

*На правах рукописи*

**МАЛЬЧЕНКОВ ДЕНИС МИХАЙЛОВИЧ**

**ПОВЫШЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ  
ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ  
С УЧАСТИЕМ ГОСУДАРСТВА В КАПИТАЛЕ**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Москва, 2010

Работа выполнена на кафедре государственного и муниципального управления  
Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов  
Российской Федерации

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор  
**Межиров Борис Леонидович**

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор  
**Новрузов Роман Беглярович;**

кандидат экономических наук, профессор  
**Сребник Борис Владимирович**

Ведущая организация: **Государственный университет управления**

Защита состоится «02» марта 2010 г. в 12<sup>00</sup> часов на заседании совета по защите докторских и кандидатских диссертаций Д 226.003.01 при Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации по адресу: 109456, Москва, 4-й Вешняковский пр-д, д. 4, ауд. 113.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации.

Автореферат разослан «30» января 2010 г.

Ученый секретарь  
совета по защите докторских и  
кандидатских диссертаций,  
кандидат экономических наук

В.М. Смирнов

# I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**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 случаев<sup>1</sup> 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-

---

<sup>1</sup> 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-

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-

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. Радаев, 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 функционирования 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. Добродея, 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. Бусова, В.В. Григорьева, Г.В. Григорьеву, А.Г. Грязнову, И.А. Егереву, В.Ф. Есипова, В.В. Козлова, Е.В. Козлову, А.Н. Козырева, Ю.В. Козыря, Т. Коллера, Т. Коуп-

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. Синогейкину, 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.

**Содержание** диссертационной работы **соответствует** пунктам 7.2 «Теоретическое и методологическое обоснование подходов к оценке собственного капитала организаций и их активов» и 7.3. «Теоретические и методологические вопросы оценки рыночной стоимости фирмы» раздела 7 «Оценочная деятельность» специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит Паспорта специальностей Высшей аттестационной комиссии Министерства образования и науки Российской Федерации.

**Информационная база исследования.** В процессе исследования проблемы автором были изучены и критически проанализированы многочисленные источники, в том числе законодательство Российской Федерации, материалы Федеральной службы государственной статистики Российской Федерации, а также

статистические материалы, содержащиеся в отдельных исследованиях, научные статьи, монографии, информационные и методические материалы.

**Основные результаты исследования, обладающие научной новизной.**

На основании решения соответствующих задач исследования были получены следующие основные результаты диссертационной работы, обладающие научной новизной:

1. Сформулированы основные особенности применения инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации для целей повышения эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале, доказывающие актуальность и необходимость такого применения, в том числе, в свете анализа причин мирового финансово-экономического кризиса 2008–2010 гг.

2. Уточнено понятие эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале, и на его основе предложен подход к ее оценке, для чего был введен механизм нормирования значений показателей деятельности акционерного общества, характеризующих достижение целей участия государства в его капитале.

3. Показано, что тенденция увеличения доли участия государства в капитале акционерных обществ в России не сопровождается структурной перестройкой российской экономики и снижением в ней негативных явлений, что иллюстрируется динамикой показателей, характеризующих достижение целей участия государства в капитале акционерных обществ.

4. Разработан механизм практического применения инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации, позволяющий повысить эффективность функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале с учетом специфики выполняемых ими в экономике функций и решения поставленных задач.

**Научно-практическая значимость работы** состоит в том, что в работе предложен применимый на практике механизм использования инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации, позволяющий

повысить эффективность функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале на основе более корректного прогнозирования изменения их стоимости и принятия на его основе эффективных управленческих решений, направленных на достижение целей государства.

Кроме того, в работе предложен механизм нормирования показателей, характеризующих достижение поставленных государством целей участия в капитале акционерных обществ и, соответственно, динамику их стоимости.

Также представленные в работе теоретические выводы и предложения, авторский анализ роли государства как эффективного собственника, пример механизма практического использования инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации могут послужить для дальнейших теоретических и прикладных разработок проблем в данной области.

**Апробация диссертационной работы и внедрение результатов исследования.** Основные научные положения, результаты и выводы, сформулированные в диссертации, методические рекомендации автора докладывались на научно-практических конференциях:

1. Международной научно-практической конференции «Инновационные приоритеты развития бизнеса: региональный аспект» (Элиста, Калмыкия, 26–27 сентября 2008 г.);
2. Региональной научно-практической конференции с международным участием «К единству России: аспекты регионального и национального взаимодействия» (Элиста, Калмыкия, 15 мая 2009 г.);
3. Пятой Всероссийской научно-практической конференции «Научное, экспертно-аналитическое и информационное обеспечение национального стратегического проектирования, инновационного и технологического развития России» (Москва, ИНИОН РАН, 28–29 мая 2009 г.);
4. «Макро- и микроэкономика: теория и практика» (Караганда, Казахстан, 2 сентября 2009 г.);
5. Ежегодной научно-практической конференции с международным участием «Демидовские чтения – Тула, 2009» (Тула, 15–16 сентября 2009 г.)

и были опубликованы.

Результаты выполненного исследования апробированы в процессе преподавания дисциплин «Инвестиции» и «Инвестирование» во Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации (в рамках тем, связанных с вопросами государственных инвестиций и государственно-частного партнерства) и внедрены в практику работы Государственной корпорации «Ростехнологии» и ее дочерних организаций (как подход к управлению и повышению эффективности функционирования акционерных обществ, пакеты акций которых переданы в собственность Государственной корпорации «Ростехнологии»).

### **Публикации.**

Различные аспекты исследуемой проблемы нашли свое отражение в научных статьях автора. Всего по теме диссертации опубликовано 11 работ общим объемом 6,0 п.л. Список публикаций приведен в конце автореферата.

**Структура и объем** диссертационной работы были определены в соответствии с необходимостью решения поставленных научных задач. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, 4 приложений и содержит 36 таблиц и 38 рисунков.

## **II. ОСНОВНЫЕ НАУЧНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ**

**1. Сформулированы основные особенности применения инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации для целей повышения эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале, доказывающие актуальность и необходимость такого применения, в том числе, в свете анализа причин мирового финансово-экономического кризиса 2008–2010 гг.**

В диссертации предлагается в качестве способа повышения эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале использовать инструментарий теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации, а именно методы доходного подхода. Данная рекомендация сделана постольку, поскольку в современных условиях динамика стоимости рассматривается в качестве наилучшего показателя эффективности деятельности компании. При этом указывается, что применение данного инструментария в обозначенном качестве имеет некоторые особенности, заключающиеся в следующем.

Во-первых, в отличие от полностью частных, целями функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале в российской экономике являются, прежде всего, способствование модернизации и развитию экономики, повышению ее потенциала и конкурентоспособности.

Во-вторых, основоположники теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации выделяли основные показатели ее деятельности, которые определяют динамику стоимости компании, – факторы стоимости. В силу наличия у акционерных обществ с участием государства в капитале специфических целей функционирования, указанных выше, на первый план выходят показатели, которые должны характеризовать достижение данных целей, а именно процесс модернизации экономики страны, рост ее конкурентоспособности, внедрение инноваций и т.п. Такими показателями могут быть коэффициент инвестирования в основной капитал; коэффициент инвестирования прибыли в инновации, НИ-ОКР (или другие виды активов); коэффициент инвестирования средств, привле-

ченных на финансовом рынке и др.

В-третьих, по нашему мнению, введение в алгоритм оценки стоимости компании приведенных выше показателей, позволит более корректно оценивать долгосрочный потенциал бизнеса, являющийся основой чистого денежного потока и, соответственно, стоимости организации. При этом нормирование значений данных показателей позволит оценивать изменение потенциала организации и корректировать долгосрочные значения и/или темпы роста генерируемого ею чистого денежного потока, а соответственно, и величину стоимости компании.

С введением в алгоритм оценки стоимости компании дополнительных факторов стоимости связана актуальность и необходимость использования инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации в качестве способа повышения эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале. Практика показывает, что неконтролируемое стремление к обогащению, максимизация любой ценой чистого денежного потока, свойственные частным собственникам в процессе функционирования «невидимой руки» рынка, приводит к росту спекулятивных операций на финансовом рынке, формированию «пузырей» в экономике, оттоку российского капитала за рубеж, нарастанию в российской экономике негативных тенденций и снижению ее потенциала, что подтверждается анализом причин мирового финансово-экономического кризиса 2008–2010 гг.: в результате неполного учета факторов стоимости компании происходит разрыв между фундаментальной стоимостью компании, определяемой, прежде всего, ее долгосрочным потенциалом и возможностями будущего развития, и капитализированной величиной чистого денежного потока, определенного по ретроспективным данным и часто необоснованно принимающегося постоянным или растущим с определенной тенденцией.

Государство в лице своих представителей в органах управления акционерных обществ с государственным участием должно явиться инициатором обязательного учета в процессе оценки стоимости компании показателей, характеризующих ее долгосрочный потенциал, что позволит повысить эффективность функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале в

России, поскольку в этом случае рост стоимости организации будет возможен только в случае сохранения и роста долгосрочного потенциала бизнеса, что в рамках всей совокупности акционерных обществ с участием государства в капитале и их роли в экономике страны будет способствовать достижению декларируемых целей участия государства в капитале организаций, а именно повышению потенциала, конкурентоспособности и возможностей развития российской экономики посредством такого инструмента проведения социально-экономической политики, как акционерные общества с участием государства в капитале.

**2. Уточнено понятие эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале, и на его основе предложен подход к ее оценке, для чего был введен механизм нормирования значений показателей деятельности акционерного общества, характеризующих достижение целей участия государства в его капитале.**

В диссертации под категорией эффективности функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале подразумевается прирост их стоимости, определяемой с учетом показателей (факторов стоимости), характеризующих достижение целей участия государства в капитале организации.

Для оценки эффективности функционирования и динамики стоимости акционерных обществ с государственным участием в капитале предложен механизм нормирования факторов стоимости, характеризующих достижение поставленных государством целей участия в капитале. Для его иллюстрации в качестве одного из таких показателей выбран коэффициент инвестирования в основной капитал.

В табл. 1 представлены статистические данные о размере ВВП, объемах инвестиций в основной капитал и степени износа основных фондов в России. Коэффициент инвестирования в основной капитал представляет собой отношение объема инвестиций в основной капитал к размеру ВВП за период.

Таблица 1<sup>2</sup>

Коэффициент инвестирования в основной капитал и динамика степени износа основных фондов  
в России в 2000–2008 гг.

|                                                                       | 2000          | 2001          | 2002          | 2003          | 2004          | 2005          | 2006          | 2007          | 2008                      |
|-----------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------------|
| Валовой внутренний продукт (в текущих ценах), млрд. руб.              | 7 306         | 8 944         | 10 831        | 13 243        | 17 048        | 21 625        | 26 904        | 33 111        | 41 668                    |
| Инвестиции в основной капитал, млрд. руб.                             | 1 165         | 1 505         | 1 762         | 2 186         | 2 865         | 3 611         | 4 730         | 6 716         | 8 765                     |
| <b>Коэффициент инвестирования в основной капитал, %</b>               | <b>15,95%</b> | <b>16,82%</b> | <b>16,27%</b> | <b>16,51%</b> | <b>16,81%</b> | <b>16,70%</b> | <b>17,58%</b> | <b>20,28%</b> | <b>21,04%</b>             |
| Степень износа основных фондов на начало года, %                      | 39,40%        | 41,20%        | 44,00%        | 42,20%        | 42,80%        | 44,30%        | 45,40%        | 45,90%        | 46,30%                    |
| <b>Изменение степени износа основных фондов, % к предыдущему году</b> | <b>1,80%</b>  | <b>2,80%</b>  | <b>-1,80%</b> | <b>0,60%</b>  | <b>1,50%</b>  | <b>1,10%</b>  | <b>0,50%</b>  | <b>0,40%</b>  | <b>-1,00%<sup>3</sup></b> |

На основе статистических данных, приведенных в табл. 1, установлена зависимость между коэффициентом инвестирования в основной капитал и изменением степени износа основных фондов. Уравнение линейной регрессии принимает вид:

$$y = -0,2874 \times x + 0,057,$$

где  $y$  – изменение степени износа основных фондов за период;  
 $x$  – коэффициент инвестирования в основной капитал за период.

На основе полученного уравнения регрессии можно рассчитать нормативное значение коэффициента инвестирования в основной капитал для цели неувеличения степени износа основных фондов, которое составляет **19,83%**. При необходимости снижения степени износа основных фондов на 1% в год нормативное значение указанного показателя составляет **23,31%** (см. табл. 2).

Таблица 2

Нормативные значения коэффициента инвестирования в основной капитал  
в зависимости от целевого значения изменения степени износа основных фондов

|                                                                        |        |        |
|------------------------------------------------------------------------|--------|--------|
| Нормативное значение коэффициента инвестирования в основной капитал, % | 23,31% | 19,83% |
| Целевое изменение степени износа основных фондов, % к предыдущему году | -1,00% | 0,00%  |

<sup>2</sup> Российский статистический ежегодник. 2009: Стат. сб. / Росстат. – М., 2009. – 795 с.; Инвестиции в России. 2009: Стат. сб. / Росстат. – М., 2009. – 323 с.; расчеты автора.

<sup>3</sup> Степень износа основных фондов на начало 2009 года составляет 45,30%. См. Российский статистический ежегодник. 2009: Стат. сб. / Росстат. – М., 2009. – 795 с. – С. 332.



Определяемое с учетом подобных коэффициенту инвестирования в основной капитал показателей прогнозное изменение стоимости компании позволит представителю государства в органах управления акционерных обществ с государственным участием анализировать альтернативные варианты управленческих решений, в том числе предлагаемых частными собственниками, с позиции влияния рассматриваемых управленческих решений на изменение долгосрочного потенциала организации, который является источником будущего чистого денежного потока и определяет его динамику.

**3. Показано, что тенденция увеличения доли участия государства в капитале акционерных обществ в России не сопровождается структурной перестройкой российской экономики и снижением в ней негативных явлений, что иллюстрируется динамикой показателей, характеризующих достижение целей участия государства в капитале акционерных обществ.**

В диссертационной работе оценка эффективности функционирования российских акционерных обществ с участием государства в капитале на современном этапе производится на примере степени достижения одной из важнейших целей такого участия, звучащей из уст представителей власти и являющегося основным аргументом увеличения государством своего присутствия в экономике. Такой целью является проведение структурной и промышленной политики, нацеленной на модернизацию и перевод на инновационную модель развития как экономики в целом, так и отдельных секторов экономики.

При всей важности и актуальности указанной выше цели, необходимо констатировать, что на современном этапе данная цель участия государства в капитале акционерных обществ не достигается, о чем свидетельствует официальная статистика.

При сохранении коэффициента инвестирования в основной капитал, который рассчитывается как отношение объема инвестиций в основной капитал к ВВП, на примерно постоянном уровне степень износа основных средств в России в целом по экономике растет (см. табл. 1). Данный факт позволяет сделать вывод о недостаточности существующего уровня инвестирования в основной

капитал в экономике, поскольку одним из условий успешной модернизации экономики является обновление и модернизация основного капитала. Принятие представителями государства управленческих решений об объемах инвестиций в основной капитал на необходимом уровне (см. табл. 2) в акционерных обществах с участием государства в капитале, где цель обновления основного капитала является актуальной, позволит снизить степень износа основных фондов, т.е. функционирование таких акционерных обществ с позиций достижения этой цели будет эффективным.

В свете анализа причин глобального финансово-экономического кризиса, начавшегося осенью 2008 г., в диссертации оценена эффективность функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале с позиции достижения такой важной цели, как воздействие на развитие и устойчивость финансового рынка, обеспечение его эффективного функционирования, а именно отражения фундаментальной стоимости компаний и недопущение формирования «финансовых пузырей», подобных тому, что явился предпосылкой упомянутого кризиса.

На основании анализа статистических данных в диссертации сделан вывод о том, что финансовый рынок в России не является институтом привлечения финансовых средств для развития организаций и экономики в целом. Основное его назначение в современных условиях – это спекулятивная игра, которая приводит к формированию упомянутых выше «финансовых пузырей», а также привлечение средств для осуществления сделок по слиянию – поглощению.

В частности, в работе приводятся статистические данные, иллюстрирующие, что большая часть ресурсов, привлекаемых на фондовом рынке, направляется на выкуп бизнеса у их прежних собственников, рефинансирование долгов и обслуживание сделок слияний – поглощений, включая приобретение крупных пакетов акций. Лишь небольшая (не более 28,4%) часть ресурсов, привлекаемых на фондовом рынке, становится реальными инвестициями (новыми производственными мощностями и запасами материальных ценностей), способствуя поддержанию роста и модернизации экономики России (см. табл. 3 и 4, рис. 1<sup>4</sup>). В

---

<sup>4</sup> Финансы России. 2008: Стат.сб. / Росстат – М., 2008. – 453 с. – С. 330, а также Российская экономика в 2008 году.

этом, на наш взгляд, состоит основная причина такого глубокого, беспрецедентного по своим масштабам падения капитализации российского финансового рынка в условиях глобального финансово-экономического кризиса.

Таблица 3<sup>5</sup>  
Параметры рынка акций российских компаний (млрд дол.)

|                                 | 2005 г. | 2006 г. | 2007 г. | 2008 г. |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Капитализация                   | 549     | 1057    | 1407    | 370     |
| Вторичный рынок, включая РЕПО   | 374     | 882     | 1230    | 1348    |
| IPO акций                       | 5       | 17      | 33      | 7       |
| В основной капитал              | 0,3     | 2,5     | 3,6     | 1,9     |
| То же в % к капитализации       | 0,1     | 0,2     | 0,3     | 0,5     |
| То же в % к объему IPO          | 6,0     | 14,7    | 10,9    | 27,1    |
| Объем сделок слияний-поглощений | 32      | 40      | 122     | 78      |

Таблица 4<sup>6</sup>  
Параметры рынка рублевых корпоративных облигаций (млрд дол.)

|                               | 2005 г. | 2006 г. | 2007 г. | 2008 г. |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Капитализация                 | 17,0    | 32,8    | 48,2    | 66,5    |
| Вторичный рынок, включая РЕПО | 44,2    | 134,9   | 371,4   | 454,0   |
| Размещения                    | 9,2     | 16,0    | 17,9    | 15,9    |
| В основной капитал            | 0,20    | 0,06    | 0,40    | 0,20    |
| То же в % к капитализации     | 1,18    | 0,18    | 0,83    | 0,30    |
| То же в % к объему размещения | 2,17    | 0,38    | 2,23    | 1,26    |



Тенденции и перспективы. (Выпуск 30) – М.: ИЭПП, 2009. – 655 с. – С. 522.

<sup>5</sup> Российская экономика в 2008 году. Тенденции и перспективы. (Выпуск 30) – М.: ИЭПП, 2009. – 655 с. – С. 521.

<sup>6</sup> Российская экономика в 2008 году. Тенденции и перспективы. (Выпуск 30) – М.: ИЭПП, 2009. – 655 с. – С. 522.

Таким образом, в работе сделано заключение, что такая цель государственного участия в капитале акционерных обществ, как обеспечение развития финансового рынка, превращение его в институт развития экономики, который обеспечивает трансформацию сбережений в инвестиции и рост объемов реального капитала, также не достигается, что говорит о неэффективности функционирования акционерных обществ с государственным участием в капитале в данной сфере.

Также в диссертационной работе приведены статистические данные, характеризующие функционирование российских акционерных обществ с участием государства в капитале на современном этапе как неэффективное по сравнению с другими странами. Указанные статистические материалы не приводятся в настоящем автореферате в связи с их значительным объемом.

**4. Разработан механизм практического применения инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации, позволяющий повысить эффективность функционирования акционерных обществ с участием государства в капитале с учетом специфики выполняемых ими в экономике функций и решения поставленных задач.**

В третьей главе диссертации приведен предлагаемый механизм практического применения инструментария теории оценки бизнеса и управления стоимостью организации, позволяющий повысить эффективность функционирования акционерных обществ с участием государства с позиции прироста их стоимости.

На основе выделения в качестве фактора стоимости, характеризующего потенциал бизнеса, коэффициента инвестирования в основной капитал автором выведена формула, позволяющая рассчитать ожидаемое изменение стоимости акционерного общества в зависимости от ожидаемой величины выбранного показателя:

$$\Delta P_r^n = \frac{P_1}{P_0} - 1 = \frac{A_{\text{нач}} \times (1 + \alpha_1) - D \times (i - \alpha_1)}{(i - \alpha_1)} \times \frac{(i - \alpha_0)}{A_{\text{нач}} - D \times (i - \alpha_0)} - 1,$$

где  $\Delta P_r^n$  – изменение стоимости компании за период (год) при значении коэффициента инвестирования в основной капитал в базовом периоде, равном  $n$ , и ожидаемом в плановом периоде, равном  $r$ ;  
 $P_1$  – стоимость компании на конец планового периода (например, 31.12.2009);  
 $P_0$  – стоимость компании на начало планового (конец базового) периода (например, 31.12.2008);  
 $A_{\text{нач}}$  – чистый денежный поток в первый плановый (начальный) период;  
 $D$  – сумма долга по кредитам и займам;  
 $i$  – дисконтная ставка (ставка дохода), требуемая инвестором;  
 $\alpha_1$  – постоянный темп прироста чистого денежного потока за период, соответствующий коэффициенту инвестирования в основной капитал, ожидаемому в плановом периоде, равному  $r$ ;  
 $\alpha_0$  – темп прироста чистого денежного потока за период, выявленный по ретроспективным данным либо (при сопоставлении двух будущих периодов – базового и планового) соответствующий коэффициенту инвестирования в основной капитал в базовом периоде, равному  $n$ .

Затем в рамках диссертационной работы автором был проведен анализ деятельности семи акционерных обществ с участием государства и оценка динамики их стоимости с позиции предлагаемого в диссертации подхода к корректировке алгоритма определения стоимости компании и ее динамики. Были выбраны следующие компании:

1. ОАО «Автодизель»;
2. ОАО «Газпром нефть»;
3. ОАО «Кристалл»;
4. ОАО «ОГК-5»;
5. ОАО «РЖД»;
6. ОАО «Роснефть»;
7. ОАО «ТГК-5».

На основе сводных данных, приведенных в табл. 5, и результатах анализа рассматриваемых в диссертационной работе акционерных обществ с участием государства в капитале как с позиции традиционного подхода, так и с позиции предлагаемого в диссертации скорректированного подхода, можно сделать вывод о том, что те компании, стоимость которых растет с позиции традиционного

подхода (без учета изменения их долгосрочного потенциала), с позиции предлагаемого в диссертационной работе подхода, предусматривающего учет факторов стоимости, характеризующих потенциал бизнеса и его динамику, теряют стоимость, их стоимость снижается.

Таким образом, управление акционерными обществами с участием государства в капитале на основе приращения их стоимости с учетом показателей, характеризующих достижение целей участия в них государства, позволит представителю государства принимать управленческие решения, повышающие эффективность их функционирования, выражающуюся в повышении степени достижения таких целей участия государства в капитале организаций, как повышение их конкурентоспособности, модернизация экономики страны, перевод ее на путь инновационного развития.

Таблица 5

Сводная информация о стоимости рассмотренных в диссертации акционерных обществ с участием государства и ее динамике  
с позиций традиционного и предлагаемого в диссертации подхода

| Подход                               | Показатель                                                                                                                                                          | ОАО "Ав-<br>тодизель" | ОАО<br>"Газпром<br>нефть" | ОАО<br>"Кри-<br>сталл" | ОАО<br>"ОГК-5" | ОАО "РЖД"     | ОАО<br>"Роснефть" | ОАО<br>"ТГК-5" |
|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|---------------------------|------------------------|----------------|---------------|-------------------|----------------|
| <b>Традици-<br/>онный<br/>подход</b> | Чистый денежный поток, тыс. руб.                                                                                                                                    | 1 082 185             | 90 848 580                | 461 044                | 5 066 328      | 228 023 775   | 220 725 581       | 1 123 177      |
|                                      | Тенденция роста чистого денежного потока,<br>% в год                                                                                                                | 1,46%                 | 1,05%                     | 1,08%                  | 1,77%          | 0,74%         | 1,73%             | 2,28%          |
|                                      | Стоимость компании на 31.12.2008, млн руб.                                                                                                                          | 3 254,27              | 966 164,20                | 3 353,15               | 43 752,81      | 1 889 252,35  | 1 923 246,79      | 7 710,96       |
|                                      | <b>Прирост стоимости компании в следую-<br/>щем году, % в год</b>                                                                                                   | <b>3,53%</b>          | <b>1,21%</b>              | <b>1,24%</b>           | <b>2,05%</b>   | <b>0,86%</b>  | <b>2,29%</b>      | <b>2,87%</b>   |
| <b>Предла-<br/>гаемый<br/>подход</b> | Чистый денежный поток, тыс. руб.                                                                                                                                    | 1 082 185             | 90 848 580                | 461 044                | 5 066 328      | 228 023 775   | 220 725 581       | 1 123 177      |
|                                      | Степень износа основных фондов на момент<br>оценки, %                                                                                                               | 74,31%                | 30,34%                    | 48,76%                 | 18,86%         | 24,77%        | 29,16%            | 17,23%         |
|                                      | <b>Нормативное значение коэффициента<br/>инвестирования в основной капитал, %</b>                                                                                   | <b>11,92%</b>         | <b>11,19%</b>             | <b>23,98%</b>          | <b>96,45%</b>  | <b>94,60%</b> | <b>29,90%</b>     | <b>60,98%</b>  |
|                                      | Тенденция роста чистого денежного потока<br>при коэффициенте инвестирования в основ-<br>ной капитал, равном нормативному значе-<br>нию, % в год                     | 1,46%                 | 1,05%                     | 1,08%                  | 1,77%          | 0,74%         | 1,73%             | 2,28%          |
|                                      | Стоимость компании на 31.12.2008, млн руб.                                                                                                                          | 3 254,27              | 966 164,20                | 3 353,15               | 43 752,81      | 1 889 252,35  | 1 923 246,79      | 7 710,96       |
|                                      | Коэффициент инвестирования в основной<br>капитал на момент оценки, %                                                                                                | 31,07%                | 4,07%                     | 21,55%                 | 68,47%         | 63,84%        | 30,12%            | 36,49%         |
|                                      | Тенденция роста чистого денежного потока<br>при достигнутом на момент оценки коэф-<br>фициенте инвестирования в основной капи-<br>тал, % в год                      | 4,75%                 | -2,92%                    | 0,79%                  | 1,03%          | -0,14%        | 1,73%             | 0,78%          |
|                                      | <b>Прирост стоимости компании в следую-<br/>щем году с учетом достигнутого на мо-<br/>мент оценки коэффициента инвестирова-<br/>ния в основной капитал, % в год</b> | <b>89,71%</b>         | <b>-40,02%</b>            | <b>-1,76%</b>          | <b>-6,74%</b>  | <b>-9,11%</b> | <b>2,29%</b>      | <b>-13,23%</b> |

## СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

1. Мальченков Д.М. Обзор существующих методов расчета поправок за контроль и ликвидность при оценке стоимости пакетов акций // Московский оценщик. – 2007. – № 3 (46). – 0,58 п.л.
2. Мальченков Д.М. Обзор сложившихся подходов и методов оценки стоимости пакетов акций // Московский оценщик. – 2007. – № 4 (47). – 0,54 п.л.
3. Мальченков Д.М. Влияние структуры акционерного капитала, уровня корпоративного управления и возможностей контроля на стоимость пакетов акций. // Сборник научных статей профессорско-преподавательского состава, аспирантов и соискателей Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации. – 2007. – Выпуск 2. – 0,27 п.л.
4. Мальченков Д.М. Стоимость акционерного капитала и факторы, влияющие на стоимость пакетов акций // Сборник научных статей профессорско-преподавательского состава, аспирантов и соискателей Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации. – 2007. – Выпуск 2. – 0,46 п.л.
5. Мальченков Д.М. Возможные пути оптимизации методов расчета поправок за контроль при определении стоимости пакетов акций // Московский оценщик. – 2007. – № 6 (49). – 0,38 п.л.
6. Мальченков Д.М. Особенности понятия и оценки эффективности деятельности коммерческих организаций с участием государства // Вестник Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации. – 2008. – Выпуск 2. – 0,85 п.л.
7. Мальченков Д.М. Основные причины вмешательства государства в экономику и функционирования смешанной модели экономики // Вестник Всероссийской государственной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации. – 2008. – Выпуск 3. – 0,53 п.л.
8. Мальченков Д.М. Сущность и роль государственных долей акционерной собственности в экономике // Сборник научных статей профессорско-преподавательского состава, аспирантов и соискателей Всероссийской государст-



венной налоговой академии Министерства финансов Российской Федерации. – 2008. – Выпуск 2. – 0,77 п.л.

***В том числе в журналах, рекомендованных ВАК Минобрнауки России***

9. Мальченков Д.М. Особенности практического применения концепции управления стоимостью для целей управления государственной долевой собственностью в России // Экономические науки. – 2009. – № 9 (58). – 0,4 п.л.

10. Мальченков Д.М. Эволюция концепции управления стоимостью и особенности ее применения для целей управления государственной долевой собственностью // Terra Economicus (до 2009 г. – Экономический вестник Ростовского государственного университета). – 2009. – Т. 7. – № 3 (Часть 3). – 0,62 п.л.

11. Мальченков Д.М. К вопросу об эффективности функционирования государственной долевой собственности в России // Вестник Казанского технологического университета. № 5. – Казань: Изд-во Казан. гос. технол. ун-та, 2009. – 456 с. – 0,6 п.л.