов корпорациям и 11,5% всех кредитов корпорациям, на начало 2005 г. — 11,8% и 8,3% соответственно. В течение пяти лет общий объем рынка негосударственных рублевых облигаций увеличился в 8 раз, достигнув уровня свыше 36 млрд. долл. США. К концу 2006 г. среднемесячный объем чистого привлечения на российском рынке облигаций составил 40 млрд. рублей.

Несмотря на небольшой опыт отечественных корпораций по привлечению облигационного капитала, телекоммуникационные корпорации уже успели глубоко интегрироваться в международную финансовую систему и стать наиболее эффективными заемщиками в секторе корпоративных еврооблигаций. Еврооблигации позволяют привлекать ресурсы, доступные большему числу заемщиков (табл. 3.).

Первая эмиссия еврооблигаций ОАО «МТС» была проведена в декабре 2001 г., на 250 млн. долл., а в 2002 г. был размещен дополнительный транш этого же выпуска на 50 млн. долл. В 2005 г. размер евробондов телекоммуникационных корпораций составлял почти 3,5 млрд. долл. За 2006 г. на российском фондовом рынке было размещено 190 выпусков корпоративных облигаций на общую сумму более 374,2 млрд. руб.

Для российских телекоммуникационных корпораций привлекателен рынок иностранных облигаций в США, в первую очередь крупными размерами займов, которые в среднем составляют 100 млн. долл., а наиболее крупные достигают 300 млн. долл. и более.

**Российские телекоммуникационные корпорации на международном
рынке облигаций**

Компания	Год погашения	Купон, %	Объем выпуска, млн. долл.
ОАО «МТС»	2008	9,8	400
	2010	8,4	400
	2012	8,0	400
ОАО «Вымпел Коммуникации»	2009	10,0	450
	2010	8,0	300
	2011	8,4	300

Источник: данные Альфа-банка, www.bankinform.ru

Средства от размещения облигаций корпорация использует на финансирование приобретения местных операторов мобильной связи, развитие в регионах и иные общекорпоративные цели.

Ключевым вопросом в управлении структурой капитала является оценка рациональности соотношения отдельных групп источников. Для корпорации существует свой предел заимствования средств, который, в конечном счете, и будет определять наиболее рациональное соотношение долей собственного и заемного капитала (табл. 4).

Таблица 4

**Рентабельность активов и собственного капитала телекоммуникационной
корпорации при различных значениях плеча финансового левериджа**

Показатели	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Удельный вес собственного капитала в пассиве баланса, %	57	41	42	43	46
Соотношение заемного и собственного капитала (плечо)	0,8	1,4	1,4	1,3	1,2
Рентабельность активов, %	11,7	11,6	17,2	14,5	14,03
Рентабельность собственного капитала, %	21,3	30,0	39,2	34,2	31,8
Средневзвешенная цена капитала, %	12,4	10,6	12,8	10,1	11,7

Показатель рентабельности собственного капитала характеризует, в какой доле собственный капитал увеличивается за счет прибыли, остающейся в распоряжении корпорации после уплаты налогов, и может быть использован для выплаты дивидендов и прироста активов телекоммуникационной корпорации.

При оценке его динамики за ряд отчетных периодов необходимо стремиться к тому, чтобы темпы роста рентабельности собственного капитала были выше темпов роста рентабельности активов.

Как видно из табл. 4, наибольший уровень рентабельности собственного капитала достигается при плече финансового левериджа, равного 1,4 (2004 г.), собственный и заемный капитал находятся в оптимальной пропорции 42%: 58%.

Диверсификация капитала телекоммуникационной корпорации и создание дивизиональной финансовой структуры

Автором предлагается использовать новый инструмент финансового управления капиталом — процессный подход. Применение процессного подхода основано на теории оптимизации «цепочки» финансовых потоков, оказывающих влияние на формирование стоимости исследуемой корпорации.

Финансовое управление рассматривается как процесс, так как работа по достижению целей с помощью других людей — это не одновременное действие, а серия непрерывных разнообразных взаимосвязанных действий, возобновляемых циклически.

В телекоммуникационной корпорации исторически сложилась иерархическая линейная структура управления, в том числе и финансового. Пирамиду образуют менеджеры разного уровня: верхнего, среднего и нижнего (линейного звена); в основании пирамиды (где выполняется практическая работа) находятся исполнители. Иерархическая структура эффективно действует в стабильной и статичной среде.

Управление разнородными по структуре бизнес-единицами телекоммуникационной корпорации осложняется административными границами, разными масштабами деятельности, неоднородным набором услуг. В новую эпоху корпорации должны создаваться и развиваться на базе идеи реинтеграции отдельных производственных операций в единый бизнес-процесс. В новых рыночных условиях существующие корпорации могут и должны уметь «воссоздавать себя» с помощью метода, названного реинжинирингом бизнеса.

После проведения реинжиниринга телекоммуникационной корпорации появляется новый центр ответственности — корпоративный центр, выделяются самостоятельные региональные бизнес-единицы (рис. 3.). Новыми объектами финансового управления становятся распределение и использование диверсифицированного капитала корпорации.

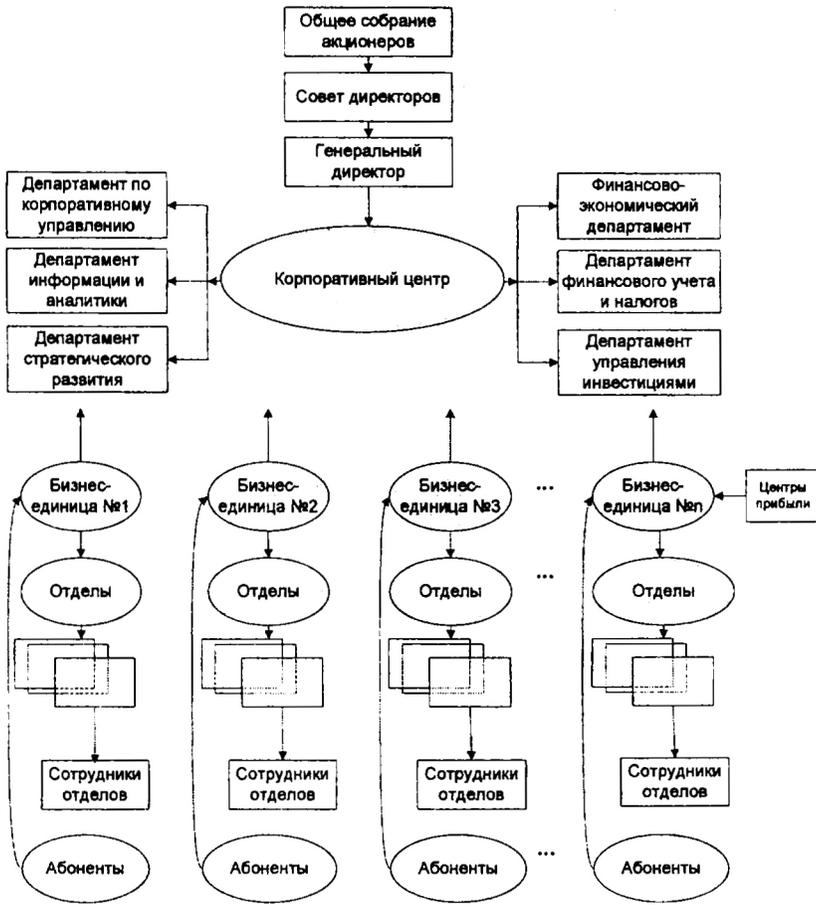


Рис. 3. Модель организационно-финансовой структуры телекоммуникационной корпорации после реинжиниринга

Финансовый реинжиниринг — это фундаментальное переосмысление и радикальное перепроектирование бизнес-процессов для достижения

существенных улучшений в финансовом управлении при усложнении финансовой структуры корпорации. Финансовый реинжиниринг направлен на изменение роли региональных бизнес-единиц в формировании стоимости телекоммуникационной корпорации, повышение оперативности принимаемых управленческих решений в процессе управления диверсифицированным капиталом.

Финансовый реинжиниринг телекоммуникационной корпорации включает этапы: построение эффективной организационно-финансовой структуры; создание общекорпоративной, централизованной финансовой инфраструктуры; постановку системы бюджетирования; повышение роли региональных бизнес-единиц в финансовом управлении стоимостью корпорации.

Структура финансового управления занимает особое место в системе корпоративного управления, она упорядочивает взаимодействие бизнес-единиц для получения интегрального эффекта увеличения стоимости телекоммуникационной корпорации.

Финансовая структура корпорации должна соответствовать стратегическим целям бизнеса, преследовать общекорпоративные маркетинговые цели, быть простой, эффективной и опираться на четкую концептуальную модель.

Основная задача построения финансовой структуры корпорации — распределение ответственности и полномочий между высшими менеджерами по управлению диверсифицированным капиталом корпорации, а также рядом нефинансовых показателей.

Центр финансовой ответственности (ЦФО) — элемент финансовой структуры, осуществляющий определенный набор хозяйственных операций, способный оказывать непосредственное воздействие на доходы и (или) расходы от данной деятельности и отвечающий за определенные статьи доходов и/или расходов.

Совокупность центров финансовой ответственности, взаимодействующих через бюджеты, имеет систему мотивации, непосредственно связана с бюджетированием и представляет собой финансовую структуру корпорации.

Построение финансовой структуры телекоммуникационной корпорации предполагает выполнение следующих последовательных этапов:

- 1) описание функций бизнес-единиц: выставление счетов, выполнение заказа, предоставление услуги. Это позволит определить статьи затрат и доходов, на которые могут влиять те или иные бизнес-единицы;
- 2) классификация видов центров ответственности в зависимости от полномочий и ответственности руководителей центров ответственности;
- 3) определение иерархии центров ответственности и их взаимосвязей.

Финансовый реинжиниринг сопровождается созданием единой инфраструктуры (единая система расчетов с абонентами, единая корпоративная сеть и т.д. (табл. 5).

Таблица 5

Финансовая инфраструктура телекоммуникационной корпорации

Элементы инфраструктуры - центры ответственности	Основные функции
Финансово-экономический центр	Составление проекта бюджетов, основанных на стратегиях развития корпорации. Разработка нормативов. Составление Главного бюджета и бюджетов ЦФО на основании собранной информации, увязанной со стратегией корпорации. Мобилизация финансовых ресурсов с целью получения прибыли. Разработка и реализация финансового плана, бюджета корпорации. Контроль за использованием финансовых ресурсов, соблюдением финансово-экономических показателей деятельности.
Центр финансового учета и налогов	Выполнение финансовых обязательств и организация расчетов по заработной плате с поставщиками, банками, бюджетом. Финансовый учет и формирование финансовой отчетности (в соответствии с российским законодательством и МСФО). Расчет налогооблагаемых баз и оптимизация налогообложения.
Инвестиционный центр	Разработка и информационное сопровождение инвестиционных проектов. Разработка инвестиционной политики в отношении региональных бизнес-единиц.
Центр администрирования автоматизированной системы расчетов (АСР)	Администрирование базы данных АСР. Поддержка нормативно-справочной информации в системе. Управление АСР (загрузка данных для расчетов, тарификация, проведение расчетов, анализ проведенных начислений). Обеспечение получения всех форм отчетности. Обеспечение передачи информации в хранилище данных и центральную АСР корпорации.

Кроме приведенных в таблице элементов инфраструктуры в диссертации представлены центры: текущего планирования и контроля, делопроизводства, формирования и выпуска документов, правового обеспечения, расчетный центр, центр организации продаж, абонентский центр, сервисная служба

корпоративного центра. По каждому элементу детально разработаны основные функции.

При создании финансовой инфраструктуры необходимы: построение высокопроизводительной корпоративной сети по обслуживаемой бизнес-единице, наличие мощного серверного оборудования, обеспечивающего поддержку централизованной базы данных. Поскольку расчетно-финансовые функции имеют единую природу и служат достижению одних и тех же целей корпорации, целесообразно объединить в рамках интегрированной финансовой инфраструктуры организацию финансовой и расчетно-аналитической работы, необходимой для принятия финансовых решений.

Постановка бюджетирования после принятия решения о проведении финансового реинжиниринга в телекоммуникационной корпорации включает следующие действия.

- a) Описание и паспортизация бизнес-процессов.
- b) Создание бюджетного комитета.
- c) Разработка бюджетного регламента.
- d) Создание системы мотиваций выполнения бюджетных показателей.

Финансовый реинжиниринг повышает роль региональных бизнес-единиц, которые объединяют капитал корпорации, образуя ее общую стоимость.

Основной принцип создания новых бизнес-единиц — комплексность продвижения услуг вне зависимости от их типа. Реализация этого принципа заключается в проведении комплексной маркетинговой политики, создании сетей унифицированных магазинов и пунктов абонентского обслуживания, где представлены все имеющиеся у телекоммуникационной корпорации услуги связи и оборудование. Комплексность, также, упрощает продвижение бренда и вывод на рынок конвергентных услуг.

Готовность корпорации к открытию новых региональных бизнес-единиц проявляется на следующих уровнях: управленческом, финансовом, маркетинговом, процессном. Очевидно, что столь кардинальное изменение финансовых

потоков управления телекоммуникационной корпорацией требует существенного пересмотра бизнес-процессов, причем как внешних, направленных на продвижение услуг и их вывод на рынок, так и внутренних, необходимых для взаимодействия корпоративного центра и региональных бизнес-единиц. На основе формализованных бизнес-процессов формируются системы показателей эффективности, которые выражаются в единицах стоимости, времени и качества. Например, стоимость услуги, производительность, время предоставления счета-фактуры и др.

Финансовые ресурсы телекоммуникационной корпорации распределяются между ее корпоративным центром и бизнес-единицами в соответствии с определенными принципами, которые устанавливаются на основе детальной оценки всех аспектов деятельности и в зависимости от финансовых результатов стратегических единиц. Финансовые отношения корпоративного центра и бизнес-единиц имеют распределительный характер, стоимостную форму выражения, денежное измерение. За счет диверсификации капитала создается возможность контролировать большую долю рынка (за счет разной географической направленности бизнес-единиц) при сохранении единого контроля за всеми бизнес-единицами.

Каждая стратегическая единица бизнеса имеет своего собственного руководителя, юридическое управление и управление процессами. Бизнес-единицы с различным специальным статусом являются гибкими структурными блоками корпорации. Бизнес-единица выступает как самостоятельное юридическое лицо, что наделяет их правом пользования частью полученного дохода. При этом уровень самостоятельности бизнес-единицы определяется долей дохода, которой она может распоряжаться без согласования с корпоративным центром.

Выделение региональных бизнес-единиц позволяет сократить размерность финансового управления, выделить перспективные и неперспективные направления деятельности, выявить наиболее значимые факторы стоимости телекоммуникационной корпорации. Региональным бизнес-единицам делегируются полномочия по оперативному управлению деятельностью корпорации на

территории конкретного субъекта РФ. Бизнес-единицам соответствуют центры финансового управления.

Для центров финансового управления выбирается налоговый режим, устанавливаются принципы учетной политики. Помимо этого существует множество средств периферии: типовых договоров, отдельных правовых конструкций, методик финансово-управленческого учета и средств автоматизации. Прямые административные механизмы должны быть построены на основании общекорпоративных регламентов и управленческих договоров. Под единый общекорпоративный план подстраиваются входящие в него бизнес-единицы. Общекорпоративные планы строятся с учетом итогов деятельности и предложений бизнес-единиц.

Разделение телекоммуникационной корпорации на региональные бизнес-единицы: «МТС Россия» (оперативное управление десятью макро-регионами на территории РФ), и зарубежные бизнес-единицы, контроль над ООО «Мобильные ТелеСистемы» (Белоруссия), «УМС» (управление украинской бизнес-единицей МТС), Uzdurobita (Узбекистан) и Varash Communications Technologies (Туркменистан), K-Telecom (Армения), позволяет дифференцировать задачу управления стоимостью корпорации на подзадачи управления стоимостью каждой региональной бизнес-единицы. Такое дифференцирование основной задачи на подзадачи более низкого уровня значительно упрощает финансовое управление стоимостью корпорации, ведет к уменьшению объема исходной информации и способствует облегчению моделирования процесса финансового управления. Ключевой целью телекоммуникационной корпорации является обеспечение входящими в ее состав региональными бизнес-единицами синергии, то есть усиления взаимного действия.

Оценкой эффективности финансового реинжиниринга при этом будет выступать наличие или отсутствие синергетического эффекта — прироста стоимости телекоммуникационной корпорации.

Синергия, повышающая стоимость телекоммуникационной корпорации, вызвана следующими причинами:

- расширение номенклатуры предоставляемых услуг;
- высокая динамичность рыночных процессов, связанная с характером спроса на услуги сотовой связи;
- использование бренда корпорации;
- снижение затрат на единицу услуги в результате увеличения масштабов деятельности корпорации и др.

Только увеличение стоимости корпорации является общей целью для собственников, инвесторов и менеджеров. Если этого не происходит, то, согласно рассматриваемой концепции, корпорацию нужно дезинтегрировать, а каждой бизнес-единице предоставить статус самостоятельного хозяйствующего субъекта.

СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи в журналах и изданиях, рекомендуемых ВАК:

1. *Фокина, Е.А.* Оценка факторов дивидендной политики корпорации [Текст]/ Е.А. Фокина // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2007. – № 18(4). – 0,5 п.л.

Статьи и тезисы докладов в других изданиях:

2. *Фокина, Е.А.* Проблемы системы корпоративного управления в России: финансовый и организационный аспект [Текст]/ Е.А. Фокина // Финансовая среда предпринимательства: Сборник научных трудов. НП ИПД Авторское перо. – Волгоград, 2004. – 0,35 п.л.
3. *Фокина, Е.А.* Пути совершенствования корпоративного управления [Текст]/ Е.А. Фокина // Российское предпринимательство: проблемы и перспективы развития: Сборник научных статей. ВФ РГТЭУ; под общ. ред. В.И. Копылова. Волгоградское научное издательство. – Волгоград, 2005. – 0,23 п.л.
4. *Фокина, Е.А.* Финансовая информация консолидированной отчетности группы предприятий [Текст]/ Е.А. Фокина // Финансовый контроль и качество

управления бюджетом: Сборник научных статей. Сост. Ю.А. Козенко, Л.В. Перекрестова, С.П. Сазонов, Л.Г. Салостина / Волгоградское научное издательство. – Волгоград, 2005. – 0,35 п.л.

5. Фокина, Е.А. Финансовые эффекты слияний и поглощений в корпоративном секторе [Текст]/ Е.А. Фокина // Финансы социальной сферы: сборник научных статей. Сост. Н.М. Романенко, Л.В. Перекрестова, Е.С. Старостина. Волгоградское научное издательство. – Волгоград, 2005. – 0,29 п.л.

6. Фокина, Е.А. Оценка эмиссионной политики корпорации [Текст]/ Е.А. Фокина // Финансы как особая форма экономических отношений. Управление финансами: Сборник материалов Всероссийской научно-практической конференции. – Пенза, 2005. – 0,2 п.л.

7. Фокина, Е.А. Финансовые эффекты слияний и поглощений [Текст]/ Е.А. Фокина // Молодежь и экономика: новые идеи и решения I Васюнинские чтения: материалы межвузовской конференции аспирантов и студентов. Издательство ВГСХА. – Волгоград, 2005. – 0,18 п.л.

8. Фокина, Е.А. Современные проблемы формирования оптимальной структуры капитала телекоммуникационных корпораций [Текст]/ Е.А. Фокина // Эффективное управление региональной экономикой. Тезисы докладов международной научно-практической конференции. Издательство Принт-К. – Киров, 2006. – 0,2 п.л.

9. Фокина, Е.А. Финансовая стратегия управления стоимостью корпорации [Текст]/ Е.А. Фокина // Молодежь и экономика: новые идеи и решения: материалы всероссийской научно-практической конференции молодых исследователей. Волгоградское научное издательство. (Волгоград, 17-19 мая 2006 г.). – Волгоград, 2007. – 0,23 п.л.

10. Фокина, Е.А. Финансовый реинжиниринг телекоммуникационной корпорации [Текст]/ Е.А. Фокина // Вопросы экономических наук. – Москва, 2008. – № 1. – 0,37 п.л.

102

Подписано в печать 30.04. 2008 г. Формат 60×84/16.
Бумага офсетная. Гарнитура Times. Усл. печ. л. 1,2.
Тираж 100 экз. Заказ 533.

Волгоградское научное издательство
400011, Волгоград, ул. Электrolесовская, 55.