Алексеев Денис Анатольевич. Формирование финансового механизма фундаментальной капитализации компаний : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Алексеев Денис Анатольевич; [Место защиты: Байкал. гос. ун-т экономики и права].- Иркутск, 2010.- 247 с.: ил. РГБ ОД, 61 10-8/2075

**Содержание к диссертации**

Введение

1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ПРЕДСТАВЛЕНИЯ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИИ 10

1.1. Понятие и виды капитализации компании 10

1.2. Подходы к пониманию финансового механизма 27

1.3. Системное представление финансового механизма капитализации компании 39

2. АНАЛИЗ ДИНАМИКИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ И ТИПОЛОГИЯ МЕХАНИЗМОВ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ 57

2.1. Ретроспективный анализ динамики показателей капитализации российских компаний 57

2.2. Анализ влияния финансового кризиса на капитализацию компаний в России и за рубежом 77

2.3. Типология механизмов капитализации компаний 93

3. МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ФОРМИРОВАНИЮ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА ФУНДАМЕНТАЛЬНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ 115

3.1. Выделение функциональных элементов биржевого и спекулятивного финансовых механизмов капитализации компаний 115

3.2. Схематизация финансового механизма фундаментальной капитализации компаний 130

3.3. Прикладные аспекты организации финансового механизма фундаментальной капитализации компаний 144

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 167

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ 172

Приложения 187

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Становление акционерной собственности в России в последнее десятилетие породило необходимость в адекватной оценке стоимости компаний (величины капитализации). Высокая величина капитализации компании становится критерием оценки эффективности работы менеджмента, показателем надежности и финансовой устойчивости компании, наличия перспектив в будущем. В силу указанных причин, для многих компаний целью деятельности становится повышение величины своей капитализации, что задает требования к наличию работающих механизмов обеспечения этого процесса. Среди российских компаний наиболее популярным средством достижения вышеуказанной цели стало включение их акций в торги на фондовой бирже, в предположении, что фондовый рынок способен дать объективную и обоснованную оценку величины капитализации компании.

Вместе с тем, в литературе не раз ставился вопрос о недооценке российских компаний в сравнении с их западными аналогами вследствие неразвитости отечественного фондового рынка. В попытках устранить этот недостаток крупные компании с переменным успехом использовали такие способы, как: включение своих акций в торги на зарубежных фондовых площадках (замедляя тем самым расширение числа финансовых инструментов, обращающихся на российском рынке акций), повышение прозрачности деятельности, переход на международные стандарты отчетности и т.п.

Мировой финансовый кризис, затронувший российскую экономику в середине 2008 года, привел к падению капитализации и без того недооцененных российских компаний в среднем в четыре раза, тогда как западные компании потеряли не более половины стоимости. Снижение капитализации компаний стало причиной убытков многих инвесторов, доверие к фондовому рынку было подорвано. Многие компании, получившие за рубежом кредиты под залог собственных акций, были поставлены перед выбором: либо досрочного погашения

4 задолженности (что могло бы нанести ущерб текущей производственной деятельности), либо смены собственников доли акционерного капитала.

Финансовый механизм обеспечения капитализации компаний, основанный на биржевых спекуляциях акциями, оказался не в состоянии поддерживать устойчивый рост стоимости компаний. Более того, особенности функционирования рынка акций в России лишь усугубили негативные последствия финансового кризиса, выразившиеся в сильнейшем обесценении компаний. Одной из трудностей преодоления этой ситуации является отсутствие научных исследований, направленных не на выявление закономерностей изменения величины компании в зависимости от разных факторов (начиная от показателей отчетности компании и до политической обстановки в стране), а на разработку финансовых механизмов наращивания стоимости компаний, зависящего не от спекуляций, а от усилий самих компаний.

Необходимость организации финансового механизма, адекватного задаче устойчивого повышения капитализации российских компаний, обусловила актуальность темы диссертационного исследования.

Степень разработанности проблемы. В ходе работы над диссертацией автором были использованы труды следующих ученых, исследовавших понятие капитализации: А.Е. Абрамова, Д.А. Волошина, Е.В. Гальцевой, А. Костина, Т.А. Маловой, П.В. Малиновского, Я.М. Миркина, В. Недельского, А.И. Не-клессы, СБ. Переслегина, Л.В. Полежаровой, Д.Л. Ревуцкого, В.М. Руггайзера, Г.И. Хотинской, КС. Царихина, СБ. Чернышева, Л.В. Юдкиной и других.

Диссертантом также были изучены труды, содержащие различные подходы к понятию финансового механизма: Ю.М. Березкина, А.П. Дидович (Кире-енко), В.П. Иваницкого, М.А. Песселя, В.И. Самарухи, В.К. Сенчагова и других.

В диссертационном исследовании активно использовался инструментарий системо-деятельностной методологии, описанный в трудах В.Я. Дубровского, П.В. Малиновского, СВ. Попова, СБ. Чернышева, Г.П. Щедровицкого, П.Г. Щедровицкого.

В анализируемых трудах указанных выше авторов капитализация представлена преимущественно как объективное явление, впрямую не зависящее от человеческой активности (деятельности). В то же время способы целенаправленного воздействия на изменение величины капитализации компании, проблемы организации специальных финансовых механизмов, обеспечивающих это воздействие, в литературе изучены явно недостаточно.

Понятие финансового механизма, представленное в научной литературе, рассматривается преимущественно в отрыве от обеспечиваемых им процессов. Такое представление не позволяет использовать понятие финансового механизма инструментально — в качестве средства обеспечения процесса капитализации компаний. Это создает трудности при попытках организовать процесс капитализации компаний, который характеризовался бы устойчивым ростом и возможностью влияния на него самих компаний.

Все это и предопределило выбор темы, цель и задачи, а также структуру диссертационной работы.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является разработка финансового механизма, позволяющего обеспечивать рост величины капитализации российских компаний за счет производства потребительских благ (товаров, работ, услуг) с добавленной стоимостью.

Постановка данной цели потребовала решения следующих задач: проанализировать и дополнить понятие «капитализация компании»; ввести системное представление финансового механизма, обеспечивающего процесс капитализации компаний; провести анализ показателей капитализации российских компаний, акции которых обращаются на фондовых биржах; выделить действующие типовые (в т.ч. финансовые) механизмы обеспечения процессов капитализации компаний; проанализировать работу финансового механизма капитализации компаний, акции которых обращаются на фондовых биржах; сформулировать предложения по организации альтернативного финансо- вого механизма капитализации российских компаний, основанного на производстве потребительских благ с добавленной стоимостью.

Область исследования. Исследование проведено по специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» Паспорта специальностей ВАК (экономические науки) в рамках разделов: 3.8. Формирование эффективной системы проектного финансирования; 7.3. Теоретические и методологические вопросы оценки рыночной стоимости фирмы.

Объект исследования - стоимость российских компаний.

Предмет исследования - финансовые механизмы, обеспечивающие процессы капитализации российских компаний.

Теоретическая и методологическая база исследования. Диссертационное исследование базируется на принципах деятельностного и системного подходов и теории организации.

Теоретические исследования диссертационной работы основаны на работах отечественных и зарубежных ученых, посвященных изучению понятий капитала, капитализации и финансового механизма. Системные представления финансового механизма капитализации компаний базируются на отечественных разработках методологии деятельности.

Методы исследования. Основными методами исследования, применявшимися в диссертационном исследовании, являются системный анализ, методы перекрестного противопоставления, схематизации и теоретических обобщений.

Эмпирической базой исследования послужили материалы Госкомстата России, Рейтингового агентства «Эксперт», Министерства финансов РФ, Центрального банка РФ, Федеральной службы по финансовым рынкам, отчеты фондовых бирж РТС и ММВБ, аналитические издания PBN Company и World Federation of Exchanges, годовые отчеты российских компаний, периодические издания, данные сети Интернет, а также данные, полученные автором самостоятельно.

Наиболее существенные научные результаты, полученные автором:

1. На основе системо-деятельностного подхода предложено структурно-

7 функциональное описание финансового механизма капитализации компании;

Выявлены тенденции влияния мирового финансового кризиса и спекулятивных операций РЕПО на негативную динамику капитализации российских компаний;

Выделено функциональное устройство финансового механизма капитализации компаний, акции которых обращаются на фондовой бирже;

Разработано устройство финансового механизма, обеспечивающего рост величины капитализации российских компаний за счет производства потребительских благ (товаров, работ, услуг) с добавленной стоимостью;

Предложены практические рекомендации по организации финансового механизма фундаментальной капитализации российских компаний.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в обосновании методического подхода к формированию финансового механизма фундаментальной капитализации компаний. Элементы научной новизны:

Уточнено понятие капитализации компании как процесса изменения стоимости, обеспеченного действием связанного с ним финансового механизма;

Дано системо-деятельностное представление финансового механизма, обеспечивающего процесс капитализации компании;

С использованием средств деятельностного подхода построена типология механизмов, обеспечивающих процессы капитализации компаний;

Сформулирован принцип организации финансового механизма капитализации компании, основанного на производстве потребительских благ (товаров, работ, услуг), обладающих добавленной стоимостью.

Практическая значимость работы заключается в возможности использования полученных результатов при организации финансовых механизмов, обеспечивающих рост величины капитализации российских компаний, в том числе за счет производства потребительских благ (товаров, работ, услуг) с добавленной стоимостью.

Апробация работы. Основные положения и результаты диссертационного

8 исследования докладывались и обсуждались на ежегодных конференциях ППС, докторантов, аспирантов, магистрантов и студентов БГУЭП (Иркутск, 2007-2010 гг.), Межрегиональной научно-практической конференции «Перспективы развития финансово-кредитных и учетно-аналитических систем в РФ» (Кемерово, 2007 г.), Международной научно-практической конференции «Кризис экономической системы как фактор нестабильности современного общества» (Саратов, 2009 г.), Международной научно-практической конференции «Проблемы взаимодействия теории и практики при решении социально-экономических задач в условиях глобального кризиса» (Саратов, 2010 г.), Пленарном заседании 21-й ежегодной научной конференции аспирантов и их научных руководителей БГУЭП (Иркутск, 2010 г.).

Автор принимал участие в разработке научно-исследовательских тем кафедры финансов БГУЭП, внесенных в Целевую комплексную программу научных исследований и инновационных разработок БГУЭП на 2008-2012 гг.: «Финансы меняющегося общества: теория и методология», «Развитие финансовых методов управления предприятием» (per. № 0120.0 810208).

Представленные в работе результаты используются в учебном процессе Байкальского государственного университета экономики и права при преподавании дисциплин «Финансовый менеджмент» и «Оценка стоимости бизнеса».

Публикации. По теме диссертационного исследования опубликовано 12 статей общим объемом 3,81 п.л. (весь объем авторский), в том числе две статьи объемом 0,62 п.л. в ведущих рецензируемых научных журналах и изданиях перечня Высшей аттестационной комиссии России.

Структура работы. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы из 169 наименований и приложений. Диссертация изложена на 169 страницах машинописного текста, включающего 24 таблицы и 26 рисунков. Приложение состоит из 5 наименований, изложенных на 61 страницах, включает 11 таблиц и 2 рисунка.

Во введении дается обоснование выбранной темы исследования, поставлены цели и задачи, сформулирована теоретическая и практическая значимость

9 работы, выделены основные элементы научной новизны, приведены данные об апробации результатов исследования.

В первой главе проведен анализ точек зрения разных авторов на содержание понятий «капитализация» и «финансовый механизм», обосновывается применение категорий «процесс-механизм» при их изучении, предложено использование системного подхода II (деятельностная версия) для более эффективного исследования и организации финансовых механизмов, обеспечивающих процесс капитализации компании с заданными условиями.

Во второй главе проведен ретроспективный анализ динамики показателей капитализации российских компаний с выделением структурных особенностей обеспечивающего их финансового механизма; исследовано влияние мирового финансового кризиса на величину капитализации российских компаний и выявлены негативные особенности спекулятивного финансового механизма, состоящие в подверженности воздействиям внешних факторов; типологизирова-ны существующие финансовые механизмы обеспечения процесса капитализации компаний.

В третьей главе на основании системного подхода проведен анализ финансового мехнизма капитализации, действующего за счет спекуляций с акциями компаний на фондовой бирже; выделено функциональное устройство этого механизма; показано отсутствие связи изменения величины капитализации компаний с их производственной деятельностью; сформулирован принцип действия финансового механизма фундаментальной капитализации, который бы позволял компаниям наращивать капитализацию в привязке к производству потребительских благ (товаров, работ, услуг) с добавленной стоимостью; даны предложения по практической организации финансового механизма фундаментальной капитализации российских компаний.

В заключении сделаны выводы и сформулированы основные результаты диссертационного исследования.

В приложениях приведен статистический материал, послуживший основой для анализа, проведенного в рамках диссертационной работы.

## Понятие и виды капитализации компании

В современной литературе, посвященной вопросам финансовой теории и практики, понятие «капитализация» употребляется достаточно часто. Оно применяется по отношению к компаниям, к активам и, в последнее время, к регионам. Главной особенностью, которую можно выделить при анализе этих работ, является придание разных смыслов этому понятию. В этом случае следует детально разобраться со всеми возможными употреблениями интересующего нас понятия и в целях диссертационного исследования объединить эти смыслы, сформулировав общее понятие «капитализации компании».

Наиболее обыденный на сегодняшний день смысл, присущий понятию «капитализация» — это рыночная стоимость компании. Так данное понятие используется в контексте работ, посвященных вопросам фондового рынка. Обычно для уточнения того, что речь идет о капитализации именно в этом смысле, применяется определение «рыночная капитализация». Приведем лишь одно из множества подобных определений рыночной капитализации: это «стоимость компании, определяемая рыночной ценой ее выпущенных и находящихся в обращении обыкновенных акций» [8, с. 51]. Часто само определение рыночной капитализации подменяется способом ее расчета: произведение рыночной цены одной акции на общее количество выпущенных компанией акций [8, с. 51; 26, с. 40; 161, с. 23].

Д.Л. Ревуцкий в своих работах [104; 105] делает попытку отличить понятия «стоимость», «цена», «капитализация» и «оценка» друг от друга. В результате, он предлагает схожую трактовку рассматриваемого нами понятия: «для акционерных обществ, акции которых котируются на фондовой бирже, действительная стоимость этих бизнес-структур считается равной биржевой (бумажной) стоимости таких компаний. В качестве синонима бумажной стоимости публичных акционерных обществ почти всегда используют термин «капитализация» [105, с. 29].

В приведенной цитате автор, между прочим, сужает действие данного понятия только до публичных акционерных обществ, тем самым, отвергая наличие капитализации закрытых компаний, а тем более прочих объектов.

Сведение понятия «капитализация» к рыночной стоимости компании, величина которой рассчитывается произведением биржевой цены акции на их количество, неизбежно влечет вопрос о том, можно ли говорить о капитализации компании, акции которой не размещены на бирже, либо вообще не являющейся акционерным обществом?

В работах Г.И. Хотинской [136; 137] выделяется несколько видов капитализации, но при этом не дается общего определения. Во-первых, ею рассматривается так называемая «реальная капитализация», которая возникает в результате увеличения собственного капитала. «Если... предприятие реинвестирует прибыль, направляя ее на пополнение внеоборотных активов... и оборотных активов..., происходит реальная капитализация, выражающаяся в увеличении реальной стоимости имущества» [137, с. 2].

Стоит отметить, что бухгалтерская прибыль может и не иметь денежной формы, а являться, например, результатом продажи продукции в долг. В таком случае прибыль становится источником финансирования прироста дебиторской задолженности и о приросте стоимости имущества, а тем более, о реальной капитализации, не будет идти и речи.

## Ретроспективный анализ динамики показателей капитализации российских компаний

В постсоветской России возможность расчета показателя рыночной капитализации компаний возникла только после того, как сложились два необходимых для этого экономических института: во-первых, акционерная форма собственности, и, во-вторых, фондовые биржи, на которых бы обращались акции акционерных обществ.

Первые акционерные общества в современной России стали появляться за несколько лет до провозглашения рыночной экономики. Первым прецедентом считается акционирование Львовского производственного объединения «Конвейер» в 1986-1987 гг. [15]. Выпущенные акции могли быть приобретены только работниками предприятия за счет личных сбережений, либо за счет средств фонда материального поощрения. Однако акции «Конвейера» нельзя было продать, что противоречило функции этого финансового инструмента - давать возможность держателю акции в любое время извлечь вложенные в нее деньги. Но, несмотря на это, акционирование «Конвейера» стало «спусковым крючком» для появления в стране новых акционерных обществ. До 1991 года были акционированы, например, такие государственные предприятия как «Научные приборы» и «КамАЗ».

Массовое появление первых акционерных обществ в России во многом связано с процессами приватизации, происходившими в стране в 1990-е годы. Согласно программе приватизации, крупные государственные предприятия должны были быть преобразованы в акционерные общества открытого типа13 с последующей передачей акций в частную собственность либо посредством выкупа работниками, либо через ваучерные аукционы. «Публичность» создаваемых акционерных обществ была во многом условной, поскольку акции размещались в такой последовательности: закрытая подписка работников на акции, затем оставшиеся акции продавались на ваучерном аукционе, и последними право на приобретение акций получали внешние инвесторы.

Особенности акционирования предприятий наложили отпечаток на дальнейшую оценку рыночной стоимости этих компаний. Чтобы определить количество выпускаемых акций, балансовая стоимость активов делилась номинал одной акции [12, с. 61]. При этом использовалась балансовая стоимость активов, зафиксированная на 1 июля 1992 года, и до 1995 года эта величина не пересматривалась [11, с. 106]. Приватизируемые предприятия оказались недооценены во много раз по причине того, что балансовая стоимость их имущества не соответствовала рыночной стоимости аналогичного имущества вследствие высоких темпов инфляции в тот период времени . И чем позднее проводилась приватизация, тем сильнее было это несоответствие.

Если бы имущество оценивалось, например, с позиции будущих выгод, которые оно может принести, то его стоимость была бы намного выше. Для акционеров недооценка активов означала сокращение базы для начисления дивидендов, что снижало для них и стоимость акций. На протяжении 1990-х годов проводились множественные переоценки стоимости основных средств с целью довести балансовую стоимость имущества предприятий до ее рыночной стоимости. Такие действия вели к появлению в источниках капитала компании элемента «добавочный капитал», который по существу создавался лишь для уравнивания сторон бухгалтерского баланса.

## Выделение функциональных элементов биржевого и спекулятивного финансовых механизмов капитализации компаний

Объяснить динамику капитализации российских компаний, приведенную в главе 2 можно, лишь выявив механизм, который осуществляет этот процесс. Но прежде следует обратить внимание на механизм установления котировок акций, который действует на фондовой бирже (биржевой механизм определения величины капитализации), поскольку именно его работа заложена в основу ныне действующего механизма изменения капитализации компаний (спекулятивного механизма).

На наш взгляд, механизм установления цены акции в ходе биржевых торгов является попыткой реализации идеального представления о том, что цена любого товара зависит от спроса и предложения на него.

В соответствии со статьей 12 федерального закона «О рынке ценных бумаг» торги на бирже осуществляются специализированными финансовыми институтами (профессиональными участниками рынка ценных бумаг): брокерами, дилерами, доверительными управляющими и Центральным банком Российской Федерации. Все остальные лица могут совершать сделки только при посредничестве брокеров [3]. Количество участников торгов на фондовой бирже ограничено. К ним предъявляются жесткие требования по величине капитала, квалификации сотрудников и т.п., поскольку от них зависит весь процесс торговли на бирже. Если брокер совершит ошибочную операцию, то в результате его клиент может лишиться своих денег.

Процесс торговли начинается с того, что клиенты подают поручения на покупку либо продажу акций своим брокерам. Поручение должно содержать такие реквизиты как:

- количество акций;

- цену исполнения;

- срок действия поручения;

- биржу, на которой следует исполнить поручение

- и другие менее значимые реквизиты [133, с. 52-54].

Все поручения можно разделить по указываемой в них цене:

1. Не лимитированные поручения — это такие поручения, которые должны быть исполнены по наилучшей из существующих цен: наименьшей для поручения на покупку, и наибольшей для поручения на продажу.

2. Лимитированные поручения содержат ограничение на цену исполнения. Такие заявки исполняются либо по указанной в них цене, либо по наиболее благоприятной. Следовательно, заявки на покупку акций будут удовлетворяться не выше указанной цены (если брокер купит акции дешевле, чем указано в поручении, то это благоприятно для клиента), а заявки на продажу — не ниже указанной цены (если брокер продаст акции дороже, чем указано в поручении, то это благоприятно для клиента).

3. Существуют еще так называемые «стоп-приказы» - поручения, в которых указывается, что акции следует купить или продать при достижении ими указанной цены.

До того, как биржевая торговля была автоматизирована, брокеры передавали поручения биржевому маклеру. На сегодняшний день схожую функцию выполняет так называемый «биржевой стакан» - электронная таблица, содержащая все неисполненные на текущий момент поручения на покупку или продажу акций.

До автоматизации торговли функция маклера заключалась в сборе всех поручений на покупку и продажу от брокеров и в дальнейшем установлении на их основе рыночной цены акций, по которой и будут исполняться поручения. Все поступившие поручения заносились маклером в единую таблицу, которая имеет следующий вид (табл. 3.1).