Мальченков Денис Михайлович. Повышение эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Мальченков Денис Михайлович; [Место защиты: Всерос. гос. налоговая акад. М-ва финансов РФ].- Москва, 2010.- 171 с.: ил. РГБ ОД, 61 10-8/1507

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические аспекты функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале 12

1.1. Мотивы функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале в экономике 12

1.2. Понятие эффективности с позиций теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации и особенности применения последней на практике 20

1.3. Понятие эффективности и сравнительная эффективность функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале 32

Глава 2. Функционирование акционерных обществ с участием государства в капитале в России на современном этапе 45

2.1. Динамика масштабов и структуры участия государства в капитале акционерных обществ в России 45

2.2. Основные проблемы функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале в России на современном этапе 60

2.3. Эффективность функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале в России на современном этапе 70

Глава 3. Направления повышения эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале с позиции приращения их стоимости 89

3.1. Описание предлагаемого подхода к расчету динамики стоимости акционерного общества с участием государства в капитале 89

3.2. Применение предлагаемого подхода в практике управления акционерными обществами с государственным участием в капитале 100

3.3. Возможности, предоставляемые предлагаемым подходом, и ограничения его использования 121

Заключение 129

Библиография 132

Приложения 150

**Введение к работе**

**Актуальность выбранной темы исследования.** Современная рыночная экономика, несмотря на страновые особенности, является по сути своей смешанной экономикой. Ни одна экономическая система, особенно это касается развитых стран, не является чисто рыночной, основанной исключительно на законе «невидимой руки» рынка. В настоящий момент не вызывает сомнений необходимость вмешательства государства в экономику. Государство закономерно рассматривается в качестве неотъемлемой составной части экономической системы, рынок и государственное регулирование являются взаимодополняющими элементами современного хозяйственного механизма. Основным камнем преткновения является вопрос о степени и механизмах государственного вмешательства в экономику, функциях государства в современной экономической системе и той роли, которую государство должно играть в ней. При этом, несмотря на то что цикличность развития является неотъемлемой чертой рыночной экономики, глубина, скорость распространения и анализ причин глобального финансово-экономического кризиса 2008–2010 гг. повысили актуальность обозначенного вопроса. Налицо доказательства несовершенства, или «провала», рынка. Все без исключения государства, как экономически развитые, так и развивающиеся, увеличивают свое присутствие в экономике. В связи с этим вновь чрезвычайно актуальным стал вопрос о роли государства и механизмах эффективного функционирования государственной собственности в экономике.

По мнению многих экономистов, наилучшим показателем оценки эффективности функционирования собственности в большинстве случаев1 является прирост ее стоимости. Подход к управлению стоимостью организации, зародившийся более четверти века назад, в настоящее время занял лидирующие позиции в теории менеджмента организации. Однако на практике, по нашему мнению, имеются существенные недостатки в применении частными собственника-1 В экономике страны всегда функционируют субъекты, результаты деятельности которых характеризуются качественными категориями, в большинстве случаев не поддающимися стоимостной оценке: фундаментальная наука, вооруженные силы и т.п. В диссертационной работе рассматриваются акционерные общества, т.е. субъекты, осуществляющие свою деятельность в рыночных условиях на коммерческой основе, поэтому по отношению к ним данное утверждение представляется справедливым.

ми инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации. Такой вывод подтверждается характером финансово-экономического кризиса 2008–2010 гг. Принимаемые для его преодоления меры направлены на борьбу с последствиями кризиса, а не с его причинами. В качестве основных причин глобального финансово-экономического кризиса, по нашему мнению, можно назвать углубляющееся противоречие между размерами фиктивного и реального капитала. Все большие масштабы в мире приобретают спекулятивные операции с ценными бумагами, операции с производными финансовыми инструментами, в частности кредитными деривативами. Указанные процессы приводят к тому, что доходы будущих периодов истрачены уже сегодня, объем инвестиций в реальные активы и его динамика – одни из важнейших факторов, определяющих величину и динамику долгосрочных будущих доходов – слабо влияют на стоимость компаний на финансовом рынке, то есть возникают «финансовые пузыри».

На наш взгляд, указанный разрыв между размерами фиктивного и реального капитала на мировом финансовом рынке является следствием несовершенств, присущих рыночной экономике, а именно неполным учетом частными собственниками важнейших показателей, влияющих на стоимость организации, при использовании инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации. Сейчас при его использовании, несмотря на применение также сравнительного и затратного подходов, во главу угла ставится доходный подход, а в рамках него – размер прибыли или чистого денежного потока, генерируемого компанией. Безусловно, основой стоимости бизнеса является тот чистый денежный поток, который он способен генерировать. Однако сам по себе факт генерирования достаточных объемов денежных средств является, как нам представляется, необходимым, но недостаточным условием (фактором) роста стоимости компании. Основой стоимости компании является потенциал бизнеса, который определяется состоянием ее активов: нематериальных, основных средств и персонала, соответственно, рост стоимости бизнеса возможен только в случае роста потенциала последнего. Чистый денежный поток в таком случае

является производной от потенциала бизнеса и количественным (стоимостным) показателем данной качественной категории, а также инструментом поддержания и наращивания потенциала бизнеса, что подразумевает максимизацию его величины. Неполный учет частными собственниками важнейших показателей, влияющих на долгосрочный потенциал и стоимость организации, приводит к некорректному определению величины будущего чистого денежного потока и, следовательно, несоответствию действительного потенциала компании и ее стоимости на финансовом рынке, т.е. формированию «финансового пузыря» на уровне отдельной организации.

Использование такого инструмента государственного регулирования социально-экономических процессов и проведения социально-экономической политики, как акционерные общества с участием государства в капитале, на наш взгляд, предоставляет возможности преодолеть недостатки практического применения инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации, что позволит решить проблемы формирования в экономике «финансовых пузырей» и обеспечения ее устойчивого развития, поскольку цели и понимание эффективности функционирования организаций на государственном уровне в значительной степени отличаются от таковых на уровне частного собственника. Это определяется особенностями функционирования данного вида государственной собственности. Участие государства в капитале акционерных обществ представляет собой не только и не столько источник дохода, сколько инструмент социально-экономического регулирования и контроля, модернизации и развития экономики страны и повышения благосостояния ее граждан. Прежде всего, уровнем достижения данных целей определяется эффективность государства и, соответственно, его собственности. Глобальный финансово-экономический кризис 2008–2010 гг. только еще больше обнажил проблему необходимости государственного регулирования и контроля социально-экономических процессов.

В связи с этим выбранная тема диссертационной работы актуальна по причине (1) наличия общемировых тенденций увеличения масштабов регулирова-5

ния экономики посредством государственной собственности, (2) поиска наилучших методов и инструментов подобного регулирования и повышения эффективности функционирования государственной собственности в экономике, а также (3) необходимости корректировки применения на практике инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации, что особенно важно для целей управления акционерными обществами с участием государства в капитале в контексте выполняемых ими функций и решения поставленных задач. Обозначенная тема актуальна для России в свете необходимости модернизации и повышения конкурентоспособности отечественных организаций, повышения уровня стабильности экономики страны, вступления России в ВТО и превращения страны в одного из лидеров мировой экономики.

Таким образом, **проблема** исследования заключается в имеющей место низкой эффективности функционирования государственной собственности в экономике, заключающейся в слабой степени достижения таких целей ее функционирования, как регулирование социально-экономических процессов, и поиске наилучших методов и инструментов повышения ее функционирования.

**Степень разработанности проблемы.** Категории собственности, в том числе государственной, и эффективности ее функционирования рассматриваются экономической наукой давно и являются предметом исследований как зарубежных, так и отечественных ученых. Сущность собственности как экономической категории и вопросы эффективности ее функционирования исследовали еще К. Маркс, Дж. Милль, Д. Рикардо, А. Смит.

Позднее роль государственной собственности в экономике и проблемы взаимодействия рынка и государства рассматривались в работах таких зарубежных авторов, как Дж. Бьюкенен, Дж. М. Кейнс, П. Самуэльсон, Дж. Стиглиц, В. Танци, эксперты Мирового Банка, а среди работ отечественных экономистов по вопросам исследования категории государственной собственности, роли и эффективности ее функционирования в экономике необходимо выделить труды таких ученых, как Л.И. Абалкин, Д.В. Бакатин, В.Ф. Басаргин, И.Ю. Ваславская, С.Я. Веселовский, В.А. Виноградов, Ю.Б. Винслав, И.В. Дойников, А.Г. Зельд-6

нер, В.Л. Иноземцев, Р.И. Капелюшников, М.В. Клинова, В.И. Кошкин, В.В. Куликов, В.М. Кульков, Н.П. Лукьянчикова, Д.С. Львов, Р.Б. Новрузов, В.В. Рада-ев, А.Д. Радыгин, Б.А. Райзберг, А.В. Савченко, В.Е. Савченко, В.Б. Студенцов, В.Л. Тамбовцев, Е.П. Торкановский, К.А. Хубиев, В.А. Цветков, В.Н. Черковец, В.М. Шупыро, Л.И. Якобсон и др. В их работах дается не только глубокий анализ процессов формирования и развития государственной собственности в экономике, но и рассматриваются важные аспекты эффективности ее функционировании и управления различными структурными элементами государственной собственности. Кроме того, вопросы приватизации, динамики масштабов государственной собственности в экономике России, практические аспекты эффективности ее функционирования и современные проблемы в сфере управления государственной собственностью, помимо работ уже упомянутых авторов, рассматриваются в работах Е.В. Балацкого, А. Батяевой, И.Э. Гимади, В.В. Добро-дея, Т.Г. Долгопятовой, В. Клейнера, В.А. Конышева, П.В. Кузнецова, О. Лукашенко, Г.Н. Мальгинова, А.А. Муравьева, Ю.В. Перевалова и др.

Вместе с тем не все теоретические и практические вопросы государственной собственности, а особенно эффективности ее функционирования, исследованы глубоко и всесторонне. В частности, незаслуженно малое внимание уделялось и уделяется использованию инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации для целей повышения эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале. Несомненно, его использование сопряжено с определенными ограничениями и необходимостью проведения определенных корректировок, но вместе с тем положения теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации будут являться тем фундаментом, на основе которого целесообразно выстраивать модифицированные подходы. Среди зарубежных и отечественных авторов, разрабатывающих теорию оценки бизнеса и управления его стоимостью, можно выделить Г.Г. Азгальдова, Т.Б. Бердникову, С.В. Валдайцева, Р. Брейли, В.И. Бусо-ва, В.В. Григорьева, Г.В. Григорьеву, А.Г. Грязнову, И.А. Егерева, В.Ф. Есипова, В.В. Козлова, Е.В. Козлову, А.Н. Козырева, Ю.В. Козыря, Т. Коллера, Т. Коуп-7

ленда, В.В. Криворотова, Левиса, С. Майерса, Б.Л. Межирова, М. Миллера, Ф. Модильяни, Дж. Муррина, Ш. Пратта, А. Раппапорта, В.М. Рутгайзера, Е.Г. Сино-гейкину, Дж. Стерна, Г.Б. Стюарта, Е.Н. Тарасевича, М.А. Федотову, Д. Фридмана, Д. Фишмана и др.

**Объектом** исследования является механизм финансового взаимодействия государственных и корпоративных финансов в рамках акционерного общества с участием государства в капитале.

**Предметом** диссертационной работы выступает процесс формирования стоимости акционерных обществ с участием государства в капитале как показателя эффективности их функционирования.

**Цель и задачи исследования.**

**Цель исследования:** Разработка рекомендаций по повышению эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале на основе применения инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации с учетом специфики их функционирования в экономике.

**Задачи исследования:**

1. Изучить специфику функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале в экономике, а также связанные с ней возможности применения инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации для целей повышения эффективности их функционирования.
2. Уточнить понятие эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале на основании положений теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации, а также с учетом особых целей их функционирования в экономике.
3. Исследовать динамику масштабов и структуры участия государства в капитале акционерных обществ, основные проблемы в сфере эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале, а также осуществить оценку эффективности их функционирования в России на современном этапе с учетом степени достижения целей участия государства в капитале акционерных обществ.

4. Предложить практические пути повышения эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале на основе инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации.

**Теоретико-методологическую основу** проведенного исследования составляет комплексный, системный подход к решению поставленных задач, основанный на достижениях отечественной и зарубежной экономической мысли.

В ходе решения исследовательских задач применялись труды отечественных и зарубежных ученых, перечисленных выше, посвященные проблемам реформирования отечественной экономики, разгосударствления собственности, повышения эффективности функционирования государственной собственности, практического применения методов оценки бизнеса и подхода к управлению организацией, основанного на приращении ее стоимости, а также вопросам преобразования социально-экономических отношений в стране в целом.

При обработке фактического материала использовались такие исследовательские методы, как классификация и группировка, статистический, экономический и финансовый анализ, экономико-математические методы, применение которых позволило обеспечить необходимую степень глубины и универсальности исследования, обоснованность проведенного анализа, теоретических выводов и разработанных предложений.

## Мотивы функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале в экономике

Вопрос о мотивах функционирования в экономике страны акционерных обществ с участием государства в капитале неразрывно связан с более глобальным вопросом о функциях и роли государства в экономике. Данное мнение основано, прежде всего, на том, что при рассмотрении любого вида государственной собственности возникает извечный вопрос о самой необходимости вмешательства государства в экономику.

И рынок, и государство являются несовершенными институтами. Объективное существование провалов рынка и провалов государства обусловливает необходимость при принятии решений исходить из того, будет ли та или иная функция лучше выполнена государством или рынком. При формировании социально-экономической политики следует сопоставлять возможные провалы рынка при отсутствии государственного вмешательства в рыночный процесс с возможными провалами государства. Возникает неизбежность переплетения государственного и рыночного механизмов регулирования, взаимосвязи командно-административной, плановой и рыночной экономики, т.е. функционирования смешанной модели экономики. «Развитие, опирающееся на доминирующую роль государства, потерпело неудачу, — пишут в Отчете о мировом развитии эксперты Всемирного банка. - Но аналогичный результат будет итогом развития без государства — этот вывод абсолютно ясно следует из агонии, которую пережил народ при коллапсе таких государств, как Либе-рия и Сомали» . История учит, что без вмешательства государства устойчивое экономическое и социальное развитие страны невозможно. Эволюция моделей государственного регулирования в зарубежных странах показывает, что идет поиск оптимального соотношения хозяйственных свобод и государственного регулирования. Иными словами, идет перераспределение ответственности между государственным и частным секторами: с одной стороны, происходит либерализация экономики в странах с сильным государственным сектором, с другой — растет роль и влияние государства в странах с либеральной моделью экономики3.

Сложился ряд основных признаков, которые характеризуют рыночную систему смешанного типа в современных условиях. Среди них следует отметить смешанные формы собственности, сочетание различных типов предпринимательской деятельности, развитие конкуренции, повышение экономической роли государства .

Хозяйствующие субъекты со смешанной формой собственности обладают потенциалом для разрешения противоречий, имманентных рыночной системе хозяйствования: между ориентацией на текущую конъюнктуру рынт ка и долгосрочными целями развития экономики, ее ключевых отраслей и региональных формирований, между мотивами прибыльности и социальной эффективности. Такая возможность обеспечивается тем, что государством, как правило, устанавливаются определенные ориентиры (экономические, социальные, экологические), достижение которых включает действие разнооб- разных льгот: по налогам, кредитам и других. Такие организации, являясь полностью погруженными в рыночные условия, имея коммерческие цели и в то же время находясь в поле действия экономических интересов государства, позволяют последнему с гораздо меньшим запаздыванием и издержками, чем при использовании традиционных форм государственного регулирования, отслеживать изменения в механизме предпринимательской деятельности и вносить коррективы в экономические и правовые условия ее осуществления.

## Динамика масштабов и структуры участия государства в капитале акционерных обществ в России

Генезис смешанной частно-государственной формы собственности в российской экономике в ходе рыночных реформ 1990-х годов оказался связан с многочисленными ограничениями на приватизацию, содержавшимися в Государственных программах приватизации 1992, 1993, 1994 гг., которые при всей своей радикальности допускали закрепление в государственной собственности контрольных пакетов акций целых категорий приватизируемых государственных предприятий и выпуск «золотой акции», особой ценной бумаги, позволявшей государству оказывать влияние на деятельность приватизируемых предприятий. Перечни видов деятельности, в отношении которых государство сохраняло имущественный контроль, неоднократно менялись. В отдельных случаях сохранение государственного имущественного контроля было составной частью политики реструктуризации целых отраслей экономики.

Количественный анализ возникновения акционерных обществ с участием государства в капитале в ходе приватизации 1990-х - начала 2000-х годов показывает следующее47:

закрепление пакета акций как способ сохранения имущественного контроля получил большее распространение по сравнению с использованием специального права - «золотой акции»;

наибольшее количество компаний с сохранением государственного имущественного контроля собственности появилось в 1994 г., в последующие годы наблюдалось постоянное сокращение числа таких организаций, за исключением 1998 - 1999 гг., когда количество открытых акционерных обществ с пакетом акций, закрепленным в государственной и муниципальной собственности, выросло по сравнению 1997 г.; если исходить из доли акционерных обществ с участием государства в капитале в общем количестве созданных в ходе приватизации акционерных обществ, то можно констатировать, что в целом наблюдался рост удельного веса организаций с закрепленным пакетом акций (хотя он не был постоянным и в отдельные годы величина этого показателя падала); удельный вес организаций, имеющих «золотую акцию», также рос в 1994 - 1995 гг., но затем стал постоянно снижаться (исключением был 1999 г.); зонами значительно большего, чем в среднем в экономике, сохранения государственного участия в акционерном капитале стали топливно-энергетический комплекс, машиностроение, транспорт, связь, торговля, жилищно-коммунальное хозяйство и отрасли социальной сферы, что в принципе (за исключением торговли) соответствует положениям приватизационных программ; межрегиональные различия в степени сохранения государственного контроля над создаваемыми акционерными обществами в период после массовой приватизации определялись, прежде всего, специализацией экономики региона в рамках единого народнохозяйственного комплекса бывшего СССР и статусом субъектов Федерации, позволившим руководству ряда бывших автономий и Москвы повлиять на реализацию общероссийской приватизационной модели в сторону сохранения более высокой степени имущественного контроля над корпоративным сектором на своих территориях;

## Описание предлагаемого подхода к расчету динамики стоимости акционерного общества с участием государства в капитале

Описанный выше и в Приложении 3 подход к определению стоимости компании широко применяется на практике. При этом, как видно из алгоритма оценки, на основании ретроспективных данных о деятельности компании определяется долгосрочная тенденция изменения чистого денежного потока, которая затем используется для определения стоимости компании и ее динамики по формуле Гордона. Новизна предлагаемого в настоящей работе подхода к определению стоимости компании заключается в том, что, по нашему мнению, использование полученного значения темпов долгосрочного прироста чистого денежного потока при оценке стоимости компании и ее динамики корректно только при сохранении достигнутого состояния (потенциала) оцениваемой компании в долгосрочной перспективе. Необходимо введение в алгоритм оценки стоимости компании дополнительных факторов стоимости и их нормативных значений, на основании которых можно было бы судить об изменении потенциала бизнеса компании и соответствующим образом корректировать долгосрочные темпы роста генерируемых ею чистых денежных потоков91, а соответственно, и величину стоимости компании и темпы ее изменения. В случае с оценкой эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале подобный подход позволит повысить эффективность их функционирования, поскольку принимаемые представителями государства на основе предлагаемого подхода управленческие решения будут способствовать достижению указанных в Параграфе 1.3 целей участия государства в капитале организаций, а именно модернизации и повышению конкурентоспособности компаний с государственным участием и через них экономики в целом.

На основе сделанных замечаний, приведем расчет стоимости компании и ее динамики с учетом факторов, характеризующих изменение потенциала организации. В качестве одного из показателей, характеризующих потенциал организации, нами была выбрана степень износа основных фондов в организации, поскольку состояние основных фондов, на наш взгляд, в очень сильной степени определяет долгосрочные перспективы компании.

На основе данных таблицы 14 можно выделить характер зависимости (например, линейный) изменения степени износа основных фондов организации от коэффициента инвестирования в основной капитал (табл. 15 и рис. 19), определяемого как отношение величины инвестиций в основной