

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«ТАМБОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

На правах рукописи

Гарбави Мохаммед Анвер Хиллави

УДК :658.14

**ФОРМИРОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ И МЕХАНИЗМОВ
УПРАВЛЕНИЯ КАПИТАЛИЗАЦИЕЙ КОМПАНИИ**

Специальность 08.00.10

«Финансы, денежное обращение и кредит»

Диссертация на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

НАУЧНЫЙ РУКОВОДИТЕЛЬ

доктор экономических наук

доктор технических наук,

профессор

К. Н. Савин

Тамбов – 2019

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	3
Глава 1. Теоретико-методологические основы капитализации компаний ..	11
1.1. Подходы к формированию капитализации компаний в условиях трансформационной экономики	11
1.2. Основы капитализации компаний сферы ЖКХ.....	25
1.3. Механизмы формирования рыночной стоимости компании	37
Выводы к главе 1	49
Глава 2. Финансовые механизмы и инструменты обеспечения капитализации компаний	50
2.1. Типология механизмов капитализации компаний	50
2.2. Финансовые и нефинансовые инструменты капитализации компании	63
2.3. Инновационные механизмы капитализации компаний	78
Выводы к главе 2	90
Глава 3. Методические рекомендации по фундаментальной капитализации компаний в сфере ЖКХ	92
3.1. Повышение капитализации компании через совершенствование механизма государственного - частного партнерства	92
3.2. Схематизация финансового механизма фундаментальной капитализации компаний в сфере ЖКХ	111
3.3. Прикладные аспекты организации финансового механизма фундаментальной капитализации компаний в сфере ЖКХ	132
Выводы к главе 3	145
Заключение	148
Список используемой литературы	153

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Современная геополитическая обстановка предопределяет необходимость выстраивания хозяйствующими субъектами эффективной стратегии управления капитализацией, которая должна не только отвечать мировым принципам управления, но и быть направленной на увеличение собственной эффективности и гарантировать при этом достаточный уровень экономической безопасности. В основе такой стратегии лежит система управления стоимостью компании, получившая широкое распространение по причине того, что в теории и практике менеджмента принципы управления хозяйствующим субъектом, целью которых ранее являлось увеличение денежного потока, постепенно трансформировались в принципы управления рыночной стоимостью хозяйствующего субъекта.

В настоящее время высокая стоимость хозяйствующего субъекта является важнейшим критерием оценки его деятельности, а также показателем эффективного развития бизнеса. В этой связи основная часть современных хозяйствующих субъектов уделяет наибольшее внимание при осуществлении финансово-хозяйственной деятельности своей капитализации, что, в свою очередь, в дальнейшем предопределяет необходимость формирования эффективных механизмов и инструментов управления стоимостью компании.

Сегодня капитализация бизнеса является комплексным показателем эффективности бизнеса, актуальной она становится только тогда, когда в ней заинтересованы все уровни управления, исходя из чего при выборе инструментов и механизмов управления капитализацией необходимо отдавать предпочтения тем, которые учитывают не только интересы собственников, но и интересы менеджмента компании. Следует при этом отметить и то, что зачастую важнейшим фактором в повышении капитализации является соблюдение баланса интересов собственников и менеджеров, тогда как большая часть существующих подходов основана на иных факторах увеличения капитализации.

В свою очередь, в акционерных обществах ситуация осложняется и тем, что помимо соблюдения баланса интересов собственников и менеджмента, необходимо также обеспечение баланса интересов между двумя группами собственников – мажоритарными и миноритарными акционерами. Несмотря на то, что эти два типа владельцев акций являются собственниками одной компании, имеющей общую цель деятельности – получение прибыли, их интересы порой существенно различаются. В частности, если владельцы крупных компаний заинтересованы в долгосрочной перспективе развития бизнеса и в увеличении его стоимости, то интересы миноритарных акционеров зачастую сводятся лишь к регулярному получению прибыли в виде дивидендов или прибыли на разнице в стоимости акций.

В силу указанных причин и состояния современной экономики возникает необходимость увеличения существующих инструментов и механизмов, которые не только могли обеспечивать устойчивую капитализацию, но и были способны учитывать интересы различных уровней управления компании.

Сказанное, в свою очередь, предопределило актуальность настоящего исследования.

Степень разработанности проблемы. Исследованием теоретических основ капитализации компаний и анализом понятия «капитализация» с этимологической точки зрения занимались такие отечественные и зарубежные авторы, как: Р. Акофф, Р. Брейли, Д. А. Волошин, Е. В. Гальцева, К. Маркс, Я. М. Миркин, В. Недельский, А. И. Неклесса, С. Б. Переслегин, Д. Л. Ревуцкий, Г. И. Хотинская и др.

Инструментарий управления капитализаций отражен в работах ответственных учетных: А.Г. Грязновой, А.В. Карпова, Е. Г. Ясина. Отдельные его аспекты были предметом изучения следующих зарубежных ученых: Х. Грюнинга, Б. Колласа, С. Росе, М. Скотта, А. Томпсона и др.

Типология механизмов капитализации и отдельные механизмы управления капитализацией проанализированы в работах: Д. А. Алексева, Т. Коупленда, В. В. Лизунова, Г. П. Щедровицкого и др.

В диссертационном исследовании использованы законодательные акты, нормативные и методические документы, регламентирующие порядок оценки капитализации компаний.

В работе также были проанализированы результаты научных исследований и опубликованные практические материалы, касающиеся деятельности хозяйствующих субъектов в сфере анализируемой проблематики.

Однако, даже несмотря на большое количество научных работ, некоторые вопросы, касающиеся предмета настоящего исследования и связанные с капитализацией, так и не получили должного внимания. Практически во всех изученных нами источниках определение такой категории, как «капитализация», сводилось лишь к понятию капитализации как объективного явления, не испытывающего влияния внешних факторов, при этом авторами не учитывался тот факт, что капитализация представляет собой такой процесс изменения стоимости компании, на который воздействуют различные механизмы. Кроме того, в научной литературе не уделяется должного внимания типологии инструментов, обеспечивающих процессы капитализации компаний в современных условиях.

Все перечисленное выше предопределило постановку целей и задач, а также структуру диссертационного исследования.

Цель диссертационного исследования состоит в разработке теоретических положений и методических рекомендаций управления капиталом, а также в адаптации существующих инструментов капитализации компании для практического применения в сфере жилищно-коммунального хозяйства.

Для достижения поставленной цели были поставлены и последовательно решены следующие **задачи**:

- раскрыть влияние макроэкономических условий на капитализацию компаний;
- разработать классификацию финансовых методов повышения капитализации компаний;

- исследовать влияние цикличности развития рыночной экономики на капитализацию компаний;
- проанализировать риски, связанные с капитализацией компаний;
- разработать практические рекомендации по применению финансовых методов повышения капитализации российских компаний.
- изучить существующие определения понятия капитализации;
- выявить сферы финансовой деятельности компаний, определяющие формирование их капитализации;
- проанализировать концептуальные основы капитализации;
- рассмотреть теоретико-методологические и институциональные аспекты капитализации и выявить ее особенности в условиях трансформационной экономики;
- проанализировать существующие механизмы капитализации и их типологию;
- рассмотреть финансовые и нефинансовые инструменты капитализации компании;
- обосновать принципы капитализации компании через совершенствование системы взаимодействия общественных и государственных финансов;
- сформулировать принцип организации финансового механизма капитализации компании на основе эффективной отраслевой бизнес-модели;
- разработать методику самооценки эффективности деятельности компании на основе прямого и косвенного воздействия ключевых факторов финансового рынка.

Объектом исследования является капитализация российских компаний в сфере ЖКХ.

Предметом исследования является совокупность финансовых отношений, возникающих в процессе управления капитализацией компании.

Соответствие темы диссертации требованиям Паспорта специальностей ВАК (по экономическим наукам). Диссертационное

исследование выполнено в рамках Паспорта научной специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» и соответствует п. 5.3. «Теория и методология оценки стоимости бизнеса».

Теоретико-методологическая основа исследования базируется на трудах отечественных и зарубежных ученых, посвященных исследованию капитализации и анализу ее инструментов и механизмов. А также использование законодательных и инструктивных материалов Правительства РФ по вопросам формирования и распределения собственных ресурсов хозяйствующих субъектов.

Информационно-эмпирическая база исследования. Методологическую основу исследования составляют научные идеи, теории и принципы науки, общенаучные и частнонаучные методы научного познания.

При написании диссертационного исследования применялись такие методы как системный анализ, теоретическое обобщение, функционально-структурный метод, метод количественного и качественного анализа и метод систематизации.

Совокупность описанных методов позволила автору обеспечить постановку и решение цели и задач диссертационного исследования, а также помогла достичь обоснованности научных выводов.

Информационно-эмпирическая база исследования представлена федеральными законами, иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, регулирующими вопросы деятельности хозяйствующих субъектов различных форм собственности; статистическими, аналитическими публикациями в информационно-телекоммуникационной сети Интернет.

Помимо этого, автором анализировалась информация, содержащаяся в монографиях отечественных и зарубежных исследователей, обзорно-аналитических статьях, опубликованных в периодических научных изданиях, материалах научно-практических конференций по исследуемой проблематике, а также использовались материалы собственных исследований.

Рабочая гипотеза диссертации. Эффективность капитализации хозяйствующего субъекта зависит в первую очередь от особенностей

функционирования в нем системы корпоративного управления, а также от наличия баланса интересов различных уровней управления, определяющих в конечном итоге выбор необходимых инструментов и механизмов капитализации.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в обосновании методического подхода к формированию инструментов и механизмов капитализации компаний. Элементы научной новизны сводятся к следующим:

- **уточнено** определение понятия «капитализация» компании и раскрыто содержание указанного понятия, заключающееся в изменении стоимости, обеспеченном действием связанного с ним финансового механизма;
- **дополнены** принципы взаимодействия общественных и государственных финансов при проведении оценки стоимости компании ЖКХ;
- **обоснована** возможность использования государственно-частного партнерства (ГЧП) как финансового механизма роста капитализации компании за счет извлечения гарантированного дохода от участия в реализации общественно значимых проектов в сфере жизнеобеспечения на взаимовыгодных условиях;
- **предложен** механизм повышения капитализации компании в сфере жизнеобеспечения;
- **разработаны** критерии роста стоимости предприятий ЖКХ на основе динамической соподчиненности финансовых показателей
- **представлен** новый подход к оценке фундаментальной составляющей капитализации компании в низкоконтурной сфере ЖКХ на основе разработанной модели.

Полученные результаты могут представлять собой усовершенствование ранее известных методик и способов решения отдельных задач, выносимых на защиту диссертации.

Теоретическая значимость исследования заключается в расширении научных подходов к изучению существующих механизмов и инструментов капитализации компаний различных форм собственности, а также в расширении

существующего понятийного аппарата. Кроме того, теоретическую значимость приобретает разработка инструментов и механизмов капитализации, построенных на соблюдении баланса интересов собственников и менеджмента компаний, как ключевой сферы корпоративных финансов.

Результаты диссертации могут быть использованы для дальнейшего исследования различных финансовых аспектов управления рыночной стоимостью компаний, научном анализе механизмов и инструментов капитализации.

Практическая значимость исследования. Предложенные в диссертации рекомендации могут быть использованы и реализованы в практической деятельности хозяйствующих субъектов различных форм собственности при повышении капитализации таких хозяйствующих субъектов. Полученные выводы и разработанные методики могут быть применены при чтении лекций и проведении практических занятий в рамках освоения образовательных программ направления «Экономика», «Корпоративный юрист», «Финансы».

Апробация результатов исследования. Предложения, материалы и основные положения диссертационного исследования докладывались, обсуждались и получили одобрение на различных научно-практических конференциях: «Актуальные проблемы развития экономики, финансов, бухгалтерского учета и аудита в регионе» (г. Тамбов, 2015 – 2017 гг.), Международной научно-практической конференции «Научные революции: сущность и роль в развитии науки и техники» (г. Пермь, 8 мая 2017 г.), Международной научно-практической конференции «Развитие инструментов управления научной деятельностью» (г. Уфа, 18 мая 2017 г.), научно-исследовательских семинарах кафедры «Экономика» Тамбовского государственного технического университета (2015 – 2017 гг.), международной научно-практической конференции «Цифровая экономика в профессиональном обучении» (г. Тамбов, 25–26 октября 2017 г.).

Результаты исследований были представлены автором и получили поддержку в Торгово-промышленной палате Тамбовской области, в профессиональном сообществе предприятий и организаций жилищно-

коммунального комплекса Тамбовской области (НП «ЖКХ–68»), управления ТЭК и ЖКХ области, а также в АО «Тамбовкредитпромбанк».

Публикации и структура работы. По теме диссертационного исследования опубликовано 16 научных работ общим объемом – 20,3 п.л., из которых 6 в изданиях, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации.

Диссертация включает введение, 9 параграфов, объединенных в три главы, заключение, список использованных источников.

Глава 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ

1.1 ПОДХОДЫ К ФОРМИРОВАНИЮ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ В УСЛОВИЯХ ТРАНСФОРМАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКИ

В современной научной литературе категория «капитализация» применяется как к различным хозяйствующим субъектам, так и к активам. Появление такой категории как «капитализация» определяют следующие аспекты: ликвидация плановой системы хозяйствования, детальная модификация отношений собственности и динамичное внедрение капиталистических производственных отношений.

Согласно устоявшемуся принципу, капитализация в качестве экономического явления имеет несколько значений. В первом значении «капитализация» представляет собой трансформирование доли прибыли или всей прибыли в целом в добавочный капитал, добавочный фактор производства – в средство труда, рабочую силу и т.д. Следующие три значения сводятся к понятию капитализации в качестве оценки стоимости компании.

Различие между двумя значениями заключается лишь в дифференциации показателей, на основании которых проводится оценка. Так, в первом случае оценка стоимости компании проводится на основании таких показателей как основной и оборотный капитал, во втором случае показателями оценки служат стоимость акций и облигаций компании. В третьем значении показателем оценки является ежегодная прибыль компании.

Классическая экономическая теория глубоко раскрывает природу капиталистического способа производства. Маркс К. рассматривал

капитализацию как превращение прибавочной стоимости в капитал, а именно, применение ее в расширении капиталистического производства¹.

В работах, посвященных анализу и исследованию фондового рынка, под капитализацией в самом простом значении понимается рыночная стоимость компании, т.е. «стоимость компании, определяемая рыночной ценой ее выпущенных и находящихся в обращении обыкновенных акций»².

Такая капитализация именуется также рыночной капитализацией.

Объединяя позиции ряда исследователей можно прийти к мнению, что под «капитализацией» понимается некая характеристика компании, поставленная в зависимость от ряда факторов, будь то биржевые цены на акции или бухгалтерский учет. В частности, такой подход прослеживается в работах Г. И. Хотинской и Д. Л. Ревуцкого.

Так, Д. Л. Ревуцкий в своих работах отмечает, что для каждого акционерного общества, акции которого котируются на фондовой бирже, подлинную стоимость данных бизнес-структур считают равной биржевой бумажной стоимости аналогичных организаций. Синонимом бумажной стоимости публичных акционерных обществ практически всегда выступает дефиниция «капитализация»³.

Таким образом, можно говорить о том, что автор в своем определении ставит капитализацию в зависимость от такого фактора как биржевые цены на акции.

Хотинская Г. И. выделяет несколько видов капитализации, у которых отсутствует универсальное определение.

Так, автором выделяется реальная капитализация, выражающаяся в увеличении реальной стоимости имущества компании и маркетинговая

¹Беккер Г. С. Человеческое поведение: экономический подход. Избранные труды по экономической теории / пер. с англ. М., 2003. С. 46.

²Абрамов А. Е. Рыночная капитализация – понятие, показатели и сферы их применения // Акционерное общество. 2003. № 3(4) май. С. 51.

³Ревуцкий Д. Л. Рыночная стоимость и рыночная цена предприятия и других бизнес-объектов // Вопросы оценки. 2004. № 1. С. 38; Ревуцкий Д. Л. Стоимость, оценка, капитализация и вероятная цена предприятия // Вопросы оценки. 2004. № 3. С. 26.

капитализация, происходящая за счет повышения стоимости нематериальных активов (гудвилла, результатов интеллектуальной деятельности и средств индивидуализации производства и т.д.) или переоценки основных средств⁴.

Определение третьего вид капитализации, выделяемого Г. И. Хотинской идентично определению капитализации, содержащемуся в работах Д. Л. Ревуцкого, и заключается в толковании капитализации как рыночной стоимости компании, акции которой котируются на фондовой бирже, и представляющей собой произведение рыночной цены акции и общего количества акций компании⁵.

Стоит отметить, что в отличие от Д. Л. Ревуцкого, Г. И. Хотинская связывает понятие капитализации с бухгалтерским учетом, что является в корне неверным ввиду того, что не каждое изменение стоимость хозяйствующего субъекта отражается в бухгалтерском балансе.

Понятие «капитализация» в последнее время все чаще используется в банковской и налоговой сферах общественных отношений. Так, в банковской сфере под капитализацией понимается наращивание кредитными организациями величины собственного капитала за счет притока дополнительных финансовых ресурсов⁶.

В налоговой сфере используется понятие «тонкой капитализации», характеризующееся финансированием компаний за счет внутрихолдинговых займов, за счет которых снижается доля собственного капитала, а проценты по полученному займу занижают налогооблагаемую прибыль. Задачей таких отношений является перевод прибыли под видом процентов в компанию, которая предоставила заем⁷.

⁴Хотинская Г. И., Гальцева Е. В. Теория и практика капитализации в условиях рынка // Собственность и рынок. 2005. № 9. С. 2.

⁵Там же.

⁶Костин А. Наш приоритет – капитализация // Национальный банковский журнал. 2007. № 7. С. 24.

⁷Полежарова Л. В. Правила тонкой капитализации // Российский налоговый курьер. 2008. № 5. С. 47.

Суть российских правил тонкой капитализации состоит в том, чтобы ограничить вычет из налогооблагаемой прибыли налогоплательщика (российской организации) суммы процентов, которые начислены по его долговым обязательствам перед иностранным заимодавцем, одновременно являющимся крупным участником (акционером) налогоплательщика (с долей участия в уставном капитале более 20%).

Такие же правила применяются и в случае, если заем получен от российской организации, аффилированной с крупным иностранным участником (акционером) налогоплательщика.

Таким образом, российские правила недостаточной капитализации предполагают их применение только к контролируемой задолженности «с иностранным элементом» и не применяются к долговым обязательствам перед российскими заимодавцами, участвующими в капитале налогоплательщика.

В современных учебниках по менеджменту можно встретить утверждение, согласно которому капитализация представляет собой общую сумму затрат долгосрочного финансирования компании. Такое финансирование может включать нераспределенную прибыль, привилегированные и обыкновенные акции и другие формы долгосрочной задолженности (облигации и долговые обязательства). Капитализацию можно отличить от структуры капитала. Структура капитала – это широкий термин, и он касается качественного аспекта финансирования. При этом капитализация – это узкий термин и он касается количественного аспекта.

В рамках стратегического управленческого учета используются две основные теории капитализации, которые используются для определения суммы капитализации.

Первая теория именуется «теория капитализации затрат». Согласно теории затрат капитализации, стоимость компании достигается путем сложения стоимости основных средств, таких как заводы, патенты на машины и т.д., капитал регулярно требуется для непрерывной работы компании (оборотный капитал), затрат на установление бизнеса и расходов на продвижение.

Первоначальные затраты по всем этим статьям становятся основой для расчета капитализации компании.

Такой расчет капитализации полезен в той мере, в какой позволяет организаторам узнать сумму привлеченного капитала. Но это не вполне удовлетворительно. Возражение против импорта заключается в том, что он основан на цифре (т.е. стоимости создания и начала бизнеса), которая не изменится с изменением способности компании зарабатывать. Истинную ценность предприятия оценивают по его доходности, а не по капиталу, вложенному в него. Если, например, некоторые активы устареют, а некоторые остаются неработающими, доходы и доходность концерна, естественно, упадут. Но такое падение не снизит стоимости инвестиций, вложенных в бизнес компании.

Вторая теория именуется «теория капитализации доходов (прибыли)». Теория капитализации прибыли признает тот факт, что истинная стоимость (капитализация) предприятия зависит от его доходов и возможностей заработка. Таким образом, стоимость или капитализация компании равна капитализированной стоимости ее предполагаемой прибыли. Для этого новая компания должна подготовить расчетный счет прибылей и убытков. На первые несколько лет своего существования продажи прогнозируются менеджером, в зависимости от его опыта, для определения вероятной стоимости. Предполагаемые таким образом доходы могут быть сопоставлены с фактическими доходами аналогичных компаний в отрасли, с учетом необходимых корректировок. Затем промоутеры будут изучать уровень, по которому другие компании в той же отрасли аналогично расположены. Затем ставка применяется к предполагаемой прибыли компании для определения капитализации.

Как уже отмечалось ранее, каждый из указанных выше подходов к понятию «капитализация» имеет общую для всех подходов черту, состоящую в том, что капитализация определяется как некая величина, которую можно определить различными способами.

Иной взгляд на концептуальные основы капитализации содержится в работах таких авторов как Т. А. Малова и С. Б. Чернышев, определяющих капитализацию в качестве процесса, происходящего в компании, на который оказывают влияние механизмы функционирования самой компании.

Так, Т. А. Малова капитализацией называет «фундаментальный процесс, экономический смысл которого состоит в повышении стоимости капитала, принадлежащего субъектам всех уровней хозяйствования, в результате роста их хозяйственного потенциала и эффективности»⁸.

Чернышев С. Б. определяет капитализацию «и как процесс, и как характеризующий его интегральный экономический показатель. Он означает способность данного материального актива участвовать в производстве новой стоимости»⁹.

Данный подход к трактовке понятия «капитализация», на наш взгляд, берет свое с работ К. Маркса, делавшего акцент на том, что прибавочная стоимость способна капитализироваться, а именно становиться капиталом: в адекватных условиях «одна часть прибавочной стоимости всегда должна расходоваться как доход, а другая часть – капитализироваться»¹⁰.

Объединяя все три подхода к понятию «капитализация», можно сформулировать универсальное определение капитализации, заключающееся в понимании капитализации в качестве процесса изменения стоимости хозяйствующего субъекта, в основе которого лежит действие, связанного с таким процессом, финансового механизма.

Капитализация прямо пропорциональна залоговой цене компании, что отражается на количестве кредитов и их дешевизне, которые можно привлекать для развития бизнеса, что способствует увеличению финансовой отдачи от осуществления эмиссий своих ценных бумаг. Понижению

⁸Малова Т. А. Капитализация в условиях структурных особенностей российской экономики (концептуальный подход) // Аудит и финансовый анализ. 2007. № 5. С. 287.

⁹Чернышев С. Россия суверенная: как заработать вместе со страной. М., 2007. С. 17.

¹⁰Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 2. Кн. II: Процесс обращения капитала. М., 1974. С. 247.

конкурентоспособности национальных компаний содействует не только низкая капитализация, а также негативно влияет на конкурентные позиции государства в принципе, уменьшая таким образом приток инвестиций и затормаживая становления финансового рынка.

Капитализация компании в условиях рыночной экономики является одним из важнейших показателей, характеризующих ее стоимость. Изменение стоимости компании в условиях рыночной экономики является одним из основных критериев ее деятельности, а именно:

- рост капитализации свидетельствует о повышении эффективности ее хозяйственной деятельности и конкурентоспособности как на внешнем, так и на внутреннем рынках;

- падение капитализации – об ухудшении финансового, экономического, а в ряде случаев политического положения и других факторов, оказывающих негативное влияние на имидж компании.

Наибольший методический интерес при рассмотрении оценки капитализации компании в зарубежной практике представляют ставшие концентрацией американского опыта стандарты Американского общества оценщиков.

Анализ нормативных документов отечественных и зарубежных стран подтверждает вывод о том, что в разных странах существуют свои специфические виды стоимости.

Так, в соответствии с ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» от 29.07.98 № 135-ФЗ, под рыночной стоимостью объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть продан на конкурентном рынке в условиях, когда все стороны сделки действуют разумно, располагая необходимой информацией в полном объеме, а на цену продажи-покупки влияют непредвиденные обстоятельства, такие как:

- продавца никто не заставляет продавать объект оценки, а покупателя никто не заставляет его приобретать;

- продавец и покупатель хорошо осведомлены об объекте купли-продажи и действуют разумно в своих интересах и достигают консенсуса;
- объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты, но представленной в виде письменного предложения продавца, направленного возможному покупателю о продаже объекта на определенных условиях;
- цена сделки представляет собой разумное, удовлетворяющее обе стороны вознаграждение за объект оценки;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме, в валюте, предусмотренной в контракте купли-продажи данного объекта.

Приведенное определение с момента вступления в силу вышеназванного закона в обязательном порядке должно использоваться оценщиками при определении рыночной стоимости объекта оценки, принадлежащего Российской Федерации, субъектам Российской Федерации или муниципальным образованиям, физическим и юридическим лицам, для совершения сделок с объектами оценки.

В США в качестве нормативного акта по определению рыночной стоимости объекта используется «Единообразный стандарт профессиональной оценочной деятельности США», согласно которому рыночная стоимость объекта определяется как наиболее вероятная цена, за которую он мог быть продан на конкурентном и открытом рынке при соблюдении всех условий справедливой сделки, когда и покупатель и продавец действуют благоразумно и со знанием дела в предположении, что цена не подвержена каким-либо чрезмерным воздействиям.

Хотя в мировой практике существует много методов оценки стоимости компаний, в российской практике в условиях посттрансформационного периода они не нашли еще широкого применения, так как экономику России нельзя считать полностью рыночной, она все еще является экономикой переходного посттрансформационного периода.

Наибольшую распространенность в российской практике приобрели «Методические рекомендации по оценочной деятельности: оценка рыночной

стоимости предприятия (бизнеса)», созданные большим коллективом отечественных корифеев экономики и менеджмента, преподавателей спектра самых именитых российских академий, вузов, в том числе специалистами, занимающимися оценочной деятельностью.

Возвращаясь к теме настоящего исследования, возникает следующий вопрос: в чем же все-таки проблема оценки капитализации хозяйствующих субъектов?

По мнению автора исследования, проблема возникает в том, что, исходя из сущности понятия «капитализация», можно сделать вывод о том, что капитализация – это не реальный капитал хозяйствующего субъекта, а фиктивный капитал.

Дифференциация между фиктивным и реальным капиталом проявляются как раз в различных методах их количественной оценки.

Так, реальный капитал, имеющий физическое воплощение, может быть непосредственно оценен, так как может быть оценена непосредственно стоимость активов, лежащая в основе оценки стоимости компании или бизнеса и включающая расчет прогнозных финансовых результатов на основе ключевых параметров.

Во-первых, реальный капитал может быть оценен на основании результатов прошлых лет деятельности хозяйствующего субъекта, путем проведения структурно-динамического анализа.

Во-вторых, всегда имеется возможность оценки рисков нормального функционирования хозяйствующего субъекта и ведения бизнеса (правовых, налоговых, корпоративных, природно-климатических, технологических, кадровых и т.д.).

В-третьих, при оценке реального капитала всегда можно провести исследование факторов, предопределяющих результативность деятельности хозяйствующего субъекта (оценить состояние и конъюнктуру рынка и т.д.).

Фиктивный капитал нельзя точно оценить без применения специфических методов расчета. Кроме того, его стоимостная оценка очень динамично

изменяется, поскольку финансовые средства, вкладываемые в ценные бумаги, находятся в определенном промежуточном состоянии (не являясь ни деньгами, ни товаром), а рост фиктивного капитала зависит от котировок ценных бумаг на рынке, на которые также оказывают влияние разнообразные факторы (объективные и субъективные).

Так, объективные факторы – это финансовое состояние хозяйствующих субъектов, их прибыль и размер выплачиваемых дивидендов по итогам деятельности компании. Кроме того, в качестве объективных факторов следует выделить перспективность отрасли, в которой функционирует тот или иной хозяйствующий субъект.

Для оценки влияния таких факторов используются различные критерии.

Субъективные факторы – это своего рода прогнозные факторы, такие как оценка влияния на курс ценных бумаг мажоритарных акционеров, методика оценки курса ценных бумаг, инсайдерская информация и т.д.

По сути сам рынок фиктивного капитала, являясь спекулятивным (функционирующим на основе прогнозных ожиданий), представляет собой субъективный фактор.

В научной литературе отмечается, что воздействие спекулятивных ожиданий смещает баланс в комплексе стоимостнообразующих факторов в сторону субъективизма, что в итоге приводит к дисбалансу движения реального и фиктивного капиталов.

Так, в период подъемов рост фиктивного капитала существенно опережает рост реального капитала и наоборот.

Безусловно, как объективный, так и фиктивный капитал отражают интересы различных групп субъектов.

Так, анализируя сущность реального капитала можно говорить о том, что он отражает интересы и собственников, и работников хозяйствующих субъектов, в то время как фиктивный капитал, являясь спекулятивным и зависимым от рынка ценных бумаг, в большей степени направлен на отражение интересов различных групп собственников хозяйствующих субъектов (мажоритарных и миноритарных

акционеров). Если в действительности все обстоит именно таким образом, то несоответствие движения и динамики реального и фиктивного капитала несет в себе конфликт интересов, который может нести катастрофические последствия для экономик стран в целом.

Возвращаясь к сформулированному в рамках настоящего исследования понятию «капитализация», заключающемуся в понимании капитализации в качестве процесса изменения стоимости хозяйствующего субъекта, в основе которого лежит действие, связанного с таким процессом финансового механизма, можно сделать вывод о том, что в зависимости от механизма процесса трансформации части доходов в капитал можно выделить объективную, субъективную и фиктивную капитализации.

Объективная капитализация будет наблюдаться у тех хозяйствующих субъектов, эффективно функционирующих и имеющих финансовый результат своей деятельности, что позволяет им реинвестировать часть прибыли и увеличить собственный капитал.

Такая капитализация повышает финансовую устойчивость компаний и стимулирует рост их рейтинга, что обуславливает высокую цену хозяйствующего субъекта на рынке.

Субъективная капитализация связана в первую очередь с внедрением активной маркетинговой политики, что повышает стоимость товарного знака (фирменного наименования) или рост активов за счет включения прав на результаты интеллектуальной деятельности в уставный капитал.

Произвести оценку прав на результаты интеллектуальной деятельности и средства индивидуализации довольно сложно, ввиду того, что стоимость имущественного права на произведения, изобретения, товарный знак либо технологию зависима от его номинальной ценности, наравне с фактом и степенью актуализации их при производстве товаров или услуг¹¹.

¹¹Лужанский Б. Е. Оценка стоимости научно-технической продукции – согласование экономических интересов государства и инвесторов // Имущественные отношения. 2003. № 8. С. 55; Ямбаева Р. Хитросплетения изобретений // Коммерсант-Деньги. 2003. № 8. С. 26.

При осуществлении оценки необходим комплексный анализ факторов, каждый из которых может оказать существенное влияние на итоговую стоимость прав, вносимых в качестве вклада в уставный капитал.

Например, при оценке прав на товарный знак (знак обслуживания) первостепенным фактором является срок использования и объем передаваемых прав, ввиду того, что право на товарный знак может быть передано не на все группы товаров, содержащиеся в свидетельстве на товарный знак.

На оценку стоимости имущественного права на запатентованные изобретения оказывают влияние:

- уровень освоенности изобретений, используемых при производстве товаров или услуг;
- цель и назначение оценки изобретений;
- уровень морального устаревания разработки в момент оценки;
- риск утраты патента ввиду того, что патентная чистота отсутствует;
- остаток периода действия патента либо лицензии на пользование изобретения¹².

Одним из факторов, влияющих на оценку прав на ноу-хау, и вовсе является само наличие возможности произведения оценки, также сведения, составляющие секрет производства, должны иметь коммерческую ценность.

Как справедливо отмечается в литературе, оценка интеллектуальной собственности в современности, при условии недостаточно сформированной нормативной базы согласно методикам оценки объектов интеллектуальной собственности, по факту становится инструментом манипулирования стоимостью совокупных активов компаний¹³.

Таким образом, по факту идет рост рыночной стоимости хозяйствующего субъекта, не соответствующая его действительной стоимости.

¹²Смирнов В. Н. Что требует Гражданский кодекс РФ от исполнителя НИОКР? // Патенты и лицензии. 1999. № 10. С. 25.

¹³Федорова М. А. Проблемы профессиональной оценки интеллектуальных прав в условиях перехода к инновационной экономике // Право интеллектуальной собственности. 2008. № 1. С. 8.

Фиктивная капитализация очень похожа на субъективную. Исторически такая капитализация возникла во время трансформации административной экономики в рыночную при приватизации государственного имущества, поскольку именно в этот период капитализация стала определяться на основе котировок акций и отождествляться с рыночной стоимостью компаний. При фиктивной капитализации рост реального капитала не происходит, но сам процесс капитализации исходит не из внутренней среды компании, а определяется исходя из биржевых котировок цен.

Колоссальный рост фиктивного капитала в настоящее время наблюдается в трансформационных экономиках (экономика России также в настоящий момент претерпевает трансформации, поэтому в полной мере назвать ее рыночной нельзя).

Специфика фиктивной капитализации в странах с трансформационной экономикой обусловлена рядом причин.

Так, при разгосударствлении собственности реальная цена государственного имущества была существенно занижена, поскольку оценка осуществлялась на основании балансовой стоимости активов. Кроме того, следует отметить отсутствие прозрачности при создании хозяйствующих субъектов, когда бенефициарные владельцы скрыты «вуалью» оффшорных зон.

Еще одной особенностью является сознательное занижение стоимости предприятия со стороны потенциальных собственников (банкротство, провоцирование забастовок рабочих и т.д.).

Также можно выделить большие масштабы теневой экономики и отсутствие эффективно функционирующего фондового рынка.

Все эти причины способствуют занижению стоимости фиктивного капитала.

Подводя итоги настоящего параграфа, можно сделать следующие выводы.

1. Многообразие научных воззрений на категорию «капитализация» обуславливает отсутствие универсального определения рассматриваемой

категории. Одни исследователи рассматривают капитализацию в качестве явления, другие – в качестве процесса.

Объединяя все имеющиеся подходы к понятию «капитализация», можно сформулировать универсальное определение капитализации, заключающееся в понимании капитализации в качестве процесса изменения стоимости хозяйствующего субъекта, в основе которого лежит действие связанного с таким процессом финансового механизма.

2. Рыночная стоимость хозяйствующего субъекта должна определяться как наиболее вероятная цена, за которую он мог быть продан на конкурентном и открытом рынке при соблюдении всех условий справедливой сделки, когда и покупатель, и продавец действуют благоразумно и со знанием дела в предположении, что цена не подвержена каким-либо чрезмерным воздействиям. Хотя в мировой практике существует много методов оценки стоимости компаний, в российской практике в условиях посттрансформационного периода они не нашли еще широкого применения, так как экономику России нельзя считать полностью рыночной, она все еще является экономикой переходного посттрансформационного периода, что обуславливает особенности капитализации в нашей стране.

3. Учитывая характер национальной экономики, необходимо говорить о том, что в настоящий момент в России превалирует фиктивная капитализация, характеризующаяся занижением реальной стоимости хозяйствующих субъектов.

1.2 ОСНОВЫ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ СФЕРЫ ЖКХ

Многообразие видов бизнеса предопределяет наличие большого количества мнений относительно того, ради чего все же существуют хозяйствующие субъекты. Осуществляя предпринимательскую деятельность, хозяйствующий субъект ставит перед собой разные цели. Приоритетность каждой цели трактуют по-разному в рамках наличествующей теории фирмы. В научной литературе

отмечают, что фундаментальным целеполаганием функционирования предприятия является обеспечение максимального дохода его владельцам¹⁴. В настоящий момент области максимизации дифференцированы следующим образом: продажа, прибыль, темп роста активов и богатство акционеров.

Принципы управления хозяйствующим субъектом, целью которых является увеличение денежного потока, постепенно трансформировались в принципы управления рыночной стоимостью хозяйствующего субъекта.

Под рыночной стоимостью хозяйствующего субъекта необходимо понимать его рыночную капитализацию. Саму категорию «капитализация», можно рассматривать в качестве процесса, суть которого заключается как в увеличении капитала или в качестве оценки, т.е. в качестве стоимости капитала в конкретный момент времени. Более подробно теоретико-методологические аспекты капитализации будут рассмотрены в следующем параграфе настоящего исследования.

Возвращаясь к концептуальным основам капитализации современных компаний сферы ЖКХ, отметим, что в современных условиях первостепенным направлением успешного и устойчивого развития хозяйствующего субъекта, ориентированным равным образом как на интересы собственников, так и на будущие задачи, является система управления стоимостью компании.

Такая система управления появилась в конце 70-х годов прошлого века в рамках стратегического менеджмента из-за неудовлетворенности экономистов традиционной категорией бухгалтерской выручки в контексте задач определения эффективного управления прибылью акционеров, и сегодня распространена во многих странах мира.

Толчком к дальнейшему развитию такой системы стало развитие культуры менеджмента в Америке и в других англосаксонских государствах. Так, методами управления стоимостью компании учитывалось наличие в основе финансовой эффективности определенного бизнеса, максимально корректным

¹⁴Бланк И. А. Финансовая стратегия предприятия. М., 2004. С. 67.

образом отражая величину его экономической стоимости, при этом изменения чистой стоимости определяли предполагаемую величину денежных потоков.

Современные тенденции системы управления стоимостью компании утвердились в качестве передовых не только в государствах, занимающих господствующее положение в мировой экономике, но и в менеджменте развивающейся экономики, в первую очередь, в рамках крупных корпораций ведущих рынков развивающихся стран, к примеру, в КНР, Индии, Бразилии, Мексике, Турции.

Среди самых конструктивных трудов, которые внесли существенный вклад в становление теоретической базы системы управления стоимостью, стоит отметить изыскание Е. Эдвардса и П. Белла. Не менее известной работой также считается авторское исследование Т. Копланда, Т. Колера и Дж. Мюрена, которое интегрирует подходы финансового и стратегического менеджмента.

Ключевой идеей обозначенных работ является пересмотр роли высшего менеджмента компании в увеличении ее стоимости, что логично отвечает интересам владельцев компании.

Концептуально этот вывод явился существенным аспектом в системе реформирования стратегических ориентиров организации и механизме, формирующем критерии результативности в распоряжении предполагаемыми ресурсами компании, находящимися в управлении руководства.

В соответствии с общепринятой логикой управления хозяйствующим субъектом существует определенный набор основных элементов, оказывающих содействие в формировании стоимости хозяйствующего субъекта, к которым целесообразно относить: обмен информацией с инвесторами; улучшения внутри фирмы; потенциал роста с помощью механизма слияний и поглощений; обособление разных структурных подразделений.

Определенно, важное значение в формировании управления стоимостью компании как существенного условия как для всеобщего динамичного становления предприятия, так и для всех акционеров, имеет определение четкой и

объемлющей системы количественных показателей, которая способна взаимоувязывать внутрифирменное планирование и управление стоимостью компании.

Таким образом, в рамках системы управления стоимостью хозяйствующего субъекта в роли главного аспекта выступает потребность ориентировать систему управления на увеличение стоимости компании на рынке и рост ее акций. Следовательно, максимизация стоимости компании зависит от основных факторов, влияющих на нее¹⁵, что говорит о том, что в основе управления бизнесом лежит стоимостно-ориентированный подход.

Указанный подход существенно отличается от принятой традиционной системы управления хозяйствующего субъекта, поскольку приоритетной позицией менеджмента сегодня является не максимизация текущей прибыли, а рыночная стоимость компании. Отсюда, по мнению автора исследования, необходимо сделать вывод о несоответствии традиционных критериев стоимости компании, применяемых в рамках бухгалтерского учета итоговым целям капитализации.

Такое несоответствие можно объяснить рядом факторов.

Во-первых, традиционный бухгалтерский подход ориентирован на прошлые периоды, а не на будущие, что позволяет проследить динамику деятельности компании в прошлом, но не позволяет осуществить прогноз на будущее.

Во-вторых, при традиционном подходе невозможно оценить устойчивость результатов финансовой деятельности.

В-третьих, отсутствует отражение стоимости компании и анализ динамики ее изменений.

Система управления стоимостью компании коррелирует со смыслом устойчивого становления компании и основывается на допущении, когда в границах менеджмента предприятия решение принимают не только исходя из имеющейся бизнес-модели, а также и из соображения устойчивого развития.

¹⁵Щербакова О. Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости // Финансовый менеджмент. 2003. № 3. С. 46.

При этом, между используемой хозяйствующим субъектом бизнес-моделью и управлением стоимостью имеется прочная связь, обусловленная зависимостью потенциального свободного потока денежных средств от избранной и используемой бизнес-модели.

Согласно системе управления рыночной стоимостью, рыночная стоимость хозяйствующего субъекта, которую определяют методом дисконтированных денежных потоков, включает в себя дисконтированные прогнозируемые свободные денежные потоки, в том числе приведенную стоимость и остаточную стоимость бизнеса. Наряду с этим отметим, что доля остаточной стоимости бизнеса свыше 50% свидетельствует о ключевом значении управления стоимостью в рамках достижения цели долгосрочного планирования стоимости компании и, согласно данным аспектам, увеличения ее капитализации¹⁶. Однако несмотря на то, что указанный метод в настоящее время является приоритетным при определении стоимости компании, он не лишен своих недостатков, подробнее об этом будет рассказано в следующих параграфах настоящего исследования.

В качестве источников роста дополнительной стоимости компании детально проанализированы и аргументированы в контексте одного из классических исследований, которое посвящено проблеме Value-Based Management, и обозначены показатели в системной гексагональной диаграмме в форме замкнутого цикла.

Сущность идеи наращивания дополнительной стоимости хозяйствующего субъекта состоит в потенциале количественного измерения разнообразных механизмов формирования стоимости, например, внутренних улучшений (при избавлении от структурных подразделений, поиске новых возможностей роста и т.д.). Каждый процесс, входящий в механизм формирования стоимости при его совершенствовании, позволяет последовательно увеличивать стоимость хозяйствующего субъекта, доводя ее до максимально возможной в имеющихся рыночных условиях.

¹⁶Ибрагимов Р. Управление по стоимости как система менеджмента. URL: http://www.cfin.ru/management/finance/valman/vbm_as_system.shtml. (дата обращения 30.09.2017).

Такая концепция базируется на ряде основополагающих принципов. Во-первых, потоки финансовых средств, формирующиеся хозяйствующим субъектом, служат главным показателем, эффективно определяющим его деятельность.

Во-вторых, инвестиционная деятельность хозяйствующего субъекта должна быть четко ориентирована на рентабельность деятельности, поскольку потребность в дополнительном финансовом обеспечении деятельности обосновывается исключительно возможностью создания новой стоимости, что предопределяет осуществление только такой инвестиционной деятельности, которая обеспечит рентабельность без издержек.

В-третьих, увеличение капитализации хозяйствующего субъекта должно соотноситься с проблематикой экологической устойчивости, ввиду чего необходимым является целесообразное изменение сочетания имеющихся активов.

В-четвертых, переориентирование бухгалтерской отчетности с прошлых показателей, отражающих текущее состояние хозяйствующего субъекта, к показателям, ориентированным на будущие изменения.

Спецификой системы управления стоимостью хозяйствующего субъекта является нацеленность на долгосрочные перспективы развития, являющиеся приоритетными перед краткосрочными. Как уже отмечалось ранее, в рассматриваемой системе делается акцент на прогнозирование денежных потоков как на перспективные источники дохода для хозяйствующего субъекта. При этом, критика ранее принятого традиционного подхода, основанного на краткосрочных показателях, выражается в акцентировании внимания на их недальновидности и невозможности предвидения финансовых осложнений в последующем.

В роли ключа приведения денежных потоков разных временных отрезков в состав единой базы выступает система дисконтирования по ставке, соответствующей стоимости денежных средств во временных аспектах, включая учет рисков получения этих средств. При этом отметим, что система управления стоимостью компании в первую очередь ориентирована исключительно на заинтересованность инвесторов (как реальных, так и потенциальных), поскольку

целеполаганием рассматриваемой системы является формирование стоимости при помощи механизма рынка ценных бумаг.

Можно достаточно долго рассуждать о значении системы управления стоимостью на современном этапе экономического развития, однако наибольший интерес в рамках настоящего исследования представляет рассмотрение сущности и генезиса концепции управления стоимостью бизнеса. Как уже отмечалось ранее, в основе концепции управления стоимостью хозяйствующего субъекта лежит метод дисконтирования денежных потоков, учитывающий эффект экономической прибыли и анализ рисков, включая потенциал при инвестировании, оперирование в расчете потоков свободных денежных средств.

Таким образом, сущность концепции системы управления стоимостью заключается в превращении неких потенциальных возможностей извлечения экономической прибыли для хозяйствующего субъекта в объективную реальность.

По мнению автора исследования, однозначно утверждать о том, что в основе концепции управления стоимостью лежат исключительно интересы акционеров не совсем верно, поскольку это лишь частный случай применения инструментария, составляющего основу рассматриваемой концепции. При этом автором дополнены принципы взаимодействия общественных и государственных финансов при проведении оценки стоимости компаний ЖКХ.

Государство в сфере жизнеобеспечения в системе финансовых отношений активно взаимодействует с хозяйствующими субъектами и населением. Подобные отношения оказывают прямое воздействие на образование фондов денежных средств (например, фонд капитального ремонта). Таким образом, государственные финансы косвенно увеличивают величину капитализации компании, по итогам выполнения целевых программ. Это означает, что финансы отражают денежные отношения между участниками, которые в процессе своего развития приобретают новые качества, меняют свою форму и трансформируются для выполнения экономических и социальных функций, в том числе и для повышения капитализации компаний, принимающих участие в этих отношениях.

Кроме того, финансы приобретают особую форму, выступая материальными носителями взаимодействия государства и общества.

Финансовые потоки в системе жизнеобеспечения управляющего субъекта включают в себя оплату услуг потребителями (наниматели, собственники), дотации, субсидии, субвенции из бюджета на покрытие разницы в тарифах в связи с государственным регулированием цен, в связи с реализацией мер социальной защиты и финансированием различных целевых программ.

В настоящее время финансы вступили в новую стадию развития на которой государственные финансы являются самым важным звеном всей финансовой системы страны, отражающие экономические отношения по формированию и использованию централизованных фондов денежных средств, и становятся одним из важнейших инструментов воздействия на отношения общественных финансов для формирования оценки стоимости компании, участвующих в реализации приоритетных проектов.

В существующих условиях развития рыночной экономики любой хозяйствующий субъект функционирует в условиях конкурентной борьбы, сама идея создания нового бизнеса, товара, работы или услуги имеет определенную стоимость и способна конкурировать на рынке с иными идеями и наличествующими на рынке товарами, работами, услугами. В таких условиях, высший менеджмент не может не принимать решений, не влияющих на управление стоимостью компании.

При этом зачастую именно от таких решений зависят качество и результат управления хозяйствующим субъектом.

Концепции системы управления стоимостью хозяйствующего субъекта подразумевают внедрение стратегического подхода, построенного на принципах, ориентирующихся на постоянное увеличение стоимости хозяйствующего субъекта.

Систематическое повышение стоимости хозяйствующего субъекта возможно исключительно в том случае, если эффективность функционирования хозяйствующего субъекта и темпы его развития выше средних в той или иной

отрасли функционирования компании, т.е. с увеличением потребительской стоимости компании растет и ее конкурентное преимущество. Постепенно, с возрастанием конкурентного преимущества, каждый хозяйствующий субъект сталкивается с необходимостью идентификации факторов создания стоимости, с помощью которых возможна эффективная конкурентная борьба. При этом, перед компанией стоит задача по достижению сразу двух стратегических целей. Первая цель связана с комплексом мероприятий, обеспечивающих выживание хозяйствующего субъекта на рынке. Вторая цель направлена на достижение высоких результатов в конкурентной борьбе и соответственно на увеличение своей капитализации.

В рамках указанных целей выявляются две группы компетенций: базовых и уникальных. Так, базовые компетенции, это те компетенции, которых достаточно для нахождения на рынке, в свою очередь, уникальные компетенции, это те компетенции, которые необходимы хозяйствующему субъекту для занятия конкурентной позиции на соответствующем рынке.

Считается, что стратегические цели хозяйствующего субъекта достигаются исключительно путем применения уникальных компетенций, поскольку чтобы занять конкурентную позицию необходим комплекс взаимосвязанных видов деятельности. В фундаментальном труде Т. Копланда, Т. Колера, Дж. Мюрена по концепции управления стоимостью хозяйствующего субъекта отмечается, что для эффективного механизма управления стоимостью организации требуется ее соответствие следующим шести требованиям, выдвигаемым к компании управленческой деятельности с учетом стоимостного подхода:

- каждая идейная установка должна быть подкреплена и обоснована четкими количественными нормативами создания стоимости;
- строго идти к намеченной цели максимизации стоимости (в том числе, осуществляя реструктуризацию, когда это необходимо);
- удостовериться в том, что и организационная структура, и культура подчиняются цели создания стоимости;

– с кропотливой точностью изучать все факторы формирования стоимости хозяйствующего субъекта, присущие каждому из его хозяйственных подразделений;

– обеспечить эффективное функционирование каждого своего подразделения путем установления для таких подразделений специальных нормативов и строгого контроля результатов их деятельности;

– выявить наиболее рациональные способы стимулирования менеджмента и рядовых работников к увеличению стоимости хозяйствующего субъекта путем материального и нематериального стимулирования¹⁷.

Таким образом, можно говорить о том, что для эффективного управления стоимостью хозяйствующие субъекты вырабатывают ряд компетенций. При этом управление стоимостью осуществляется таким образом, чтобы обеспечить положительные результаты для всех заинтересованных лиц хозяйствующего субъекта, поскольку увеличение стоимости возможно только тогда, когда интересы всех заинтересованных лиц компании соблюдены. Теория и практика о «заинтересованных лицах» хозяйствующего субъекта или «стейкхолдерах» пришла в нашу страну из англосаксонской правовой системы и начала развиваться с появлением в России системы корпоративного управления.

В английской правовой литературе заинтересованные лица хозяйствующего субъекта дифференцируются на четыре основные группы.

Первую группу составляют сами собственники компаний, представленные миноритарными и мажоритарными акционерами. Кроме того, к первой группе относятся инвесторы, именуемые в теории слияния и поглощения «белыми ангелами».

Следующую группу заинтересованных лиц составляет менеджмент компаний, непосредственно осуществляющий текущую деятельность и ответственный за принятие решения в рамках такой деятельности.

¹⁷Copeland T., Koller T., Murrin J. Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. Third Edition. McKinsey&Company Inc. John Wiley & SONS, Inc. 2000. 510 p.

Также заинтересованными лицами можно назвать ту часть работников хозяйствующего субъекта, которая непосредственно заинтересована в достижении таким субъектом стратегических целей.

Последняя группа заинтересованных лиц – это бизнес-партнеры хозяйствующих субъектов¹⁸.

Задаваясь вопросом о том, почему именно эти группы выделяются в качестве заинтересованных лиц для хозяйствующего субъекта, можно прийти к выводу, что каждая из перечисленных групп имеет в отношении хозяйствующего субъекта определенный интерес, который в процессе взаимодействия с хозяйствующим субъектом удовлетворяется посредством установления соответствующих связей.

Таким образом, если каждая из групп заинтересованных лиц имеет интерес, значит и для каждой такой группы эффективность деятельности хозяйствующего субъекта будет зависеть от того, насколько этот интерес удовлетворен. Если удовлетворения интересов какой-либо группы не происходит, то возможен разрыв хозяйственных связей компании с заинтересованной группой, т.е. если интересы компании не совпадают (или не оправдывают) интересы заинтересованной группы, возникает конфликт интересов. В таком случае можно говорить о конфликте предприятия и заинтересованной группы.

Причины конфликта интересов могут иметь различную природу. При этом концепция управления стоимостью призвана решить и эту проблему за счет ориентации компании на долгосрочное эффективное развитие и успех на рынке, измерение эффективности управленческих решений менеджмента, а также создания предпосылок к согласованию интересов заинтересованных лиц.

Классификация финансовых методов формирования капитализации компаний сферы жизнеобеспечения и жилищно-коммунального хозяйства дает возможность определить сферы их применения непосредственно к исследуемой отрасли, варианты возможного применения и его последствия в рыночных

¹⁸Newbould G., Luffman G. Successful Business Policies: An Analysis of the Policies and Performance of the 500 Largest UK Companies. Aldershot, Gower, 1978.

условиях. Основными принципами классификации финансовых методов повышения капитализации компаний сфере ЖКХ являются: эффективность, непротиворечивость, степень воздействия на объект управления, комплексность.

Полнота достижения используемых финансовых методов отражает эффективность. Эффективными признаются следующие методы, которые обеспечивают результативность в кратчайшие сроки, что особенно актуально для сферы жизнеобеспечения и создания комфортных и безопасных условий проживания граждан. В качестве примера, эффективного использования финансовых методов можно позиционировать государственно-частное партнерство. Раскрытие влияния ГЧП на повышение капитализации компании ЖКХ приведено далее по тексту исследования.

Особенностью принципа непротиворечивости финансовых методов, применяемых в сфере ЖКХ, является повышение капитализации компаний, при минимизации воздействия на результаты действия других финансовых методов, реализуемых в многоотраслевой сфере жизнеобеспечения (электроснабжение, теплоснабжение, газоснабжение, водоснабжение и водоотведение и т.д.).

Достижение синергетического эффекта непосредственно связано с комплексностью финансовых методов повышения капитализации компаний. Основой синергетического эффекта является превышение итогового результата от использования финансовых методов суммы результатов от применения каждого метода в отдельности. Достижение синергетического эффекта следует считать важнейшей задачей в сфере повышения капитализации компаний жизнеобеспечения, что позволяет обеспечивать максимально возможный результат по повышению качества жизни населения. Оптимизация финансовых методов в решении поставленных задач перед отраслью предполагает тщательный анализ возможных направлений влияния и последствий применяемых финансовых методов.

Возможно использование следующих критериев классификации финансовых методов повышения капитализации компаний: сфера хозяйственной деятельности компаний, определяющие их капитализацию; продолжительность

влияния методов на рыночную оценку компаний (кратко-, средне- и долгосрочные); степень соответствия специфике экономического развития предприятий сферы жизнеобеспечения.

1.3 МЕХАНИЗМЫ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Начальную цену продажи организации определяют, учитывая ее рыночную стоимость, определение которой, в свою очередь, следует доверять компетентному оценщику, привлеченному внешним управляющим. Данный сотрудник (оценщик) работает в компании по договору оказания услуг по оценке предприятия.

Начальную цену продажи предприятия следует обосновывать, привязывая к ликвидности организации, а именно, к ее стоимости на рынке. Рыночная стоимость является не эквивалентом суммарной балансовой стоимости активов организации, так как ее продают как действующую организацию, как бизнес, который вполне может функционировать и под руководством новых собственников.

Определяя рыночную стоимость организации как бизнеса, необходимо принимать во внимание существующие у организации деловые связи, ее место на рынке этого товара, работу, услуги, ее потенциал, конкурентную среду и остальные факторы, оказывающие влияние на ликвидность компании.

Приходя ко мнению о том, что капитализация по своей сущности представляет рыночную стоимость хозяйствующего субъекта необходимо знать ответ на вопрос о том, как эта стоимость в процессе деятельности хозяйствующего субъекта формируется. Обусловлено это тем, что понимание особенностей формирования стоимости хозяйствующего субъекта позволит органам управления максимально эффективно повысить капитализацию.

По мнению автора исследования, единственным объективным критерием является та стоимость хозяйствующего субъекта, которая формируется рынком.

Однако не все существующие компании торгуются на рынке и, помимо этого, у участников рынка есть собственные представления о справедливых ценах, основанные на индивидуальных для каждого показателях результативности. Таким образом, можно говорить о том, что представления о справедливой стоимости компании у различных субъектов часто не совпадают.

Руководствуясь представлением о том, что несколько рыночных стоимостей хозяйствующий субъект одновременно иметь не может, появляется вопрос: к чьему мнению о стоимости бизнеса следует обращаться?

Безусловно, рыночная стоимость – это не стихийное явление, возникающее само по себе, а некий процесс, подвергающийся влиянию многих факторов. В совокупности такие факторы представляют собой механизм формирования рыночной стоимости. Прежде чем непосредственно обратиться к анализу факторов, влияющих на рыночную стоимость хозяйствующего субъекта и образующих механизмы формирования такой стоимости, следует обратиться к этимологии понятия «механизм» в экономике.

В экономику категория «механизм» пришла из техники в 60-е годы прошлого века, ввиду возникновения потребности в описании социальных и производственных процессов в их взаимодействии, а прототипы простейших механизмов, заимствованных из механики (рычаг, наклонная плоскость и др.), в экономике стали представлять группу инструментов, входящих в состав механизма¹⁹.

Анализируя существующие взгляды на категорию «механизм» в экономической литературе, следует отметить отсутствие единого подхода к определению рассматриваемой категории.

¹⁹Абалкин Л. И. Избранные труды. В 4-х т. Т. II: На пути к реформе. Хозяйственный механизм развитого социалистического общества. Новый тип экономического мышления. Перестройка: пути и проблемы. М, 2000. 911 с.

Так, например, под механизмом в экономике понимается «элемент хозяйственного механизма, совокупность финансовых инструментов, рычагов и способов регулирования экономических процессов»²⁰.

Существует также мнение исследователей, определяющих механизм в экономике не простым набором экономических рычагов и инструментов, а как их систему, т.е. взаимосвязанное и взаимообусловленное сочетание конкретных экономических регуляторов²¹.

В современной экономической литературе высказывается мнение о том, что под механизмом в экономике следует прежде всего понимать совокупность ресурсов экономического процесса и способов их соединения²².

Указанное определение, по мнению автора исследования, наиболее полно отражает понятие такой категории, как механизм в экономике, поскольку механизм, являясь составной частью процесса, не может существовать вне процесса, кроме того, механизм настроен на выполнение исключительно процессных функций.

Таким образом, подходя к исследованию механизмов формирования рыночной стоимости, необходимо акцентировать внимание на том, какие ресурсы лежат в основе механизма формирования рыночной стоимости хозяйствующего субъекта.

По мнению автора исследования, несмотря на то, что сама по себе стоимость это финансовая величина, в основе механизмов формирования стоимости лежат как финансовые, так и нефинансовые ресурсы компании.

Хозяйствующие субъекты, ориентируя усилия на разные факторы стоимости, стремятся обеспечить различную финансовую результативность. Фактор стоимости и его уникальное пользование обеспечивает конкурентное

²⁰Полянский А., Соловьев М. Систематизация механизмов государственного регулирования на рынках недвижимости // Недвижимость и инвестиции. Правовое регулирование. 2001. № 4 (9). С. 16.

²¹<http://birzhevik.ru/tesaurus/221/12065/>

²²Чаленко А. Ю. О понятийной неопределенности термина «механизм» в экономических исследованиях // Экономика промышленности. 2010. № 3. С. 26.

преимущество хозяйствующего субъекта, являясь тем самым объектом коммерческой тайны и, соответственно, не может быть открыто оценен рынком, который оценивает только результативность функционала факторов стоимости – финансовые показатели, являющиеся своеобразной внешней оболочкой компании.

Основа стоимости бизнеса создается финансовыми показателями. Непосредственно с них начинают оценку хозяйствующего субъекта со стороны рынка. Поэтому компании стремятся обеспечивать привлекательность ее финансовой отчетности, зачастую подделывая финансовые результаты своей деятельности и прибегая, наряду с этим, порой к нечестным методам.

Манипулирование с финансовой отчетностью сегодня приобрело угрожающие масштабы. Стоит отметить, что в Российской Федерации, в отличие от Европы, Англии и США, в которых за нераскрытие отчетности предусмотрены колоссальные штрафы, далеко не для каждого хозяйствующего субъекта существует обязанность по раскрытию своей финансовой отчетности.

Так, например, обязанность по раскрытию информации предусмотрена для организаций, осуществляющих банковскую деятельность, компаний, составляющих финансовые группы, акционерных обществ, в то время как для раскрытия финансовой отчетности для обществ с ограниченной ответственностью не является обязательным.

Также можно наблюдать обратную динамику, ухудшение финансовых показателей существенно занижает стоимость бизнеса и привлекательность компании как для реальных, так и для потенциальных инвесторов. При этом только наблюдая за финансовыми показателями компании в динамике за несколько последних лет можно сформировать представление о действительном состоянии дел в хозяйствующем субъекте.

Еще один компонент, влияющий на рыночную стоимость хозяйствующего субъекта, – это внутренняя стоимость, которая представляет собой способность создать ценность для ее акционеров, как имеющихся, так и вероятных.

Для каждого конкретного инвестора один и тот же хозяйствующий субъект имеет различную внутреннюю стоимость, потому что у них отличное представление о создаваемых компанией ценностях. Для одних интересно соблюдение прав инвесторов, структурная организация акционеров и совета директоров, а для других важны финансовые показатели деятельности компании, и они делают акцент на прибыли, выручке, активах, показателях рыночной активности, а также размере и периодичности выплаты дивидендов, включая возможности вертикальной интеграции и т.д.

Указанный перечень не является исчерпывающим, его можно многократно дополнять и расширять.

Такой спектр различных суждений и гипотез вносит неясность в оценку внутренней стоимости хозяйствующего субъекта, существенно затрудняя процесс управления стоимостью бизнеса. Неосуществимо управление такой численностью факторов в одно время. Менеджмент предприятий не способен расплыть усилия и уделить равное внимание каждому фактору стоимости.

Надлежит концентрировать усилия на самых значимых из них, поэтому появляется серьезная проблематика.

Проблематику ключевых факторов становления стоимости бизнеса исследовало и исследует множество специалистов, каждый из которых мотивированно аргументирует приоритетность того или иного фактора, существенность которого варьируется от эксперта к эксперту, в зависимости от того, к какому научному течению он принадлежит.

Указанные обстоятельства достаточно часто приводят в полное замешательство высший менеджмент при выборе действия для увеличения рыночной стоимости. Из-за того, что однозначность в этой проблеме отсутствует, присутствует серьезный недостаток концепции менеджмента рыночной стоимости и потому требуются дополнительные исследования.

Один из самых фундаментальных трудов про стоимость компании²³ в качестве ключевого показателя реальной внутренней стоимости берет величину

²³ Антонов Г. Д., Иванова О. П. Как сформировать эффективные интегрированные компании в промышленности России? // ЭКО. 2002. № 12. С. 57.

дисконтированного денежного потока, который определяет определенные инвестиционные возможности компании, которые, на взгляд ученых, способны добавлять стоимость, подтверждая это многочисленными примерами.

Однако сами авторы исследования акцентируют внимание на том, что величина дисконтированного денежного потока не применима для оценки прошлых результатов, ввиду его исчисления на основе прогнозных показателей. Таким образом, в отсутствии реально оцененного результата прошлых лет достаточно проблематично составить план дальнейших действий хозяйствующего субъекта.

Помимо этого, прогнозированием результатов всегда является неопределенность и управлять организацией исключительно с учетом прогнозных данных, означает еще большее добавление различий в оценку рыночной стоимости инвесторами.

Еще одним недостатком дисконтированного денежного потока выступает тот факт, что он сам о себе с трудом поддается выявлению и измерениям. Необходимы дополнительные критерии ценности для акционеров.

В научной литературе в качестве такого дополнительного критерия предлагается использовать соблюдение баланса интересов участников корпоративного управления²⁴.

Рассмотрим по порядку обе составляющие такого критерия: само по себе корпоративное управление и баланс интересов участников такого управления.

Под корпоративным управлением понимается «комплекс действий, необходимых для формирования и достижения целей общества, включающий планирование, организацию, координацию и контроль, осуществляемые органами общества»²⁵.

Шиткина И. С., ведущий специалист в области корпоративного управления в Российской Федерации, отмечает, что специалисты экономической и

²⁴Васильев Д. Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшений? / Инвестиционный климат и экономическая стратегия России. М., 2000. 169 с.

²⁵Могилевский С. Д. Органы управления хозяйственными обществами. Правовой аспект. М., 2001. С. 97.

юридической научных отраслей подходят к дефиниции корпоративного управления, опираясь на различные цели и свойственные для каждой отрасли знания терминологического аппарата.

К примеру, экономика рассматривает систему корпоративного управления как комплект систем, который ограничивает отклонения от поведения, обеспечивая тем самым максимизацию рыночной стоимости компании. Когда конкуренция на рынке факторов производства и готовых продукций становится дисциплинирующим компонентом «последней инстанции», тогда механизм корпоративного управления представляет из себя «систему раннего предупреждения»²⁶.

Таким образом, благодаря системе корпоративного управления можно обнаружить и пресечь случаи неэффективности деятельности хозяйствующего субъекта на достаточно ранних стадиях такой деятельности, чем обеспечивается ощутимая экономия ресурсов, а также влияние на итоговую рыночную стоимость хозяйствующего субъекта.

В свою очередь, баланс экономических интересов имеет определенный характер взаимодействия между партнерами, когда результативность их коллективной работы становится лучше в сравнении с результативностью их деятельности по отдельности, причем данная оптимизация наблюдается у каждой заинтересованной стороны. Иначе говоря, когда идет взаимодействие партнеров, состояние баланса приобретает признаки экономической целесообразности сотрудничества.

При этом, с целью соблюдения баланса интересов, обе стороны хотя бы частично обязательно должны реализовывать их интересы; а именно их взаимодействие должно отвечать обозначенному нами критерию экономической целесообразности.

Предполагаем, в рамках гипотезы настоящего исследования, что, неуклонно соблюдая баланс интересов, создается рыночная стоимость компании.

²⁶Шиткина И. С. Корпоративное право. М., 2008. С. 182.

Для аргументирования настоящей гипотезы предлагаем рассмотреть процесс становления рыночной цены бизнеса с учетом внутренней стоимости.

Возьмем для этого конкретный субъект, который принимает решение по инвестированию, сопоставляя имеющуюся в этот момент рыночную цену компании для того, чтобы определить, насколько результаты деятельности компании могут соответствовать его потребностям и способна ли компания представлять из себя ценность для него как для акционера.

Так, например, выделим различие интересов между двумя группами инвесторов – мажоритарными и миноритарными акционерами. Несмотря на то, что эти два типа владельцев акций являются собственниками одной компании, имеющей общую цель деятельности – получение прибыли, их интересы порой существенно различаются. Если владельцы крупных компаний заинтересованы в долгосрочной перспективе развития бизнеса и увеличении его стоимости, то интересы миноритарных акционеров сводятся зачастую лишь к регулярному получению прибыли в виде дивидендов или прибыли на разнице в стоимости акций, т.е. потенциальный инвестор сопоставляет рыночную и внутреннюю стоимость компании, которая для каждого инвестора имеет разное значение.

Если внутренняя стоимость хозяйствующего субъекта для определенного инвестора выше его рыночной цены, то это со стороны инвестора может оцениваться как недооценивание компании рынком. Следовательно, инвестор покупает акции или доли компании, поскольку, как он полагает, рыночная цена устремится к его внутренней стоимости. Процент вероятности покупки прямо пропорционален росту разницы между внутренней и рыночной стоимостью, чем он выше, тем покупка более реальна. Покупая акции (доли), инвестор стимулирует спрос на акции (доли), это ведет к их росту. Рост сильнее, когда покупок становится больше. В конечном итоге, мы приходим к той ситуации, что чем больше инвесторов-акционеров оценили высоко внутреннюю стоимость, тем становится выше рыночная цена бизнеса. Как мы уже говорили выше, критерии оценки у разных инвесторов зачастую не совпадают. Соответственно, критерии

оценки, выражаемые одним, допустим интегральным показателем, не пригодны в управлении рыночной стоимостью. Требуется взаимоувязка разных показателей.

Если внутренняя стоимость компании для определенного инвестора ниже его рыночной цены, то наблюдается обратная ситуация. Думая о переоценке стоимости, инвестор начинает продавать имеющиеся акции с целью их последующей покупки по более низкой цене. Стихийная продажа акций инвесторами ведет к существенному снижению рыночной стоимости компании (чем больше продаж, тем сильнее снижение).

Если внутренняя стоимость компании для определенного инвестора совпала с его рыночной ценой, то возникают обстоятельства неопределенности, при которых основная часть инвесторов предпочтет не совершать сделку с акциями компании.

Резюмируя вышесказанное, можно сделать вывод о том, что чем большее количество акционеров удовлетворено результативными показателями деятельности фирмы, тем больше возрастет рыночная стоимость, что представляет собой один из самых простых механизмов формирования рыночной стоимости компании.

Однако рассуждая о подобном механизме формирования стоимости следует учитывать, что каждый собственник оценивает функционал компании согласно собственным критериям, зачастую не имеющим количественного выражения. Либо показатели, которые в оценке применяются, не имеют однозначной интерпретации, в отличие от вышеуказанных примеров, что, в итоге, ведет к сложностям со становлением внутренней стоимости, и, соответственно, с управлением рыночной стоимостью.

Учитывая то, что каждый инвестор имеет свои собственные требования, то процесс становления рыночной и внутренней стоимости может быть практически неуправляем, потому что нереально соответствовать всем обусловленным требованиям, которые предъявляются собственниками компании. Тем не менее, руководство имеет потенциал управлять рыночной стоимостью, для чего вполне

довольно, чтобы интересы основного числа акционеров удовлетворились хотя бы отчасти, а итоги функционирования компании, которые целесообразно назвать результатами совместной деятельности, могут стать лучше, т.е. динамика показателей как количественных, так и качественных, станет положительной, что в конечном итоге подразумевает под собой баланс интересов.

При управлении балансом интересов руководство компании может целенаправленно воздействовать на внутреннюю, а стало быть, и на рыночную стоимость. Наряду с этим, необязательно владеть количественным значением оценки внутренней стоимости, в первую очередь, стоит задать направление ее изменений и определить фактор, оказывающий самое большое влияние на ее рост.

В условиях рыночной экономики еще одну существенную значимость для стоимости организации приобретает деловая репутация компании, которая является нематериальным активом, т.е. юридически неидентифицируемым, возникающим благодаря фирменному наименованию, репутации, наличию постоянной клиентуры, местоположению и аналогичным факторам, стоимость которых нельзя выделить и оценить по отдельности, но которые обуславливают дополнительные доходы или иные экономические выгоды.

Оценка деловой репутации, по мнению автора исследования, должна осуществляться с позиции ее содержания.

В рамках этого подхода оценку определяют разные составляющие деловой репутации, их конгломерат позволяет организации получить разные преимущества и выгоду, а при идеальном раскладе – дополнительную прибыль, априори повышающую средний уровень (сверхприбыль). К примеру, согласно решению дела *CIT v. B.C. Srinivasa Setty* деловая репутация была определена как и большинство относимых к бизнесу показателей: личностью собственника, природой и характером бизнеса, месторасположением, репутацией, влиянием на современный рынок и социально-экономический климат в принципе²⁷.

²⁷*CIT v. B.C. Srinivasa Setty (SC) Supreme Court Decision dt. 19-02-1981. 128 ITR 294 (SC). 21 CTR 138 (SC).*

Сама за себя говорит и ценность такого актива как деловая репутация: в научных трудах говорится, что соотношение материального и нематериального активов способно достигать до 90:10.

К примеру, Е. А. Ершовой приводится следующий пример: «90% суммы сделки (12,9 млрд. долл.) компания *Philip Morris* заплатила за гудвилл компании *Kraft Inc.* в сделке по ее приобретению. В сделке по слиянию *Time Warner Inc.* 80% из 14 млрд. долл. США пришлось на долю деловой репутации»²⁸.

Наряду с этим, зачастую соотношение стоимости материального и нематериального активов приобретает характер 50:50.

К примеру, немецкое деловое периодическое издание *Handelsblatt* в 2008 г. провело изыскание активов 127-ми немецких организаций, которые действуют на рынке капитала, итогом данного исследования стало заключение о том, что у 26,8% организаций доля деловой репутации в составе активов свыше 50%.

В качестве подтверждения этой статистики может стать пример приобретения компанией *Astra Zeneca PIC* бизнеса *Medimmune Inc.*, стоимостью в 15,7 млрд. долл., при этом в балансовом отчете *Astra Zeneca PIC* стоимость гудвилла была определена в 8,8 млн. долл.

В качестве другого примера может послужить факт приобретения компанией *Johnson & Johnson's US* бизнеса *Pfizer Consumer Health care business* за 16,6 млрд. долл., при этом в ежегодном отчете, который раскрывает принадлежащие организации активы, покупатель указал деловую репутацию, оцениваемую в 6,5 млрд. долл.²⁹

В совокупности деловая репутация и корпоративное управление представляют собой внутренние процессы формирования механизма стоимости хозяйствующего субъекта.

Таким образом, подводя итог настоящему параграфу исследования о механизмах формирования стоимости бизнеса, необходимо говорить о том, что

²⁸Ершова Е. А. Гудвилл бизнеса. М., 2013. 223 с.

²⁹Handelsblatt Firmencheck "Altlasten bedrohen deutsche Firmen" // Handelsblatt N 195. 8 October. 2008. S. 1.

сам по себе механизм формирования стоимости представляет собой комплекс взаимосвязанных процессов, происходящих в хозяйствующем субъекте.

К таким процессам, в частности, относятся финансовые и нефинансовые аспекты функционирования компании, которые только в своей совокупности могут сформировать объективную стоимость компании.

Выводы к главе 1

По результатам исследования, проведенного в первой главе, можно сформулировать ряд выводов:

1. Концепция управления стоимостью призвана решить проблему конфликта интересов, в первую очередь, за счет ориентации компании на долгосрочное эффективное развитие, успех на рынке и измерение эффективности управленческих решений менеджмента, а также создания необходимых предпосылок к согласованию интересов заинтересованных лиц.

Каждая из групп заинтересованных лиц хозяйствующего субъекта имеет в отношении него интерес, соответственно, и для каждой такой группы эффективность деятельности компании будет зависеть от того, насколько этот интерес удовлетворен. Если удовлетворения интересов какой-либо группы не происходит, то возможен разрыв хозяйственных связей компании с заинтересованной группой. Таким образом, если интересы компании не совпадают (или не оправдывают) интересы заинтересованной группы, то возникает конфликт интересов, который может иметь различную природу. Эффективным способом разрешения конфликта, по нашему мнению, является применение концепции управления стоимостью.

2. Многообразие научных воззрений на категорию «капитализация» обуславливает отсутствие универсального определения рассматриваемой категории. Одни исследователи рассматривают капитализацию в качестве явления, другие в качестве процесса. Объединяя все имеющиеся подходы к понятию «капитализация», в диссертации было сформулировано ее универсальное

определение. Так, автором под понятием «капитализация» понимается процесс изменения стоимости хозяйствующего субъекта, в основе которого лежит действие, связанное с таким процессом, или определенный финансовый механизм.

Глава 2

ФИНАНСОВЫЕ МЕХАНИЗМЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ОБЕСПЕЧЕНИЯ КАПИТАЛИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЙ

2.1 ТИПОЛОГИЯ МЕХАНИЗМОВ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ

Рассматривая капитализацию как некий процесс необходимо понимать существо такого процесса. Этимологически категория «процесс» происходит от латинского «processus», обозначающего «течение», «продвижение», «ход». В толковых словарях под категорией «процесс» понимается совокупность последовательных действий, направленных на достижение определенного результата³⁰.

Говоря о совокупности действий важно понимать составляющие такой совокупности, а также как происходит переход от одного состояния в другое. Кроме того, возникает вопрос о том, какие действия лежат в основе указанного перехода? Безусловно, переход от одного состояния в другое связан с разного рода изменениями, а явление, производящее такие изменения именуется «механизмом».

Категория «механизм» по своей природе является функциональной, что говорит о том, что механизмов, происходящих самих по себе и не зависящих от воли человека, не существует. Механизм неразрывно связан с процессом, поскольку без механизма, обеспечивающего процесс, не может существовать самого процесса. Понятие категории «механизм» многогранно и пришло в экономику из техники, как это уже отмечалось в предыдущей главе настоящего исследования.

В современной экономической литературе под механизмом понимается совокупность ресурсов экономического процесса и способов их соединения. Обусловлено это тем, что механизм, являясь составной частью процесса, не

³⁰Дмитриев Д. В. (ред.). Толковый словарь русского языка. М., 2003. С. 677.

может существовать вне процесса, кроме того, механизм настроен на выполнение исключительно процессных функций.

Капитализация – явление, которое исследуется учеными достаточно давно, поэтому немало работ было посвящено разработке, анализу и классификации механизмов капитализации.

В настоящее время в литературе выделяют механизмы капитализации, дифференцирующиеся по различным основаниям: финансовые механизмы определения величины капитализации и механизмы влияния на величину капитализации.

Данная классификация позволила систематизировать финансовые механизмы капитализации и механизмы, влияющие на изменение величины капитализации компаний (рис. 1).



Рисунок 1 – Систематизация механизмов капитализации³¹

³¹Разработано автором исследования.

Рассматривая указанную систематизацию, необходим детальный анализ категории «финансовый механизм капитализации».

По мнению ряда исследователей в области экономики под финансовым механизмом необходимо понимать «практическую нормативно оформленную деятельность государства по использованию финансов на уровне экономической категории в хозяйственной деятельности общества»³². Такое определение рассматриваемой категории обусловлено деятельностной природой финансов, однако оно не дает понимания процессов, обеспечивающихся финансовым механизмом, а также представления о целях, преследуемых при функционировании финансового механизма.

С точки зрения второго подхода, имеющегося в экономической литературе, категория «финансовый механизм» непосредственно связана с управлением. В связи с чем под финансовым механизмом понимается «система управления финансовыми отношениями через финансовые рычаги ... с помощью финансовых методов»³³, а также «система управления финансами, предназначенная для организации взаимодействия финансовых отношений фондов денежных средств»³⁴.

По мнению автора исследования, со вторым подходом к определению «финансовый механизм» можно согласиться в том, что финансовый механизм действительно может использоваться при осуществлении управления. Однако утверждение об использовании такого механизма при управлении финансовыми отношениями не совсем верно. На наш взгляд, в данном случае необходимо говорить об управлении процессами, ход которых требует изменения в определенном направлении.

В экономической литературе встречается и диаметрально противоположная позиция, сторонники которой утверждают о неправомерности применения

³²Иваницкий В. П. Формирование и развитие финансового механизма на основе распределения денежных накоплений промышленности (теория и методология). Иркутск, 1984. С. 11.

³³Шеремет А. Д., Сайфулин Р. С. Финансы предприятий: учебное пособие. М., 1997. С. 78.

³⁴Финансы: учебное пособие / под. ред. А. М. Ковалевой. М., 1996. С. 12.

категории «финансовый механизм» к управлению, акцентирую внимание на том, что финансовый механизм это не что иное как «способ организации отдельных сторон финансовой системы»³⁵.

Вышеназванное определение категории «финансовый механизм» видится не совсем корректным ввиду того, что сам механизм может быть устроен определенным «способом», но выступать в качестве способа может лишь тогда, когда участвует в организации какого-либо процесса. В известном смысле, «организация взаимодействия отдельных сторон финансовой системы» может быть связана с процессом, ведь именно он задает единство любой системы. Механизм же в указанном контексте выступает в качестве способа организации такого процесса. При этом он будет являться не только часть этой системы, но и ее материальным наполнением.

Имеются также мнения о том, что категорию «финансовый механизм» необходимо рассматривать в контексте субъект-объектного подхода, согласно которому финансовый механизм выступает в качестве средства воздействия субъекта на объект финансовой системы, являясь тем самым внешней формой проявления практической реализации функций финансов³⁶.

Возвращаясь к связи механизма с процессом необходимо отметить то, что финансовый механизм является «средством» только при условии, что это будет средство воздействия на процесс.

С появлением натуралистического подхода к природе вещей и явлений современного мира, основанного на естественном (природном) происхождении явлений и вещей, появилась и натуралистическая трактовка финансового механизма. С точки зрения натуралистического подхода под финансовым механизмом следует понимать «совокупность финансовых условий деятельности корпорации, установленных на определенный момент времени, а также набор инструментов, методов, приемов и контрольных показателей по формированию и распределению доходов, управлению активами и пассивами, служащих средством

³⁵Дидович А. П. Изучение проблем налогообложения: опыт использования принципов системного анализа. Иркутск, 2003. С. 56.

³⁶Финансы и кредит: учебник / под ред. А. Ю. Казака. Екатеринбург, 1994. С. 32.

сохранения финансовых ресурсов и достижения целей финансового управления корпорации»³⁷.

В указанном определении финансовый механизм выступает одновременно и условием и набором инструментов. При этом надо понимать, что сам по себе механизм может являться «условием» лишь для соответствующих процессов, а «набор инструментов», по мнению автора исследования, и вовсе не может признаваться в качестве механизма.

Кроме того, возникает вопрос относительно корректности подхода к определению категории «финансовый механизм» с точки зрения натуралистического подхода. Как отмечалось ранее, сущность натуралистического подхода заключается в природном происхождении вещей и явлений окружающего мира. Финансовый механизм, являясь порождением человечества, не может иметь природное происхождение.

Подводя итог вышесказанному, необходимо отметить отсутствие единообразия к определению категории «финансовый механизм».

По мнению автора исследования, само введение таких сложных понятий как «финансовый механизм» посредством формального определения несовершенно ввиду его многогранности, поэтому для уяснения сущности рассматриваемой категории необходимо в первую очередь последовательно описывать различные его составляющие.

Кроме того, анализируя сущность понятия категории «механизм», необходимо отметить, что финансовый механизм, применительно к сущности «механизма», на наш взгляд, не может определяться безотносительно того процесса, который он обеспечивает.

Так, первоначально должен быть выделен процесс, в отношении которого будет внедряться понятие финансового механизма. Безусловно, дифференциация процессов предполагает и дифференциацию финансовых механизмов. Не является исключением в данном случае и процесс капитализации хозяйствующих

³⁷Самаруха В. И., Пермякова Н. С. Развитие финансового механизма корпораций: учебное пособие. Иркутск, 2001. С. 77.

субъектов. Важно также отметить, что для одного и того же процесса могут существовать различные механизмы, его обеспечивающие.

Являясь процессом, капитализация, как и любой другой процесс, подвержена определенной динамике. В научной экономической литературе категория «финансовый механизм» для уяснения и объяснения динамики процесса капитализации не применяется. Так, большая часть работ посвящена либо различным «факторам» капитализации³⁸, либо способам ее повышения³⁹.

По мнению автора исследования, наиболее точная характеристика динамики капитализации может быть дана исключительно посредством выделения финансовых механизмов, обеспечивающих капитализацию. Таким образом, если по своей сущности капитализация – это процесс дифференциации стоимости компании в конкретные моменты времени, то, как уже отмечалось ранее, необходимо выделять финансовые механизмы определения величины капитализации и механизмы влияния на величину капитализации.

В научной литературе выделяют биржевой и оценочный финансовые механизмы определения величины капитализации хозяйствующих субъектов. В основу дефиниции величины капитализации организации при помощи биржевого механизма заложены действия торговцев на бирже, выставяющие заявки на покупку и продажу акций предприятий. Параметры таких заявок фиксируются в биржевом стакане, а рыночной ценой признается цена последней сделки (продажи или покупки).

«Биржевой стакан» – это некая таблица «неудовлетворительных заявок» на покупку и продажу акций, ранжированная согласно уменьшению цены, указанной в заявке. Тем самым, наверху таблицы располагаются заявки на продажу акций по цене выше рыночной, которые не удовлетворены и, соответственно, внизу таблицы находятся заявки на покупку акций согласно ниже рыночной цены.

³⁸Малова Т. А. Капитализация: предпосылки национального прорыва // Финансовый бизнес. 2008. Январь–февраль. С. 39.

³⁹Гвардин С. В. IPO: Стратегия, перспективы и опыт российских компаний. М., 2007. С. 157.

Составим примерную схему биржевого механизма определения величины капитализации (рис. 2).



Рисунок 2 – Биржевой механизм определения величины капитализации⁴⁰

Приоритетное положение биржевого механизма расчета величины капитализации хозяйствующих субъектов привело к тому, что в практике оценки капитализации появился подход, ориентированный на биржевые котировки. В основе указанного подхода лежит предположение о том, что в условиях идеального рынка стоимость двух идентичных хозяйствующих субъектов должна быть идентичной. Поэтому для того, чтобы с максимальной точностью выявить капитализацию компании необходимо ориентироваться на информацию о капитализации аналогичных хозяйствующих субъектов, величины которых определены на основе совершенных сделок.

Таким образом, на основании вышеназванного подхода необходимо сделать вывод о том, что капитализация хозяйствующих субъектов оценивается рынком, и соответственно никакого различия между стоимостью одинаковых хозяйствующих субъектов быть не должно, но в том случае если цена листингуемых акций одного хозяйствующего субъекта выше или ниже цены на

⁴⁰Разработано автором исследования.

аналогичные акции другого хозяйствующего субъекта, то капитализация рассчитывается по средней величине.

Расчетный механизм функционирует за счет действий эксперта-оценщика, который, используя специально разработанный условный аппарат оценки стоимости хозяйствующего субъекта, рассчитывает величину капитализации (рис. 3).



Рисунок 3 – Расчетный механизм определения величины капитализации компании⁴¹

В основе итогового расчета капитализации лежит стоимость, рассчитанная на основании формальных критериев, разработанных профессиональным оценщиком.

Среди механизмов, влияющих на изменение величины капитализации компаний, выделяют: спекулятивный, брендовый, маркетинговый, информационный и другие.

В основу спекулятивного механизма положены действия с акциями на фондовом рынке, где в зависимости от их роста увеличивается капитализация, а при уменьшении цен на акции капитализация соответственно снижается.

Маркетинговый механизм прямо связан со стратегической деятельностью компании и заключается в росте капитализации в зависимости от выбранной

⁴¹Разработано автором исследования.

маркетинговой стратегии. Так, при выборе стратегии роста продаж происходит рост чистого денежного потока, что впоследствии увеличивает капитализацию.

Кроме того, при выборе маркетинговой стратегии учитывается опыт реализации предыдущих стратегий, что позволяет не допустить ошибок допущенных в прошлом. При этом отметим, что данный фактор имеет кроме положительной отрицательную сторону, поскольку достаточно часто высшее руководство сознательно или интуитивно находится под влиянием опыта предыдущих стратегий, что может ограничивать выбор.

Важнейшим фактором является временной фактор, поскольку даже самая удачная стратегия должна быть использована вовремя. Так, например, тот или иной товар, работа или услуга, внедряемые хозяйствующими субъектами, должны отвечать потребностям рынка. В противном случае об увеличении капитализации не может быть и речи.

Брендовый механизм капитализации заключается в увеличении стоимости за счет наличия у компании определенного товарного знака или фирменного наименования – «бренда», узнаваемого клиентами, при этом не имеет значения, обладает ли компания правом пользования или владения этим «брендом». Наиболее точная суть действия брендового механизма отражена в схемах Д. А. Алексеева (рис. 4.)⁴².

Проанализировав маркетинговый и брендовый механизмы капитализации, важно отметить их тесную связь между собой.

Так, в маркетинговом механизме все то, что включается в понятие «бренд» представляет собой нематериальные активы, направленные на увеличение объема продаж.

Брендовый механизм связан с таким понятием как «франчайзинг», под которым в самом простом смысле понимается аренда торговой марки или бренда. Хозяйствующий субъект, получивший права на использование таких результатов

⁴²Анализ процессов приватизации государственной собственности в Российской Федерации за период 1993 – 2003 годы (экспертно-аналитическое мероприятие) / Руководитель рабочей группы – Председатель Счетной палаты Российской Федерации С. В. Степашин. М., 2004. С. 43.

интеллектуальной деятельности за вознаграждение (коммерческая концессия) взамен получает возможность пользоваться уже узнаваемым потребителями брендом, вследствие чего происходит рост его стоимости.

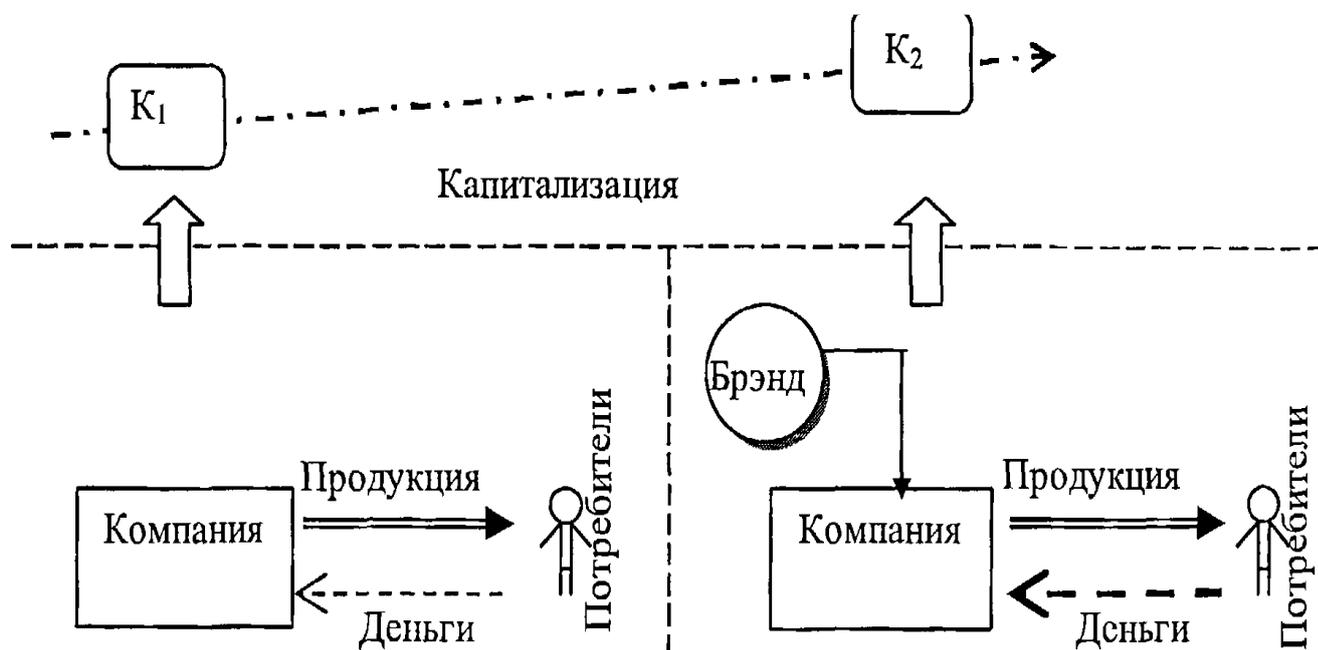


Рисунок 4 – Брендový механизм капитализации⁴³

Бренд является одним из наиболее сильных маркетинговых активов хозяйствующего субъекта. В обновленном рейтинге за 2017 г. «500 самых дорогих брендов мира», рассчитываемом консалтинговой компанией Brand Finance, приведены данные о стоимости 500 самых дорогих брендов мира, в числе которых четыре российские компании.

В таблице 1 содержится информация из указанного отчета, касающаяся российских компаний, попавших в представленный рейтинг.

⁴³Алексеев Д. А. Системное представление финансового механизма капитализации компании / Д. А. Алексеев // Финансово-кредитная деятельность в регионе: способы повышения эффективности: сб. науч. тр. Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2010. С. 25 – 32.

Российские хозяйствующие субъекты с самыми дорогими брендами

Номер в рейтинге	Компания	Стоимость бренда (млрд. р.)	Доля бренда в капитализации, %
230	ЛУКОЙЛ	283,9	27
205	Сбербанк	570	24,5
299	Газпром	305,3	13,1
390	МТС	93,1 млрд. руб.	15,8%

Как видно из представленной информации, среди российских хозяйствующих субъектов бренд занимает наибольший удельный вес в стоимости хозяйствующих субъектов, относящихся к сфере информационно-телекоммуникационных технологий и к банковской сфере. Вклад бренда в капитализацию нефтяных компаний занимает наибольший удельный вес лишь у компании «ЛУКОЙЛ». Исходя из вышесказанного, следует вывод о том, что высокая цена бренда не гарантирует высокую капитализацию.

Информационный механизм заключается в раскрытии информации о деятельности компании, ее финансовой составляющей, планах и перспективах развития. Таким образом, чем прозрачнее деятельность компании, тем выше ее капитализация. Уверенность инвесторов в стабильном развитии хозяйствующего субъекта предполагает их информированность о том, каких действий можно ожидать от менеджмента, что соответственно определяет желание инвестировать деятельность хозяйствующего субъекта.

В рамках указанного механизма, хозяйствующий субъект может самостоятельно влиять на величину своей капитализации за счет повышения прозрачности своей деятельности, публикации достоверной и детальной бухгалтерской отчетности, разработки документов, регламентирующих стратегическое развитие компании и т.д. На основе подобной информации инвесторы получают возможность заранее прогнозировать перспективы компании и будут готовы покупать акции или доли компании по более высокой стоимости,

нежели аналогичной компании с закрытой отчетностью и отсутствием четких планов развития⁴⁴.

В любой случае, отсутствие у хозяйствующего субъекта надлежащего производства, маркетинговых активов или повышения прозрачности деятельности является существенным тормозом для процесса капитализации. Поэтому хозяйствующий субъект, в первую очередь, должен быть нацелен на обеспечение высокой эффективности производства, создание конкурентоспособной и качественной продукции, что при надлежащем уровне корпоративного управления будет являться залогом будущего роста капитализации компании. Финансовый механизм изменения капитализации компании, основанный на производстве потребительских благ (товаров, работ, услуг), необходимо именовать «финансовым механизмом фундаментальной капитализации». Как отмечалось нами ранее в настоящем исследовании, изменение величины капитализации может быть обеспечено не только финансовыми механизмами. Из выделенных нами выше механизмов, к финансовым механизмам капитализации можно отнести только спекулятивный и информационный механизмы. Обусловлено это тем, что действие первого – спекулятивного механизма – непосредственно связано с движением финансовых инструментов, а второго – информационного механизма – с деятельностью хозяйствующего субъекта по составлению и публикации финансовой отчетности.

Подводя итог анализу типологии механизмов капитализации, следует отметить, что, учитывая особенности процесса капитализации, необходимо выделять финансовые механизмы капитализации и механизмы, влияющие на изменение величины капитализации компаний. Учитывая тот факт, что по своей сущности капитализация – это процесс дифференциации стоимости компании в конкретные моменты времени, то необходимо выделять финансовые механизмы определения величины капитализации и механизмы влияния на величину капитализации.

⁴⁴Андрефф В. Российская приватизация: подходы и последствия // Вопросы экономики. 2004. № 6. С. 57.

Выделяют биржевой и оценочный финансовые механизмы определения величины капитализации хозяйствующих субъектов.

В основу дефиниции величины капитализации организации при помощи биржевого механизма заложены действия торговцев на бирже, выставяющие заявки на покупку и продажу акций предприятий.

Оценочный либо расчетный механизмы капитализации работают за счет действий профессионала-эксперта, который, используя специально разработанный условный аппарат оценки стоимости хозяйствующего субъекта, рассчитывает величину капитализации. Среди механизмов, влияющих на изменение величины капитализации компаний, выделяют: спекулятивный, брендовый, маркетинговый, информационный и другие.

2.2 ФИНАНСОВЫЕ И НЕФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИИ

Процесс капитализации состоит из различных этапов и в немалой степени зависит от используемых инструментов. В контексте настоящего исследования, прежде чем непосредственно анализировать инструменты капитализации, необходимо уяснить сущность категории «инструмент капитализации».

Понятие категории «инструмент» используется как литературе общего характера, так и в экономической литературе. В различных толковых словарях и энциклопедиях приводятся универсальные определения категории «инструмент», обобщив которые можно сделать вывод о том, что под инструментом необходимо понимать орудие или средство труда для выполнения какой-либо работы. Указанное определение применимо, например, в области техники или медицины, поскольку в качестве инструмента используются различные вещественно-материальные предметы. В Большом экономическом словаре под «инструментом» понимается техническая оснастка, предназначенная для воздействия на предмет труда с целью изменения его состояния⁴⁵, а под инструментом управления в

⁴⁵Большой экономический словарь / под ред. А. Н. Азриляна. 6-е изд., доп. М., 2004. С. 137.

экономике понимаются «экономические нормативы, ограничения, налоги, правила, штрафы, санкции, цены, вознаграждения, стимулы, кредиты, инвестиции, субсидии, дотации, трансферты, заказы и др.⁴⁶.

Все вышеназванные инструменты управления тем или иным образом влияют на процесс капитализации хозяйствующего субъекта. Таким образом, под инструментами капитализации необходимо понимать совокупность экономических нормативов, ограничений, налогов, правил, штрафов, санкций, цен, вознаграждений, стимулов, кредитов, инвестиций, субсидий, дотаций, трансферт, заказов и т.д., влияющих на результат капитализации.

Анализируя инструменты капитализации, необходимо отметить, что они могут быть как финансовыми, так и нефинансовыми. В российском праве нет легального определения финансового инструмента. Ни в законодательстве, ни в доктрине не установлена область (границы) применения понятия «финансовый инструмент», его смысл и значение. Иными словами, суть данной дефиниции, т.е. установление объема и содержания данного понятия с указанием на отличительную совокупность его признаков, не определена.

Финансовые инструменты, первоначально возникнув как временная мера торговой политики, во второй половине XX в. превратились в постоянно действующее средство, стимулирующее «экспортную агрессию» и захваты новых внешних рынков⁴⁷.

Государственные финансы, например, все чаще становятся задействованными в формировании и реализации внешнеторговой политики. Среди финансовых инструментов наиболее эффективными считаются налоговые льготы и субсидии, предоставляемые экспортерам.

Применительно к категории «капитализация» можно сформировать следующий определенный перечень финансовых инструментов (рис. 5).

⁴⁶Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг и др.; под общ. ред. Б. А. Райзберга. 6-е изд., перераб. и доп. М., 2014. С. 87.

⁴⁷Трошкина Т. Н. Финансово-правовые инструменты в системе государственного регулирования внешнеторговой деятельности // Реформы и право. 2014. № 4. С. 52.

К финансовым инструментам капитализации компании относятся те инструменты, которые повышают стоимость компании за счет привлекаемых дополнительно денежных ресурсов (собственных или заемных). Это могут быть банковские кредиты, являющиеся доступным источником финансирования на этапе становления и развития компании. Однако такие ресурсы являются краткосрочными и достаточно дорогими в обслуживании.

Кредит как самостоятельный финансовый инструмент появился задолго до того, как произошло его законодательное оформление.



Рисунок 5 – Финансовые инструменты капитализации⁴⁸

Так, О. И. Лаврушин считает кредит «гениальным открытием человечества», поскольку он способствует сокращению времени на удовлетворение как производственных, так и личных потребностей человека⁴⁹. Со временем кредит из явления спонтанного, случайного превратился в объективную необходимость. Сложно представить современную экономику без использования кредитных ресурсов как условия устойчивого функционирования хозяйствующих субъектов различных организационно-правовых форм и государства в целом.

⁴⁸Разработано автором исследования.

⁴⁹Деньги, кредит, банки: учебник / Под ред. О. И. Лаврушина. М., 2015. С. 174.

По мнению автора исследования, однозначно утверждать о положительном или отрицательном влиянии такого финансового инструмента как кредит на капитализацию хозяйствующего субъекта, невозможно. Как экономическая категория, кредит отражает движение стоимости в процессе обмена созданного производителем товара или услуги с их потребителями. Вместе с тем у экономистов также нет единого мнения о влиянии кредита на развитие хозяйственных отношений. Одни высказывают мысль о его крайней необходимости ввиду недостаточности собственных финансовых и производственных ресурсов. Другие видят в нем разрушителя экономической системы, поскольку он далеко не всегда позволяет заемщику укрепить свой экономический потенциал⁵⁰.

Облигации и векселя также являются финансовыми инструментами капитализации. Преимущество таких инструментов заключается в отсутствии необходимости иметь залоговую базу, кроме того, они имеют более длительные сроки погашения, однако при этом необходимо обеспечение прозрачности бизнеса. К тому же, облигационные займы заметно дорожают, в связи с чем на рынке по рефинансированию возникает денежный дефицит.

В практике оценки стоимости компании оценка акций, облигаций и других финансовых инструментов, выпущенных компанией, представляет особый интерес. Методы оценки, а также уяснение различий между финансовыми инструментами имеют решающее значение для процесса оценки, а соответственно и для процесса капитализации компании.

Финансовый инструмент – это торгуемый актив любого рода, либо денежные средства, свидетельство о доле владения в организации, либо договорное право на получение или поставку денежных средств или другого финансового инструмента. Оценка некоторых финансовых инструментов помогает определить стоимость всей компании или только ее части.

⁵⁰Галева К. М. О сущности предмета преступления в рамках уголовно-правовой охраны кредитных отношений // Российский юридический журнал. 2016. № 1. С. 92 – 97; № 5. С. 156 – 163.

Может показаться, что оценка финансовых инструментов в основном важна для финансовых фирм, так как эмиссия и торговля ценными бумагами является самой большой частью их бизнеса, но в последнее время ценные бумаги приобретают наибольшую важность для производственных и сервисных компаний. Нефинансовые компании активно участвуют на рынке облигаций и размещают свободные денежные средства в валюте и производных финансовых инструментах.

Советы директоров, руководство и инвесторы требуют оценки акционерного капитала и долговых инструментов для различных целей, включая планирование и отчетность, для целей, связанных с соблюдением аудита, корпоративным и кадровым налогом, отсроченными компенсациями, формированием плана собственности на акции сотрудников и отчетности, сбора средств/рекапитализации, слияния, приобретения и отчуждения, судебной поддержки и т.д.

Оценка капитала, акций, опционов и производных инструментов зависит от ряда переменных и представляет ключевое значение в рамках процесса капитализации. Однако, анализ по оценке часто требуют сложных формул и ключевых данных/предположений, которые, к сожалению, могут привести к противоречиям или спорам.

IPO и SPO в качестве финансовых инструментов капитализации характеризуются отсутствием необходимости привлечения ресурсов. Кроме того, они не образуют долгового обязательства и способны обеспечивать максимальную оценку капитализации. Однако в условиях кризиса фондовых рынков вполне могут быть и риски по недооценке таких инструментов.

Инвестиционные банки также можно выделить в качестве финансового инструмента повышения капитализации. Такие банки вполне могут играть роль инвесторов, а именно, владельцев миноритарных пакетов акций, от года до полутора лет перед продажей акций предприятия являться стратегическим инвестором или во время подготовки к IPO.

Рассматривая выпуск акций с точки зрения средства увеличения уставного капитала, можно говорить о том, что в хозяйствующих субъектах полученные средства направляются в большей части на пополнение оборотного капитала.

В контексте настоящего исследования наиболее верным было бы рассматривать привлечение капитала хозяйствующего субъекта посредством эмиссии ценных бумаг посредством различных услуг, предоставляемых финансовыми учреждениями (андеррайтинг). Если рассматривать выпуск облигаций и акций, то использование услуг андеррайтера с одной стороны будет являться для хозяйствующего субъекта альтернативой банковского кредитования. Выпуск облигаций для хозяйствующего субъекта-заемщика позволяет привлекать капитал практически на тех же условиях, что и банковское кредитование, однако с рядом преимуществ в пользу этого хозяйствующего субъекта.

Так, например, хозяйствующий субъект может самостоятельно определить процент за пользование кредитных ресурсов, а также сроки и условия обращения и погашения займа, конкретное направление использования привлекаемого капитала и т.д.

Еще одним важнейшим преимуществом андеррайтинга является отсутствие обязательств разглашать конфиденциальную информацию и контроля кредиторов над финансово-хозяйственной деятельностью хозяйствующего субъекта, а также наличие реальной возможности управления объемом долга путем покупки выпущенных ценных бумаг.

Важно отметить значение андеррайтинга для капитализации хозяйствующих субъектов. Так, при использовании рассматриваемых услуг, хозяйствующий субъект получает реальную возможность обратиться к достаточно большому кругу кредиторов, а также институциональным инвесторам. Конкуренция кредиторов позволит хозяйствующему субъекту привлекать более дешевые ресурсы.

Процесс привлечения андеррайтера при выпуске ценных бумаг не лишен недостатков. Так, существенными недостатками указанной формы привлечения

капитала является необходимость оплаты услуг андеррайтера, наличие расходов на организацию выпуска ценных бумаг, а также частичную потерю контроля над деятельностью хозяйствующего субъекта.

Следующим финансовым инструментом являются фонды прямых инвестиций. Суть таких фондов заключается в покупке акций сроком от трех до пяти лет как без функции управления (миноритарные пакеты в больших национальных организациях), так и с функцией управления (контрольные или блокирующие пакеты). Главной же задачей фондов является обеспечение роста капитализации предприятия, вывод его на IPO либо продажа стратегическим инвесторам.

Еще одним действенным финансовым инструментом капитализации являются портфельные инвесторы, которые повышают капитализацию компании путем покупки миноритарных пакетов акций компаний или ценных бумаг, девелоперских портфелей высокой надежности. Портфельные инвестиции служат основным способом обеспечения финансовой устойчивости любого хозяйствующего субъекта.

Портфельный инвестор – это лицо, приобретающее разные финансовые инструменты с различной степенью риска, для достижения обусловленного (желанного) уровня дохода на вложенные средства. Наряду с этим, данному специалисту не обязательно действовать посредством финансовых институтов, он вполне может непосредственно осуществлять данные операции⁵¹.

Согласно исследованиям П. В. Воробьева, В. В. Иванова и В. А. Лялина в рамках экономики, в реальности портфельные инвестиции – это диверсификация вложений капитала инвестора в разные объекты инвестирования и, в первую очередь, в разнообразные финансовые инструменты. В качестве объектов портфельного инвестирования зачастую выступают разные ценные бумаги, включая банковские депозитные вклады и иностранную валюту, в соответствии с

⁵¹ Андрианов А. Ю., Валдайцев С. В., Воробьев П. В. и др. Инвестиции: учебник / отв. ред. В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. 2-е изд., перераб. и доп. М., 2007. С. 343.

чем в составе инвестиционного портфеля содержатся и прямые, и косвенные опосредованные инвестиции⁵².

Говоря о дефиниции «инвестиционный портфель», согласно концепции С. А. Филина, понятие представляет из себя целенаправленно созданный конгломерат инвестиций в объект финансового или/и реального вложения, predetermined для реализации инвестиционной деятельности в среднесрочный период согласно конкретной инвестиционной стратегии субъекта экономики. Данная дефиниция, невзирая на включение в нее различных объектов инвестирования, – это и целостный объект управления, и понятие, включающее перечень относительно самостоятельных портфелей, которые отличны между собой методами управления ими и видами объектов инвестирования⁵³.

В современной экономической литературе можно также встретить следующее понятие инвестиционного портфеля – «это совокупность ценных бумаг и других активов, собранных вместе для достижения определенных целей»⁵⁴.

Исходя из вышесказанного, выделяя портфельные инвестиции, обоснована установка определенных целей, преследуемых инвестором, и осуществление вложения средств в объект портфельного инвестирования, что в полной мере соответствует сущности процесса капитализации хозяйствующего субъекта.

Одним из наиболее традиционных способов оценки риска инвестиционного портфеля является использование методов математической статистики, когда за основу берутся имеющиеся исторические данные показателей того или иного актива инвестиционного портфеля.

Вышеназванный подход к оценке рисков инвестиционного портфеля компании называется историческим. Его целесообразно использовать не для оценки риска всех активов, а для оценки риска ценных бумаг.

⁵²Там же.

⁵³Филин С. А. Страхование инвестиционных рисков: учебное пособие. М., 2005. С. 55.

⁵⁴Герехова Е. В. Инвестиционное право: публично-правовые начала: учебное пособие. М.: РГУП, 2015. 294 с.

За основу исторических данных берутся наблюдения за колебаниями курсов цен на ценные бумаги. Метод математической статистики для оценки риска заключается в расчете и использовании ключевых характеристик случайной величины, которая в результате оценки может принимать различные или заранее неизвестные значения.

За случайную величину при этом принимается курс ценных бумаг, так как не всегда известно, какое значение он примет.

Кроме исторического подхода при оценке риска инвестиционного портфеля можно использовать и фундаментальный подход, сущность которого заключается в количественно-качественном анализе эмитента конкретной ценной бумаги и прогнозе его будущего финансового состояния.

В основе данного подхода лежит методика финансового анализа с целью получения точных оценок, включающих комплекс финансовых показателей. Соответственно, чем выше оценка, тем надежнее потенциальный эмитент и тем менее рискованным становится предполагаемый будущий актив инвестиционного портфеля компании.

Любая компания должна принимать все возможные меры по обеспечению своей финансовой устойчивости. Для многих компаний, особенно тех, в которых стратегические цели управленческого учета заключаются в повышении капитализации при обеспечении финансовой устойчивости, большое значение играет инвестиционный портфель, который по своей структуре должен отвечать требованиям контролирующих государственных органов, а также быть максимально безрисковым.

Эффективная система оценки рисков инвестиционного портфеля, построенная на применении методов оценки рисков, является основой финансовой устойчивости компании.

В последние годы тенденции в финансовом мире таковы, что все больший акцент делается в сторону нефинансовых инструментов капитализации и усилению их роли в развитии бизнеса (рис. 6).

Автором исследования проводились расчеты степени влияния нефинансовых факторов по степени их влияния (10 баллов – очень высокая степень влияния, 1 – очень низкая степень влияния). По обобщенным данным результатов проведенного исследования можно сделать выводы о степени влияния нефинансовых инструментов на капитализацию компании.

В качестве действенного нефинансового инструмента капитализации можно назвать и наличие эффективных маркетинговых стратегий. По результатам проведенного автором исследования, в ряде случаев наличие эффективной маркетинговой стратегии оценивается на одном уровне с наличием недвижимости и земли. Наличие маркетинговой стратегии поднимает капитализацию хозяйствующего субъекта в среднем до 20%.



**Рисунок 6 – Нефинансовые инструменты капитализации
хозяйствующих субъектов⁵⁵**

⁵⁵Разработано автором исследования.

Важным нефинансовым инструментом капитализации является также профессионализм и компетентность всех уровней управления компании. Здесь важно отметить как уровень подготовки и опытность руководителей всех уровней, так и надлежащий уровень корпоративного управления следует отметить важность и значимость такой категории как «корпоративное управление» для современных хозяйствующих субъектов. Если говорить всецело о том, что корпоративное управление представляет собой управление акциями (долями) участников хозяйствующего субъекта, то можно сделать вывод о том, что корпоративное управление в первую очередь направлено на обеспечение защиты экономических интересов как реальных (мажоритарных и миноритарных) инвесторов, так и потенциальных инвесторов, а также менеджмента компании. Рассматривая позицию внешнего инвестора, в отношении надлежащего корпоративного управления стоит говорить о том, что такое управление снижает риск инвестирования в компанию. Объясняется это тем, что вознаграждение, требуемое внешним инвестором, будет прямо пропорционально риску инвестирования, соответственно и стоимость капитала будет наиболее низкой для тех хозяйствующих субъектов, в которых наиболее эффективное корпоративное управление. Что, на наш взгляд, будет справедливо по отношению к любым внешним источникам капитала: получению кредитов, размещению займов или продаже акций.

Подводя итог вышесказанному, необходимо говорить о том, что применение принципов надлежащего корпоративного управления должно рассматриваться органами управления хозяйствующим субъектом в качестве способа снижения стоимости внешних финансовых ресурсов. В качестве подтверждения изложенной позиции следует отметить, что начиная с 2003 г. большая часть опрошенных руководителей российских компаний считает

ключевой целью совершенствования корпоративного управления привлечение финансовых ресурсов⁵⁶.

По общепринятой точке зрения – следование принципам надлежащего корпоративного управления – дает компании возможность привлекать значительные финансовые ресурсы по наименьшей цене, однако в Российской Федерации хозяйствующие субъекты неохотно раскрывают структуру собственности и управления, что нарушает общепринятые принципы эффективного контроля над финансово-хозяйственной деятельностью и равное отношение к акционерам. Обусловлено это тем, что внедрение эффективной системы корпоративного управления, наиболее отвечающей мировой практике, чревато существенными издержками для всех заинтересованных лиц хозяйствующего субъекта. Такие издержки условно можно дифференцировать на прямые издержки хозяйствующего субъекта и косвенные издержки заинтересованных лиц (собственников и менеджмента).

К прямым издержкам в данном случае стоит относить затраты на комплекс мероприятий по внедрению надлежащей системы корпоративного управления (трудоzатраты работников компании, затраты на поиск и найм новых специалистов, привлечение квалифицированных специалистов в области консалтинга и т.д.). Указанные прямые издержки могут быть существенными, однако они значительно меньше косвенных издержек корпоративного управления.

Косвенные издержки, в свою очередь, это так называемая упущенная выгода заинтересованных лиц. В любом хозяйствующем субъекте заинтересованные лица могут получать некоторую неформальную выгоду от управления и злоупотребления своим должностным положением. Так, мажоритарные акционеры (собственники) могут ущемлять права миноритарных акционеров при принятии решений, а высший менеджмент в рамках осуществления текущей финансово-хозяйственной деятельности удовлетворять собственные амбиции за счет совершения невыгодных сделок. Для внешних

⁵⁶Ломакин Д. В. Акционерное правоотношение. М., 1997. С. 186.

инвесторов указанные действия сопряжены с существенными финансовыми потерями, что предполагает их желание стремиться установить контроль над хозяйствующим субъектом путем ограничения прав прежнего руководства хозяйствующих субъектов. Каждое такое желание сопряжено с риском потери контроля над хозяйствующим субъектом для прежних акционеров.

Таким образом, принимая решение о внедрении надлежащего корпоративного управления, заинтересованные лица хозяйствующего субъекта должны соотнести возможные прямые и косвенные издержки с ожидаемыми выгодами, при этом именно от такого соотношения будет зависеть возможность внедрения эффективного корпоративного управления и целесообразность такого внедрения.

При рассмотрении вопроса о соотношении выгод и издержек от внедрения надлежащих принципов корпоративного управления, необходимо говорить о том, что указанное соотношение может быть различным. Так, ряд хозяйствующих субъектов видит наибольшую выгоду привлечения дешевых инвестиционных ресурсов, превосходящую любые затраты на улучшение корпоративного управления. В то же время другая часть хозяйствующих субъектов имеет противоположное мнение и отрицает целесообразность эффективного корпоративного управления.

Наиболее актуальным примером последнего подхода служит вовлечение в хозяйственный оборот внутренних источников и заемного капитала, а не размещение акций по публичной подписке. Несмотря на то, что такие хозяйствующие субъекты могли бы быть достаточно привлекательны для внешних инвесторов, они не спешат продавать собственные акции, поскольку желание собственников таких компаний направлено на сохранение контроля над бизнесом в своих руках и не желают делать бизнес более открытым и прозрачным, раскрывая систему управления, финансовые показатели и структуру собственности.

Логично сделать вывод о том, что чем больше потребность хозяйствующего субъекта во внешнем финансировании, тем выше вероятность того, что

хозяйствующий субъект начнет следовать общепринятым принципам эффективного корпоративного управления, способствующим привлечению инвестиций с помощью продажи ценных бумаг. Иными словами, надлежащие принципы корпоративного управления с большей вероятностью будут реализованы компаниями, для руководства которых выгоды от получения более дешевых финансовых ресурсов окажутся весомее, чем прямые и косвенные издержки от следования надлежащим принципам корпоративного управления.

Еще одним важным нефинансовым инструментом капитализации является информационная открытость. Этимологически категория «информационная открытость» происходит от англ. *transparency* – прозрачность результатов деятельности компании. Из всех ранее перечисленных инструментов, этот инструмент капитализации позволяет получать результаты в краткосрочном периоде.

Так, раскрытие информации, сверх законодательных требований к финансовой отчетности, позволит хозяйствующему субъекту повысить свой инвестиционный рейтинг и, как следствие, увеличить свою капитализацию до 30%, что может быть обусловлено ростом надежности компании в глазах потенциальных инвесторов.

Подводя итог настоящему параграфу исследования необходимо сделать ряд основополагающих выводов.

Под инструментами капитализации, в контексте настоящего исследования, необходимо понимать совокупность экономических нормативов, ограничений, налогов, правил, штрафов, санкций, цен, вознаграждений, стимулов, кредитов, инвестиций, субсидий, дотаций, трансферт, заказов и т.д., влияющих на результат капитализации.

В российском праве нет легального определения финансового инструмента. Ни в законодательстве, ни в доктрине не установлена область (границы) применения понятия «финансовый инструмент», его смысл и значение. Иными словами, суть данной дефиниции, т.е. установление объема и содержания данного

понятия с указанием на отличительную совокупность его признаков, не определена.

Анализируя инструменты капитализации, необходимо отметить, что они могут быть как финансовыми, так и нефинансовыми. К финансовым инструментам капитализации компании относятся те инструменты, которые повышают стоимость компании за счет привлекаемых дополнительно денежных ресурсов (собственных или заемных).

Это могут быть банковские кредиты, являющиеся доступным источником финансирования на этапе становления и развития компании. Однако такие ресурсы являются краткосрочными и достаточно дорогими в обслуживании.

Кроме того, в качестве финансовых инструментов капитализации можно выделить акции и облигации, IPO, SPO, портфельные инвесторы и т.д.

В последние годы тенденции в финансовом мире таковы, что все больший акцент делается в сторону нефинансовых инструментов капитализации и усилению их роли в развитии бизнеса. В качестве нефинансовых инструментов капитализации следует выделить маркетинговые стратегии, надлежащий уровень корпоративного управления, конкурентоспособность продукции, информационную открытость и т.д.

2.3 ИННОВАЦИОННЫЕ МЕХАНИЗМЫ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ

Вторая половина XX в. предзнаменовала смену парадигм общественного развития на постиндустриальную, представляющую собой качественно другую стадию продвижения, базовой социальной целью ее становится лицо и его развитие интеллектуального, культурного, трудового, духовного, нравственного, социального плана.

Роль индивида в экономической системе социума сведена к восприятию его, наряду с признанием его важнейшим элементом процесса производства и менеджмента, как фигуры сильного и перспективного ресурса, который обладает мощным потенциалом и способностями к саморазвитию. Это возможно

исключительно благодаря применению сегодня обозначенного специфического ресурса – человека, включая его знания, умения, навыки на экономических рынках.

Учитывая роль Российской Федерации на мировой политической арене, возникает необходимость развития инновационных направлений борьбы не только в производственной, но и социальной сфере общественных отношений. Решающим фактором при определении конкурентных преимуществ является человеческий капитал. Диверсификация ответственности государства, рынка и общественных институтов стали для этого экономической основой.

В то же время, процесс глобализации экономики обостряет конкурентную борьбу в области инновации, интеллектуализации производства и новейших информационных технологий в определении стоимости бизнеса. Важность темы также определяют условия функционала современных рыночных механизмов – приобретение социальных результатов предельно затрудняется, ввиду необходимости регулирования их государством.

Воздействие государства регулирующего характера неизменно приводит к социализации и гуманизации экономики с целью развития человека. Соответственно, можно говорить о том, что инновационная составляющая в социальном регулировании лежит в основе прогресса. В поисках эффективного пути решения проблематик и задач социума частный бизнес, государство и человечество все чаще и чаще динамичнее вступают в тесное сотрудничество.

Важной формой такого взаимодействия можно назвать партнерство, которое проявляется в самых разнообразных формах.

Принципы устойчивого формирования человека на уровне предприятий реализовываются на основе технологий корпоративной социальной ответственности. Указанная концепция в научной литературе характеризуется как система добровольных взаимоотношений между работником, работодателем и обществом, направленная на совершенствование социально-трудовых отношений, поддержание социальной стабильности в трудовом коллективе и окружающем

сообществе, развитие социальной и природоохранительной деятельности на национальном и международном уровнях⁵⁷.

Однако, по мнению автора исследования, наиболее корректное определение корпоративной социальной ответственности дано Ассоциацией менеджеров: «Корпоративная социальная ответственность – это философия поведения и концепция выстраивания деловым сообществом, компаниями и отдельными представителями бизнеса своей деятельности в целях устойчивого развития и сохранения ресурсов для будущих поколений».

Чтобы понять сущность корпоративной социальной ответственности, в словосочетании «корпоративная социальная ответственность» необходимо обратить внимание на слово «корпоративная» – оно подразумевает получение выгоды для акционеров, сотрудников компании, поставщиков и др. «С появлением практики социальных инвестиций движущим мотивом КСО становятся прагматизм, стремление увязать социальную деятельность с экономическим расчетом»⁵⁸, в связи с чем материальные, технологические, управленческие и финансовые ресурсы, направленные на решение социальных вопросов, являются не расходами, но формой бизнеса, стратегическими инвестициями в устойчивое развитие компании и в перспективе должны повышать ее стоимость.

Таким образом, корпоративная социальная ответственность подразумевает выгоду от социальных вложений в общество, так как такое инвестирование дополняет и расширяет возможности компании влиять на общество.

В России социальное направление в деятельности бизнеса сложилось к концу XIX в. В дореволюционную эпоху данную деятельность осуществляли в виде филантропического и благотворительного проекта: строительство школы, больницы, жилья для рабочих и т.д. После революции 1917 г. филантропические традиции сошли на нет. Однако позже в СССР утвердили идею предприятия как

⁵⁷Кричевский Н. А., Гончаров С. Ф. Корпоративная социальная ответственность. 2-е изд. М., 2008. С. 11.

⁵⁸Перегудов С. Корпоративное гражданство как современная форма социальной инженерии // Мировая экономика и международные отношения. 2005. № 6. С. 28.

социального гаранта, который выполняет широкий перечень социальных функций и предусматривает социальную инфраструктуру.

С появлением рыночной реформы социальную политику предприятий подвергли радикальному пересмотру, в результате которого произошло сокращение социальной инфраструктуры. В этот период руководство организаций различных форм собственности активно сбрасывало «социалку», пытаясь избавляться от всех непрофильных активов⁵⁹.

В результате экономического подъема и перехода хозяйствующих субъектов от стремления выжить к становлению некоторые из них приступили к преобразованию социальной инфраструктуры и совершенствованию ее профильной деятельности путем увеличения капитализации действующих компаний и создания новых коммерческих структур прямой направленности на оказание услуг, часть которых относится к социальнозначимым.

Актуализация проблематики социальной ответственности руководством отечественных бизнес-структур объясняется вступлением государства в новую эпоху развития общества и естественным «взрослением» капитализма России⁶⁰. Однако хочется отметить, что в настоящее время продвижением концепции социальной ответственности заинтересован лишь крупный бизнес, а основная масса средних и мелких предприятий даже не имеют понятия о такой концепции, а также о том, что социальные инвестиции полезны не только для общества, но и для долгосрочного успеха бизнеса, позволяющего увеличивать стоимость компании, участвовать в программе государственного-частного партнерства. При этом, большинство бизнесменов считают, что решение социальных проблем – это прерогатива госструктур. а в задачи бизнеса входит в основном уплата налогов, с данным утверждением автор не согласен, т.к. оценка стоимости компании и ее капитализация напрямую зависит от решения социальных задач, заказчиком которого является государство, основываясь на принципах повышения качества жизни населения. Сфера ЖКХ является одним из главных направлений развития

⁵⁹Лапина Н. Бизнес и политика в современной России. М., 1998. С. 17.

⁶⁰Горшков М., Лебедев А. Крупный российский бизнес: социальная роль и социальная ответственность (позиция населения и оценки экспертов). М., 2005. С. 49.

всех форм бизнеса, связанного с приоритетным выполнением вышеперечисленных задач.

Подобное восприятие концепции социальной ответственности бизнеса обществом и государством реализовывается в рамках государственно-частного партнерства, развитием и становлением институтов олигархического формирования бизнеса, направленного на увеличение капитализации компании.

При этом мало кто понимает, что корпоративная социальная ответственность является инновационным механизмом капитализации компании. Корпоративная социальная ответственность должна быть современным, гибким и успешным инструментом в российском бизнесе.

Для того, чтобы социальная практика получила развитие федеральной власти, необходимо:

- проводить политику, направленную на утверждение прав частной собственности, стимулирующую социальную ответственность;
- создавать условия для свободы предпринимательства и конкуренции, развивать механизмы саморегулирования предпринимательского сообщества;
- обеспечить прозрачные законодательные рамки для ведения социальной деятельности;
- формировать государственные приоритеты, в которых корпоративная социальная ответственность находила бы поддержку, например, развивать частно-государственное партнерство, направленное на снижение предпринимательских и инвестиционных рисков в научно-исследовательской сфере, в сфере распространения новых технологий, развития транспортной, энергетической и коммунальной инфраструктуры;
- стимулировать разработку и реализацию бизнесом долгосрочных стратегий ведения социальной политики;
- расширять участие предпринимательского сообщества в подготовке решений органов государственной власти, связанных с регулированием экономики;

– проводить совместно с бизнесом работу по повышению общественного статуса и значимости предпринимательства.

В ноябре 2004 г. XIV съездом Российского союза промышленников и предпринимателей (работодателей) была одобрена Социальная хартия российского бизнеса, которая устанавливает общую этическую концепцию функционала отечественного бизнеса, среди которых приоритетами провозглашаются следующие принципы (рис. 7).

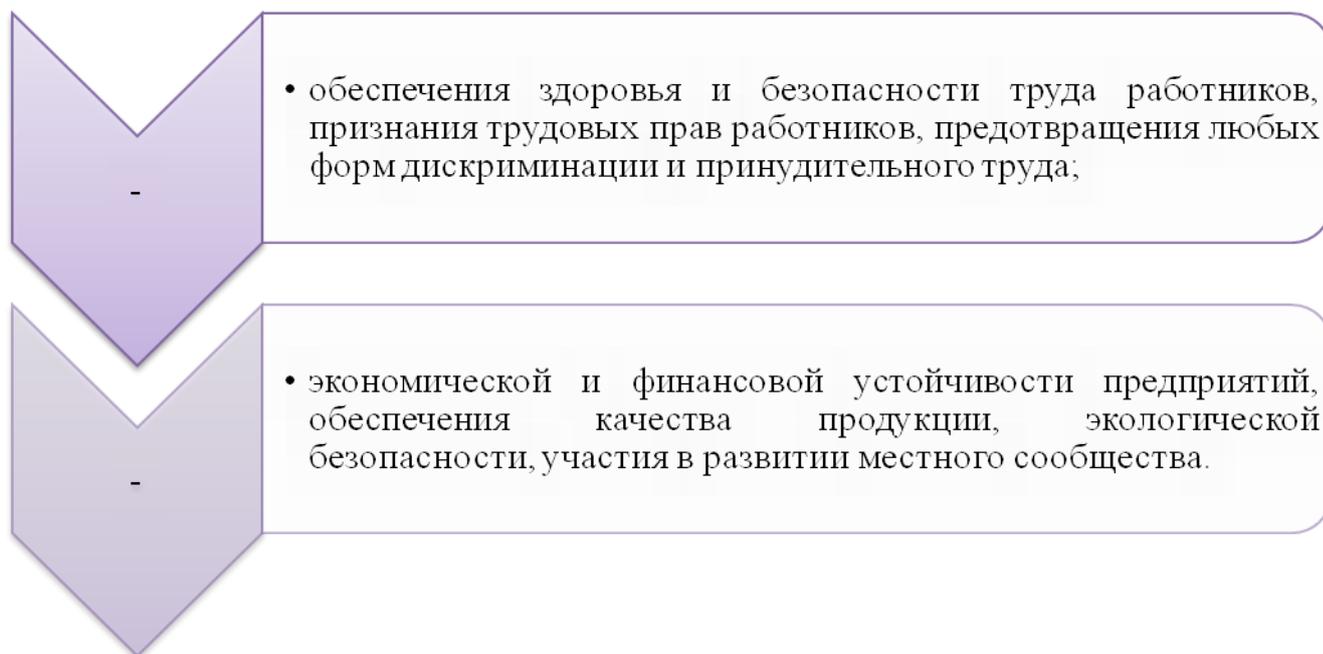


Рисунок 7 – Принципы деятельности российского бизнеса⁶¹

На основе Социальной хартии российского бизнеса Всероссийская организация качества в 2007 г. разработала и ввела в действие стандарт ВОК-КСО-2007 «Социальная ответственность организаций. Требования». Стандарт содержит только те требования, которые могут быть подвергнуты объективной экспертизе и проверке при сертификации. Стандарт предназначен для подтверждения соответствия деятельности организации, установленным в нем требованиям и может применяться каждой компанией, которая желает:

– демонстрировать соответствие стандартам при помощи сертификаций и декларирования;

⁶¹Разработано автором исследования.

– самостоятельно (посредством внутренних проверок) подтверждать соответствие собственного функционала настоящим стандартам, о чем также заявлять каждой заинтересованной стороне – бизнес-партнерам, органам власти, контрольному и надзорному органу, обществу и СМИ;

– формулировать собственную политику и цели в сфере социальной ответственности и разрабатывать на ее основе программы действий для повышения стоимости компании путем взаимодействия государственных и частных финансов.

Таким образом, Социальная хартия российского бизнеса, Принципы ведения дел в России, Хартия деловой и корпоративной этики, стандарт ВОК-КСО-2007 построены на принципах социальной ответственности. А их принятие, несмотря на декларативный характер, оказывает позитивный общественно значимый эффект, создает благоприятные условия для улучшения социального климата и служит делу повышения качества жизни населения, так как «наличие у крупных компаний определенного манифеста о корпоративной социальной ответственности становится неременным условием любой успешной корпоративной коммуникации и стратегии связей с общественностью».⁶²

Заинтересованность бизнес-сообщества в регулировании процессов социальной ответственности имеет помимо этической еще и экономическую и политическую подоплеку. «Крупный бизнес с удовольствием перешел бы на модель: мы платим налоги, и больше с нас ничего не спрашивайте. Но крупный бизнес не может себе этого позволить».⁶³ Мы считаем, что предприятия к активной социальной политике подталкивает ряд существенных факторов, которые не могут ими игнорироваться:

– выход отечественного бизнеса на международные рынки, где ведение социально ответственного бизнеса – это норма. «Корпоративная социальная

⁶² Андрунакиевич А. Н. Влияние законодательной базы на пути повышения социальной ответственности российского бизнеса // Право: теория и практика. 2008. № 6. С. 29–32.

⁶³ О социальной роли бизнеса // Общество и экономика, 2004. № 11–12. С. 65.

ответственность – конкурентное преимущество, которое позволит компаниям завоевывать дополнительную долю рынка»⁶⁴;

– увеличение стоимости на мировых финансовых рынках. Бизнес, вкладывающийся в социальные проекты, поддерживающий высокие стандарты корпоративной социальной ответственности, способствует повышению стоимости компаний, снижает операционные издержки, способствует росту производительности труда, увеличению продаж и лояльности потребителей;

– ориентирование основного числа организаций на частные инвестиции. Ввод социально-ответственного бизнеса свидетельствует о стабильности предприятия, его устойчивости, что очень привлекает инвесторов;

– при предоставлении кредитов российскими и международными финансовыми учреждениями важным условием является социальная деятельность компании. Всемирный банк и ряд других крупных международных финансовых организаций настаивают на том, чтобы их заемщики следовали в своей деятельности принципам корпоративной социальной ответственности и, в частности, уделяли внимание охране окружающей среды и правам человека;

– усиление конкуренции компании при борьбе за квалифицированные рабочие кадры. Особенно крупные компании реализуют развернутую социальную политику не только потому, что конъюнктура рынка позволяет иметь хорошие прибыли, но и потому, что давление конкуренции на рынке труда обуславливает потребность борьбы за свой персонал, т.е. за свое будущее.

«Именно трудовые ресурсы, в первую очередь квалифицированные, являются объектом международной конкуренции, в которой наша страна, увы, проигрывает... Уже сейчас многие российские компании испытывают острую нехватку рабочей силы требуемой квалификации. Труд становится все более дефицитным ресурсом»⁶⁵.

⁶⁴Ефремова Г. Корпоративная социальная ответственность – путь к устойчивому развитию бизнеса // Бюллетень НСКУ. 2005. № 1. С. 31.

⁶⁵Байгереев М. Корпоративность социальной ответственности государства и гражданского общества // Человек и труд. 2005. № 8. С. 56.

Учитывая вышесказанное, возникает вопрос о том, что же все-таки необходимо понимать под корпоративной социальной ответственностью на современном этапе экономического развития. Учитывая складывающуюся практику социальной инициативности предпринимателей, логично, что данная дефиниция сегодня действительно охватывает только компании, которые являются работодателями существенного числа сотрудников и получают внушительную прибыль, которая впоследствии распределяется на дальнейшее развитие и является реальным инструментом повышения капитализации компании.

Стоит сделать акцент на том, что в научных исследованиях социальное предназначение бизнеса рассматривают в узких, средних и широких трактовках (порой упоминая про уровень ответственности).

Узкая дефиниция социальной ответственности бизнеса сведена к его основным целям – получению прибыли и удовлетворенности запросов потребителя.

Условно называемое среднее значение включает уплату предусматриваемых федеральным законом налогов, организацию рабочих мест и справедливую оплату – заработную плату сотрудникам. Определенно, что сюда следует включать и реализуемое в силу требований законодательства социальное страхование. В практике Российской Федерации – это пенсионные страхования, страхования от несчастных случаев на производстве, медицинская страховка, социальное страхование на случай временной нетрудоспособности и в связи с материнством.

В широкое значение включены, помимо названных компонентов: деятельность, необязательная для субъекта предпринимательской деятельности и не имеющая непосредственную связь с его интересами, – установление благоприятных (льготных по сравнению с требованиями законодательства) условий труда, осуществление дополнительного социального страхования и социальной поддержки работников и пенсионеров из их числа, а также членов

семей работников, участие в социальных программах государственных и муниципальных органов власти, благотворительность.

В принципе только широкое значение роли бизнеса в общественном развитии можно интерпретировать как социальную ответственность в собственном значении этого термина. Другие трактовки социальной ответственности сужают ее значение либо до интересов самого бизнеса, либо до условий его легитимного существования в государственно-организованном обществе. Определяя лишь основные параметры взаимодействия с другими хозяйствующими субъектами, общественными институтами и государством в рамках действующего законодательства, они не отражают главного в концепции социальной ответственности бизнеса – приверженности идее добровольной инициативной деятельности в социальной сфере.

Вряд ли можно говорить об извлечении прибыли и удовлетворении потребностей потребителей как о некой социальной цели, имеющей самостоятельное (за пределами функционирования экономического механизма) значение для общества. Это просто обозначение основной функции предпринимательской деятельности.

Сведение социальной ответственности к исполнению предписаний законодательства также не способствует определению ее как оригинального понятия.

Во-первых, соблюдение закона описывается специальным термином «правомерное поведение», ничего нового по сравнению с этим термином идея социальной ответственности в предложенном значении не несет.

Во-вторых, игнорирование требований закона недопустимо и наказуемо, т.е. альтернативы правомерному поведению в нормальном обществе попросту не существует. Недаром некоторые исследователи проблем социальной ответственности бизнеса делают акцент на добровольном исполнении предпринимателями социальных обязательств за пределами требований закона.

Вместе с тем идеологи корпоративной социальной ответственности неизменно включают в это понятие соблюдение законов в качестве необходимой

составляющей. Очевидно, такая позиция основана на убеждении (основанном на жизненном опыте), что бизнес осознанно или подсознательно стремится к уклонению от исполнения требований законодательства. Поэтому в современных условиях необходима постановка отдельной задачи соблюдения действующего законодательства. Российская действительность подтверждает существование такой необходимости.

Не останавливаясь на нарушениях законодательства (как налогового и экологического, так и трудового) в силу специфики этой проблемы, затронем только один аспект отношения бизнеса к действующему законодательству – непрекращающиеся попытки изменить правовое регулирование, с тем, чтобы в максимальной степени учесть интересы бизнеса, даже если это не согласуется с целями социальной политики государства и интересами работников.

Таким образом, признание трудового законодательства и необходимости выполнять установленные государством требования носит сугубо формальный характер в рамках «соблюдения приличий» и не отменяет стратегической цели бизнеса – свести содержание правового регулирования трудовых отношений до необременительного минимума. Стремление к достижению именно этой цели неоднократно демонстрировалось представителями бизнеса и в ходе подготовки и принятия Трудового кодекса Российской Федерации, и впоследствии⁶⁶. Это не может не настораживать. Прежде всего потому, что в определенной степени свидетельствует если не об осознанном движении к «свободе от права, то о проявлении своеобразного «социального эгоизма», который, как показывает исторический опыт, ведет к обострению противостояния труда и капитала и даже с сугубо прагматической позиции ничего хорошего для общества не несет.

Возвращаясь к концепции социальной ответственности бизнеса, нельзя признать обоснованным включение в нее такого элемента, как ответственность за соблюдение требований законодательства, в том числе трудового и социального. Прежде всего, упомянутая концепция по своему характеру является социально-

⁶⁶Прохоров М. НЭП 2.0: об обороне и наступлении // Газета «Коммерсант». 2014. 17 апр.; 22 мая; 7 июля; Латухина К. Бизнес меняет прописку // Российская газета. 2014. 21 марта.

экономической, а ответственность за соблюдение законодательства не может рассматриваться в отрыве от правовых явлений.

Произвольное объединение разнородных по своей природе и существу элементов вряд ли методологически оправдано. Важно указать и на то, что, говоря о некой правовой ответственности (сводящейся к соблюдению законов)⁶⁷, сторонники ее включения в содержание корпоративной социальной ответственности, не будучи юристами, исходят скорее из психологического представления об ответственности как личностном качестве, проявляющемся в том числе в готовности выполнять все свои обязанности наилучшим образом.

Идея же социальной ответственности бизнеса основана главным образом на философском осмыслении социально-экономических процессов и стремлении задать экономическому развитию выходящий за пределы собственно экономики метаэкономический вектор. Задачей экономической деятельности не может быть, например, только экономический рост, в противном случае можно прийти к абсурдному тезису о существовании экономики ради экономики.

Таким образом, под корпоративной социальной ответственностью необходим добровольный взнос бизнеса в общественное развитие через механизм социальных инвестиций, учитываемый при распределении прибыли.

При этом под социальными инвестициями понимаются материальные, технологические, управленческие, трудовые, интеллектуальные и другие ресурсы, а также финансовые средства компаний, которые направляются по решению руководства на реализацию социальных программ, разработанных с учетом интересов основных внутренних и внешних заинтересованных сторон, в результате в стратегическом отношении компанией будет получен (хотя и не всегда и не просто измеряемый) социальный и экономический эффект, который впоследствии можно рассматривать как один из инструментов целостного механизма повышения стоимости компании.

⁶⁷Carroll A. The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders // Business Horizons. 1991. Vol. 34. Issue 4. P. 42.

Выводы к главе 2

По результатам исследования, проведенного во второй главе, можно сформировать ряд выводов:

1. Механизм формирования стоимости представляет собой комплекс взаимосвязанных процессов, происходящих в хозяйствующем субъекте. К таким процессам, в частности, относятся финансовые и нефинансовые аспекты функционирования компании, которые только в своей совокупности могут сформировать объективную стоимость компании. Учитывая тот факт, что по своей сущности капитализация – это процесс дифференциации стоимости компании в конкретные моменты времени, то, необходимо выделять финансовые механизмы определения величины капитализации и механизмы влияния на величину капитализации. Выделяются два финансовых механизма определения величины капитализации хозяйствующих субъектов: биржевой и оценочный. В основу определения величины капитализации компании посредством биржевого механизма положены действия торговцев на бирже, которые выставляют заявки на покупку и продажу акций компаний. Оценочный или расчетный механизм капитализации работает за счет действий профессионала-оценщика, который, применяя специально разработанный условный аппарат оценки стоимости хозяйствующего субъекта, рассчитывает величину капитализации. Среди механизмов, влияющих на изменение величины капитализации компаний, выделяют: спекулятивный, брендовый, маркетинговый, информационный и др.

2. Инструменты капитализации, также как и механизмы капитализации, дифференцируются на финансовые и нефинансовые. К финансовым инструментам капитализации компании относятся те инструменты, которые повышают стоимость компании за счет привлекаемых дополнительно денежных ресурсов (собственных или заемных). Это могут быть банковские кредиты, акции и облигации, IPO, SPO, портфельные инвесторы и т.д.

3. В последние годы тенденции в финансовом мире таковы, что все больший акцент делается в сторону нефинансовых инструментов капитализации и усилению их роли в развитии бизнеса. В качестве нефинансовых инструментов капитализации ключевое место отводится корпоративной социальной ответственности для реализации социально значимых проектов, гарантом которых выступает государство.

Глава 3

МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ФУНДАМЕНТАЛЬНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ В СФЕРЕ ЖКХ

3.1 ПОВЫШЕНИЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИИ ЧЕРЕЗ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕХАНИЗМА ГОСУДАРСТВЕННО- ЧАСТНОГО ПАРТНЕРСТВА

На современном этапе экономического развития категория «государственно-частного партнерство» достаточно часто рассматривается в качестве основополагающего фактора развития и совершенствования механизма взаимодействия хозяйствующих субъектов. Кроме того, эффективное взаимодействие государства и бизнеса рассматривается в качестве условия капитализации хозяйствующих субъектов, в основе которого лежит сокращение стоимости привлечения инвестиций. Прежде чем непосредственно приступить к анализу роли государственно-частного партнерства в капитализации хозяйствующих субъектов стоимости, необходимо сформулировать само понятие категории.

Государственно-частное партнерство (ГЧП) – один из способов развития жилищно-коммунального хозяйства, который основывается на взаимодействии государства и бизнеса, для реализации важных проектов жизнеобеспечения, где участники партнерства совместно участвует в проектировании, финансировании, строительстве или реконструкции объекта инфраструктуры в последующем его эксплуатации и техническом обслуживании.

С точки зрения автора работы государство стимулирует привлечение частных инвестиций в ЖКХ, при этом заметно сокращается участие государства в финансовом обороте проектов, предоставляя возможность бизнесу более эффективно реализовывать средства соответствующих бюджетов.

Жилищно-коммунальное хозяйство (ЖКХ) является одной из важнейших сфер современной социально-экономической системы, в которой формируются

важные параметры качества жизни населения и экономического потенциала территориальных подсистем государства, которые во многом зависят от стоимости компаний и их инвестиционной привлекательности.

Эффективность использования финансовых ресурсов, в виду отсутствия несформированной конкурентной среды в сфере ЖКХ, является важнейшим инструментом снижения финансовых нагрузок как на государство, так и на потребителей (население).

Реформа ЖКХ не предусмотрела развитие преимуществ данного сектора экономики для привлечения инвестиций, гарантий и минимизации в процессе формирования нового финансового механизма, что в настоящий момент является определенным сдерживающим фактором развития капитализации компаний данного сектора.

Автор предлагает рассмотреть иные трактовки финансового механизма в рамках диссертационной работы:

1. Главная цель обеспечить комфортное и безопасное проживание населения с должным качеством предоставляемых услуг.
2. Способствовать развитию жилищного фонда.
3. Обеспечивать бесперебойное обслуживание всех объектов коммунальной инфраструктуры.

Необходимо рассмотреть критерии, необходимые для построения финансового механизма компаний ЖКХ, определяющие его цель и принципы действия.

Как правило, в основу финансового механизма закладывают такую цель, как создание благоприятных условий для социального развития общества, и сбалансированность интересов общества, власти и бизнеса.

Общим требованием для формирования финансового механизма, компаний в сфере ЖКХ является соблюдение принципов организации финансов. Автором выделены особо важные для жилищно-коммунального хозяйства принципы.

Принцип хозяйственной самостоятельности, который имеет место при построении финансового механизма участвует не в полной мере, так как

формирование и утверждение тарифов на коммунальные услуги регулируется органами власти субъектов РФ и имеет ограничение. При этом цены на содержание и ремонт жилья устанавливаются управляющими компаниями на основании решения общего собрания собственников жилья. Возможность индексации цены на жилищные услуги также принимается общим собранием собственников, что существенно ограничивает самостоятельность компаний сферы ЖКХ.

Принцип самоокупаемости является одним из главных при формировании финансового механизма ЖКХ. Сопоставимый полученный доход от деятельности компании ЖКХ и расходов данной компании должны обеспечивать самоокупаемость основной деятельности предприятия. К сожалению, на практике это не всегда работает, экономически обоснованный тариф на ту или иную услугу не принимается органами власти (региональным управлением по тарифам и населением, что не дает реализовать данный принцип в полной мере.

Начиная с 2007 года в России начала работать программа капитального ремонта многоквартирных домов, основанная на принципе софинансирования с привлечением бюджетных средств различных уровней и средств населения. Это обусловлено ограниченными возможностями самих компаний осуществлять капитальный ремонт, реконструкцию, модернизацию объектов сферы ЖКХ.

Принцип заинтересованности. С учетом вышеизложенного принципа софинансирования у компании появилась мотивация, которая способствовала повышению интереса участия в работах на основании софинансирования, получать прибыль в соответствии с проектно-сметной документацией и направлять ее на развитие компании, в том числе на увеличение капитализации.

Принцип страхования производственных рисков, путем формирования финансовых резервов используется при непрерывном оказании работ и услуг заказчиком.

Принцип координированности методов и инструментов финансового механизма ЖКХ способствует эффективному развитию деятельности компании,

который обеспечивает сбалансированность финансового механизма и структуру регулируемых финансовых отношений (тарифы).

Принцип самофинансирования редко используется при построении финансово механизма компаний ЖКХ так как собственные средства в общей структуре финансирования занимают незначительную долю. Привлечение заемных средств не всегда обеспечиваются гарантиями возврата за счет собственных средств компании. Поэтому данный принцип не участвует в полной мере в общей схеме построения финансового механизма.

Делая вывод, что приведенные принципам организации финансового механизма ЖКХ целесообразно рассматривать как систему методов и инструментов в использовании финансовых ресурсов, направленную прежде всего на повышение качества предоставляемых услуг с учетом ограничений стоимости контролируемых государственными регуляторами.

В нашем случае к финансовым инструментам относятся: тарифы на коммунальные услуги, цены на жилищные услуги, расходы, доходы, денежные потоки.

Далее автор предлагает рассмотреть элементы финансового механизма ЖКХ во взаимодействии с финансовыми методами и инструментами.

Финансовое регулирование является приоритетной составляющей государственного регулирования, основные параметры которого отражаются в балансе финансовых ресурсов, финансовом плане-прогнозе по бюджетным показателям и бюджетном плане. Государственное регулирование по формам подразделяется на непосредственное (прямое) регулирование, воздействуя прямо (непосредственно) на субъект регулирования. Оно осуществляется с помощью взимания налогов, посредством применения повышенных или пониженных ставок налогов и платежей в бюджет и централизованные внебюджетные фонды, при изменении размеров нормативов государственных расходов, в результате взимания штрафов, пени, неустоек за нарушение финансовой дисциплины. При этом существует косвенное регулирование, а именно воздействие на объект регулирования через другие объекты и субъекты при кредитовании компаний

жилищно-коммунального комплекса, как например возмещение банком процентной ставки.

Указанные автором особенности регулирования финансовых отношений в сфере жилищно-коммунального хозяйства являются достаточно убедительным аргументом для того, чтобы рассматривать финансовый механизм и его развитие как системное явление, а также совокупность денежных отношений, возникающих в процессе обеспечения всех заинтересованных сторон, возникающих в процессе производства и предоставления жилищно-коммунальных услуг.

Одним из эффективно действующих современных финансовых механизмов повышения стоимости компании выступает государственно-частное партнерство, как фактор укрепления финансовой устойчивости компании ЖКХ.

В последние годы государственно-частное партнерство выступает взаимовыгодным решением, которое способно сбалансировать цели и интересы государства, бизнеса и населения в сфере жилищно-коммунального хозяйства. В таблице 2 представлены обобщенные выгоды ГЧП для каждой из сторон.

Таблица 2

Выгоды государственно-частного партнерства

Интересы сторон	Выгоды
Органы власти субъектов РФ	Сокращение бюджетных средства на капитальное строительство и эксплуатацию объектов коммунальной инфраструктуры, привлечение к эксплуатации частного бизнеса при контроле органов власти, с возможностью последующей передачи в собственности инвестора; распределение рисков между участниками партнерства; возможность одновременной реализации нескольких проектов.
Компании ЖКХ	Гарантия долгосрочного соглашения между государством и бизнесом на эксплуатацию и содержание модернизированных объектов коммунальной инфраструктуры, получение выгоды в виде тарифного регулирования при производстве и распределении коммунальных услуг в рамках соглашения ГЧП; гарантированный оплачиваемый государственный заказ.
Финансовая система	Объединение финансового, реального и социального капитала бизнеса и государства, рост качества продукции и услуг, совершенствование конкурентной ситуации на рынке, сокращение нагрузки на бюджетную систему.

Автором разработаны и предложены критерии роста стоимости предприятий ЖКХ на основе динамической соподчиненности финансовых показателей, которые выступают ключевым фактором роста рыночной стоимости бизнеса в создание ценности для его собственников, в качестве которого выступает баланс интересов не только заинтересованных групп, но и государства. Особенно это актуально при реализации важных государственных программ, влияющих не только на качество жизни населения, но и национальную безопасность страны (теплоснабжения, энергетики, программы «чистая вода», «капитальный ремонт многоквартирных домов», «комфортная и безопасная среда» и др.)

Как было отмечено ранее в настоящем исследовании, рыночная стоимость хозяйствующего субъекта зависит, помимо прочего, от внутренней его стоимости. Внутренняя стоимость бизнеса дифференцируется от инвестора к инвестору и зависит, в первую очередь, от личных предпочтений каждого инвестора. При этом они придают разную значимость различным аспектам деятельности предприятия.

Для того, чтобы произошло значительное изменение стоимости бизнеса, большинство инвесторов должно осознать, что хозяйствующий субъект создает ценности для своих акционеров и их совместное сотрудничество экономически целесообразно. Чем большее количество потенциальных и реальных инвесторов удовлетворены результатами деятельности хозяйствующего субъекта, тем выше ее рыночная стоимость, примером является ГЧП.

Учитывая разнородность требований инвесторов, обеспечить их одинаково позитивное восприятие хозяйствующего субъекта достаточно сложно. Неясность критериев оценки деятельности компании со стороны рынка усиливает неопределенность в принятии решений по управлению ее стоимостью.

Проблема состоит в том, что каждый инвестор в качестве ключевых видит свои собственные показатели, отличные от показателей иных инвесторов.

Так, для ряда инвесторов ценность заключается в росте объемов реализации, которая, по их мнению, характеризует конкурентоспособность продукции и возможность генерировать значительные денежные потоки.

Другие инвесторы придают существенное значение размерам хозяйствующего субъекта, выраженным показателями совокупных активов, опираясь на теорию о том, что чем больше имущества у хозяйствующего субъекта, тем выше его цена.

Третьи инвесторы обращают внимание на размер прибыли, которая, по их мнению, является показателем эффективности деятельности и источником их текущих доходов в виде дивидендов и т.д.

Учитывая вышесказанное, в целях повышения стоимости хозяйствующего субъекта возникает необходимость согласования разнородных требований собственников и поиска баланса интересов, являющегося залогом высокой оценки внутренней и, как следствие, рыночной стоимости хозяйствующего субъекта.

Для взаимного согласования разнородных интересов, выраженных различными показателями, необходимо руководствоваться принципами динамической соподчиненности и динамической сопоставимости.

В качестве основных показателей баланса интересов принимаются следующие показатели: выручка от реализации продукции (ВР), прибыль до налогообложения (П), чистая прибыль (ЧП), численность персонала (Ч), совокупные активы (СА) и выплаченные дивиденды (Д).

Именно эти показатели, по мнению автора исследования, рекомендуется использовать инвесторами в анализе деятельности хозяйствующего субъекта (рис. 8).

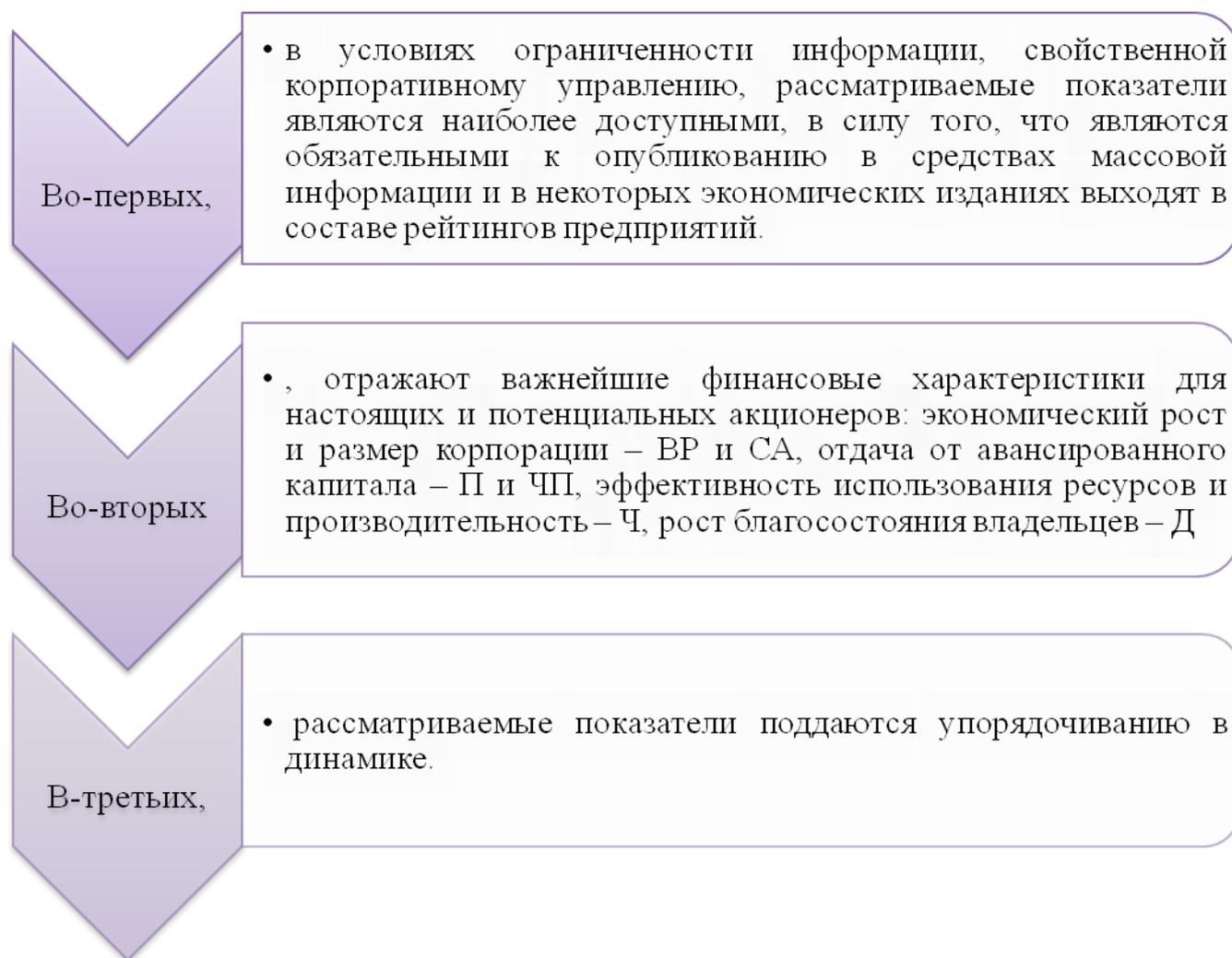


Рисунок 8 – Показатели, актуальные при анализе деятельности хозяйствующего субъекта⁶⁸

Следовательно, опираясь на представленные показатели, можем получать достаточно информативное аналитическое заключение о деятельности каждого менеджера в установлении баланса интересов.

Как отмечалось, корпорации динамичны, поэтому важно знать условия, достаточные для выявления успешно развивающихся систем. Для определения таких условий упорядочим рассмотренные выше показатели, и тем самым зададим эталонную норму их развития.

В работах современных экономистов⁶⁹ приводится «золотое правило» экономики предприятия:

⁶⁸Выборова Е. Н. Финансовая диагностика: сущность, концепция, технология // Финансы и кредит. 2003. № 15. С. 21.

$$1 < h(\text{CA}) < h(\text{BP}) < p(n),$$

где h – темпы показателей.

Неравенства имеют очевидную интерпретацию. Первое слева неравенство означает, что организация находится в состоянии роста, масштабы ее деятельности увеличиваются. Нарращивание активов компании, как было отмечено выше, является одной из основных целевых установок, формулируемых как собственниками компании, так и ее управленческим персоналом.

Причем это может происходить и в явной, и в неявной формах.

Из второго неравенства видно, что ресурсы фирмы в форме активов используются более эффективно, т.е. происходит ускорение их оборачиваемости.

Это следует из формулы оборачиваемости активов⁷⁰

$$\text{OA} = \frac{\text{BP}}{\text{CA}},$$

где OA – количество кругооборотов активов, совершаемых ими за определенный период.

Увеличение оборотов рассматривается как положительная тенденция, таким образом, числитель будет возрастать быстрее, а именно⁷¹:

$$h(\text{BP}) > h(\text{CA}),$$

где h – это темпы показателей.

При ускорении оборачиваемости можно высвободить долю денежных средств из хозяйственного оборота, а также получать дополнительную прибыль в отдельных случаях.

Исходя из неравенства $h(\text{BP}) < h(\text{П})$, прибыль растет опережающими темпами, это обусловлено сравнительным снижением регулярных издержек при возрастании объемов продаж.

⁶⁹Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент. М., 2001. С. 88–89.

⁷⁰Тонких А. С. Формирование эталонной динамики развития как основа выявления слабых мест в финансовой деятельности предприятия // Финансы и кредит. 2005. № 21.

⁷¹Тонких А. С. Там же.

Актуально ввести в «золотое правило» экономики компании показатели численности трудящихся и чистую прибыль⁷²:

$$1 < h(\text{Ч}) < h(\text{СА}) < h(\text{П}) < h(\text{ЧП}).$$

Неравенство $h(\text{Ч}) < h(\text{СА})$ проистекает из требований роста показателей, характеризующих результативность труда, при этом один из способов расчета которых – отношение СА к Ч.

Определенно, чем большее количество ресурсов обрабатывает определенное количество сотрудников, тем выше будет отдача от их трудовой деятельности, вследствие чего будут возрастать доходы предприятия. Для роста производительности труда надлежит обеспечивать более стремительный рост числителя над знаменателем. $1 < h(\text{Ч})$ свидетельствует о нежелании руководства сокращать работников, о чем ранее уже было упомянуто, соответствуя, таким образом, интересам сотрудников. Помимо этого, к настоящему обязывает в том числе и социальная ответственность бизнеса.

Также просто объяснить концепт неравенства $h(\text{П}) < h(\text{ЧП})$ чистой прибылью, по сравнению с прибылью до налогообложения, целиком распоряжаются акционеры компании. Логично предполагать, что они потребуют более стремительного роста чистой прибыли в отличие от прибыли до налогообложения. Наряду с чем следует обращаться к методам налогового планирования и к оптимизации налогообложения с целью снизить налоговое бремя.

Анализируемая цепочка неравенств корректна для хозяйствующих субъектов, функционирование которых безубыточно, а размер прибыли до налогообложения и чистой прибыли более ноля. В противном случае, невозможен расчет темпа характеристик, потому что их вычисление производят исключительно только для положительной величины. Тем не менее, зачастую можно встретить хозяйствующие субъекты, которые имеют отрицательную

⁷²Тонких А. С. Моделирование результативного управления корпоративными финансами: монография. Екатеринбург, Ижевск: ИЭ УрО РАН, 2006. 200 с.

рентабельность, в виду чего возникает вопрос о том, как поступать в данной ситуации, потому как необходимость в проведении анализа деятельности таких хозяйствующих субъектов от наличия убытков не снизится и не должна зависеть в принципе?

Для решения данной проблематики, по мнению автора исследования, необходимо ввести категорию «квазитемпы», которая своим видом не отличается от традиционных темпов, однако в расчетах данной дефиниции можно использовать отрицательные значения⁷³:

$$h'(a) = \frac{a_2}{a_1},$$

где $h'(a)$ – квазитемп показателя a ; a_1 – значение показателя a в предыдущем периоде; a_2 – значение показателя a в текущем периоде.

Вероятны три ситуации:

1. $a_2 > 0$, $a_1 < 0$. Эта ситуация приемлема для компании, потому что за прошедший период происходили существенные улучшения ситуаций – предприятие смогло устранить отрицательное значение показателя.

Соответственно, с целью исправления ситуации надлежит требовать, чтобы

$$h'(a) = \frac{a_2}{a_1} < 0.$$

2. К примеру, предприятие не смогло до конца устранить неудовлетворительные плоды своей предыдущей деятельности, однако, компания существенно уменьшает собственные убытки. А именно, $a_1 < a_2 < 0$. Аналогичное положение вещей доказывает, что компания стоит на пути к оздоровлению, сокращаются отрицательные значения показателей, что целесообразно рассматривать как благополучный результат деятельности.

Исходя из чего, для квазитемпа нормативным значением в этой ситуации станет⁷⁴

⁷³Тонких А. С. Там же.

⁷⁴Тонких А. С. Там же.

$$h'(a) = \frac{a_2}{a_1} < 1, \text{ так как } a_1 < a_2 < 0.$$

3. В ситуации, когда значение a в предыдущем отчетном периоде стало положительным, а именно, $a_1 > 0$, надлежит потребовать, чтобы показатель рос в последующем временном интервале: $0 < a_1 < a_2$.

Согласно вышесказанному темп станет следующим⁷⁵:

$$h(a) = \frac{a_2}{a_1} > 1.$$

Тем не менее, может произойти следующая ситуация: $a_2 < 0$. При этом квазитемп будет $h'(a) = \frac{a_2}{a_1} < 0$, что следует рассматривать как неприемлемый для компании факт. Значит в ситуации $a_1 > 0$ на квазитемп надлежит налагать требование $h'(a) > 1$.

Соответственно, нормативным ограничением значения для квазитемпа $h'(a)$ станет следующим.

1. В ситуации, когда в предшествующем периоде деятельности было отрицательное значение показателя ($a_1 < 0$), то $h'(a) < 1$.

2. Иначе, ($a_1 > 0$) – $h'(a) > 1$.

Вернемся к рассматриваемому неравенству, основу которого составляет «золотое правило» экономики компании. Среди вышеизложенных показателей отрицательные – это ЧП и П, а именно, показатели чистой прибыли и, естественно, прибыли до налогообложения. Другие показатели положительные по своему экономическому содержанию. Потому в ситуации убытков в предыдущем анализу периоде у неравенства будет следующий вид⁷⁶:

$$h'(\text{ЧП}) < h'(\text{П}) < 1 < h(\text{Ч}) < h(\text{СА}) < h(\text{ВР}).$$

⁷⁵Тонких А. С. Там же.

⁷⁶Тонких А. С. Там же.

Кроме того, по мнению автора исследования, при построении измерителя качества корпоративного менеджмента важно сопоставление и соподчинение выше рассмотренных показателей с показателем выплаты дивидендов. При этом, место показателя выплаты дивидендов в неравенстве будет зависеть от принятого в организации типа дивидендной политики, представляющей собой компонент общей политики становления финансовых ресурсов компании, которая заключается в совершенствовании пропорций между капитализируемыми и выплачиваемыми частями прибыли акционерам.

Для подтверждения авторской гипотезы о зависимости рыночной стоимости от достигнутого баланса интересов, диссертантом была проведена ее эмпирическая проверка, для чего был проанализирован баланс интересов ряда крупнейших российских компаний в сфере ЖКХ (различных организационно-правовых форм). В частности, оценено качество корпоративного управления (согласованность интересов руководства и акционеров) и качество управления финансами (совпадение реальной и эталонной динамик). Для оценки рыночной стоимости взяты данные финансовой отчетности за последние 5 лет, учитывая тот факт, что акции компаний в сфере ЖКХ не обращаются на бирже, наибольшую сложность в расчетах составляет оценка действительной рыночной стоимости, были взяты предприятия, акции которых активно обращаются на бирже. Несмотря на то, что листинг акций не является обязательным условием, тем не менее, при проведении эмпирического исследования это гарантирует объективность информации и «очищает» рыночную стоимость от различных неформализованных факторов.

В соответствии с принципом общности, в таблице представлены компании в сфере ЖКХ, созданные в форме бюджетных учреждений и унитарных предприятий, для каждого из которых рассчитано значение баланса интересов по годам. С этой целью автором была создана компьютерная программа, которая размещается на сайте «Новые технологии финансового анализа и корпоративного

**Количественное значение баланса интересов и соподчиненность
качественных показателей компаний в сфере ЖКХ Тамбовской области 2013
– 2017 гг.**

№	Предприятия	Показатель, %	2013	2014	2015	2016	2017
1	ООО «ЖК ТИС»	КУФ	88,89	85,6	89,7	82,3	88,11
		ККУ	62,5	64,8	65,6	63,1	67,4
2	ООО «ЖилТехСервис»	КУФ	77,41	65,14	74,8	76,3	81,1
		ККУ	63,1	66,7	65,8	69,00	64,8
3	ООО «Управдом-68»	КУФ	65,43	66,98	67,90	64,11	63,9
		ККУ	50	54,3	52,3	54,1	49,99
4	ООО «Жилищное хозяйство»	КУФ	71,5	74,6	75,3	77,7	78,1
		ККУ	63,7	67,1	66,8	69,1	68,9
5	ООО «Строитель»	КУФ	79,3	79,9	78,4	79,5	81,1
		ККУ	64,0	64,3	63,1	62,4	65,1
6	ООО «Тамбовский жилищный стандарт»	КУФ	81,3	82,3	83,1	81,9	83,00
		ККУ	59,1	58,7	58,9	59,99	60,01

управления»⁷⁷ и находится в свободном доступе. Баланс интересов сопоставим с приростом рыночной стоимости (капитализацией), рассчитываемый согласно данным обязательной ежеквартальной отчетности компании, стоящих в открытом доступе на официальном сайте определенных организаций или на официальном сайте всероссийской системы проверки контрагентов – zachestnyibiznes.ru.

Рассмотрим данные расчетов по компании ООО «ЖК ТИС». Показатель качества управления финансами, а именно (степень совпадения реальной и эталонной динамики), по вышеназванной компании составляет 88,89%, что

⁷⁷http://www.freean.ru/I_O_Forms/calculations.php

говорит об очень высоком уровне финансовой деятельности, руководство организовало действенный финансовый контроль – за каждой стороной финансовой деятельности компании, управление финансами отвечает интересам всех заинтересованных групп, квалификация финансовых служб бесспорна, рынком положительно оценивается становление организации, возможности банкротства практически нет, однако, надлежит стремиться к абсолютному совпадению с эталонной динамикой показателей, что приводит к росту рыночной стоимости.

Степень согласованности интересов руководства и акционеров компании составляет 62,5%, что говорит о высоком уровне сбалансированности интересов, делом руководства является для каждого потенциального инвестора сигнал стараться следовать их финансовым интересам, независимо от суммы их вклада в деятельность организации.

В ООО «Управдом-68» показатели существенно отличаются, так, например, качество управления финансами (мы говорим о степени совпадения реальной и эталонной динамики), намного ниже, чем в ООО «ЖК ТИС» несмотря на высокий уровень финансовой деятельности. То, что усилия руководства сосредоточены на достижении поставленных целей, включая низкую вероятность банкротства, необходимы некоторые корректировки в динамике отдельных показателей.

Свыше среднего оказалась сбалансированность корпоративных интересов, достигли уровня сбалансированности корпоративных интересов, который позволяет предприятию продолжать свою деятельность без существенных конфликтов, есть предпосылки для эффективного стратегического формирования корпоративных взаимоотношений.

С учетом того, что баланс интересов целесообразно оценивать лишь после получения официальной финансовой отчетности, реакцию инвесторов на его состояние можно будет оценить уже в последующий отчетный период. По этой причине присутствует взаимозависимость стоимости бизнеса и баланса интересов, когда она есть, ее следует оценивать, опираясь на сопоставление

баланса интересов предшествующего отчетного периода и прироста капитализации в последующем отчетном периоде.

Оценка предполагаемой взаимосвязи возможна на основе коэффициента корреляции Пирсона по следующей формуле⁷⁸:

$$r = \frac{\sum (x - \bar{x})(y - \bar{y})}{\sqrt{\sum (x - \bar{x})^2 \sum (y - \bar{y})^2}},$$

где r – коэффициент корреляции Пирсона; x – значение баланса интересов в предыдущем периоде; y – прирост капитализации в следующем периоде; \bar{x} – среднее значение баланса интересов за период 2013 – 2017 гг.; \bar{y} – средний прирост капитализации за период 2013 – 2017 гг.

По большинству бюджетных предприятий в сфере ЖКХ достаточно сложно проследить явную взаимосвязанность установленного баланса интересов с рыночной стоимостью бизнеса. Можно даже говорить о том, что как таковой достоверной рыночной стоимости у бюджетных предприятий ЖКХ не существует. Во-первых, это обусловлено сложностью оценки финансовой деятельности бюджетных учреждений, кроме того, практически невозможно оценить результаты деятельности компаний, поскольку даже убыточная деятельность будет финансироваться государством. Важно отметить и отсутствие надлежащего уровня корпоративного управления в преобладающей части компаний ЖКХ. Уровень финансового управления напрямую связан с интересами различных сторон (в том числе собственников и управляющих). Все больше нормативных актов, определяющих порядок самоуправления делами многоквартирных домов, отсылают к решениям общих собраний жильцов. Как известно, товарищества собственников жилья являются корпорациями в соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации. Указанные положения говорят о том, что при управлении компаниями действуют базовые

⁷⁸Тонких А. С. Там же.

принципы финансового управления. Особенно актуальны вопросы, связанные с деятельностью высшего органа, – общего собрания участников и избранного ими совета, что и составляет наибольшие трудности.

Во-первых, наибольшие трудности наблюдаются в созыве собраний. Владельцы квартир (собственники жилья) по своему статусу в собрании – миноритарии, никто из которых не имеет контрольный пакет.

Кроме того, ряд трудностей наблюдается в формировании совета, ввиду отсутствия квалифицированных членов совета.

По мнению автора исследования, решением проблемы могло бы стать заключение договора доверительного управления, когда лицо на профессиональной основе от имени собственников жилья реализует их. Доверительное управление сыграло бы положительную роль в реализации баланса интересов в компаниях сферы ЖКХ, в том числе при управлении финансовыми ресурсами.

Для оценивания связи баланса интересов и рыночной стоимости компании, освобожденной от воздействия нефундаментального, спекулятивного, краткосрочного и прочих факторов, включая демонстрацию долгосрочного характера данной связи, предлагаем рассчитать среднее значение баланса интересов аналогичных компаний за 2013 – 2017 гг. и сопоставить их с приростом рыночной стоимости за обозначенный период (табл. 4).

На основании исходных данных, приведенных в табл. 4, рассчитаем средние значения для X и Y ⁷⁹:

$$X = 77,17; Y = 8,19.$$

Все необходимые для расчета коэффициента корреляции промежуточные данные и их суммы представлены в табл. 4.

$$\text{Рассчитаем } \sum[(X - X_{\text{cp}})(Y - Y_{\text{cp}})]: \sum[(X - X_{\text{cp}})(Y - Y_{\text{cp}})] = 64,04.$$

⁷⁹Тонких А. С. Там же.

Средние значения баланса интересов и прирост рыночной стоимости компаний в сфере ЖКХ Тамбовской области за период 2013 – 2017 гг.

№	Предприятия	Среднее значение баланса интересов, %	Прирост рыночной стоимости за рассматриваемый период
1	ООО «ЖК ТИС»	88,1	11,7
2	ООО «ЖилТехСервис»	77,4	6
3	ООО «Управдом-68»	65,43	7,48
4	ООО «Жилищное хозяйство»	71,5	6,12
5	ООО «Строитель»	79,3	8,11
6	ООО «Тамбовский жилищный стандарт»	81,3	9,71

Таблица 5

Данные для расчета коэффициента корреляции

№	Предприятия	X	Y	$X - X_{cp}$	$Y - Y_{cp}$	$(Y - Y_{cp}) \times (X - X_{cp})$	$(X - X_{cp})^2$	$(Y - Y_{cp})^2$
1	ООО «ЖК ТИС»	88,1	11,7	10,93	3,51	38,39	119,43	12,34
2	ООО «ЖилТехСервис»	77,4	6	0,23	-2,19	-0,50	0,05	4,78
3	ООО «Управдом-68»	65,43	7,48	-11,74	-0,71	8,30	137,87	0,50
4	ООО «Жилищное хозяйство»	71,5	6,12	-5,67	-2,07	11,72	32,17	4,27
5	ООО «Строитель»	79,3	8,11	2,13	-0,08	-0,16	4,53	0,01
6	ООО «Тамбовский жилищный стандарт»	81,3	9,71	4,13	1,52	6,29	17,04	2,32
	Σ	-	-	-	-	64,04	320,83	24,22

Рассчитаем $m\sigma_X$ и $m\sigma_Y$:

$$m\sigma_X = \sqrt{\sum (X - \bar{X})^2}; \quad m\sigma_Y = \sqrt{\sum (Y - \bar{Y})^2};$$

$$m\sigma_X = 17,91; \quad m\sigma_Y = 4,92;$$

Коэффициент корреляции Пирсона:

$$r_{XY} = 64,04 / (17,91 \cdot 4,92) = 0,73.$$

Путем сравнения полученного в наших расчетах значения коэффициента Пирсона и соответствующих критических значений для заданного нами уровня, найдем согласно таблице критических значений коэффициент корреляции Пирсона. Найдя критические значения для вычисленного коэффициента корреляции Пирсона число степеней свободы рассчитываем следующим образом: $k = m - 2$. При выборке с числом элементов $m = 6$ и при уровне значимости $p = 0,05$ критическое значение коэффициента Пирсона, с уровнем значимости $p = 0,05$ $r_{\text{крит}} = 0,58$.

Ввиду того, что абсолютное значение коэффициента корреляции, который был нами получен, больше критического значения, который взят из табл. 4, подтверждается гипотеза корреляционной зависимости между выборками. Таким образом, автор может подтвердить свою гипотезу о фактическом присутствии связи между балансом интересов и рыночной стоимостью в большей части компаний в сфере ЖКХ. Однако, предприятия в сфере ЖКХ имеют свою собственную специфику функционирования, которая не соответствует специфике функционирования обычных хозяйствующих субъектов. Эффективность капитализации хозяйствующего субъекта зависит в первую очередь от особенностей функционирования в нем системы корпоративного управления, а также от наличия баланса интересов различных уровней управления, определяющих в конечном итоге выбор необходимых инструментов и механизмов капитализации.

3.2 СХЕМАТИЗАЦИЯ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА ФУНДАМЕНТАЛЬНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ В СФЕРЕ ЖКХ

В рамках настоящего исследования нами уже отмечалось о действии финансового механизма капитализации на функционирование хозяйствующего субъекта. В данном параграфе исследования перед автором исследования стоит задача, заключающаяся в выделении функциональной структуры финансового механизма капитализации, для чего механизм должен быть как последовательность (система) действий, обеспечивающих протекание процесса капитализации хозяйствующего субъекта.

Акции большого количества хозяйствующих субъектов обращаются на бирже и поэтому капитализация таких компаний завязана на таком знаменателе как акции. Хозяйствующие субъекты в сфере ЖКХ по большей части не связаны с акциями, обращающимися на рынке. Капитализация, создаваемая на рынке акций и облигаций, на самом деле не имеет никакой связи с капитализацией хозяйствующих субъектов, поскольку такая капитализация отражает стоимость акций и облигаций, но не стоимость хозяйствующего субъекта. Однако, было бы верным предполагать, что за стоимостью акций стоит нечто, формирующее их стоимость. Этим «нечто» является материальное обеспечение, создающее стоимость хозяйствующих субъектов, как имеющих ценные бумаги, листингуемые на бирже, так и хозяйствующих субъектов, не размещающих на бирже ценные бумаги.

Материальное обеспечение представляет собой производство востребованных обществом благ, на которые имеется спрос. Наличие самого производства востребованных обществом благ еще не является показателем того, что производимые блага будут иметь какую-либо стоимость. При этом еще К. Маркс отмечал, что «лишь в рамках своего обмена продукты труда получают общественно одинаковую стоимостную предметность»⁸⁰. Такую производимую хозяйствующим субъектом стоимость необходимо именовать добавочной стоимостью.

⁸⁰ Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 1. Кн. I: Процесс производства капитала. М., 1983. С. 78.

Добавочная стоимость представляет собой стоимость, производимую хозяйствующим субъектом сверх стоимости используемых для этого ресурсов. Таким образом, если хозяйствующий субъект потребляет большее количество ресурсов, чем создает потребительских благ, то он должен иметь нулевую или отрицательную стоимость. Опять же, важно понимать и то, что хозяйствующий субъект должен не только производить некую продукцию, но и обеспечить ее потребительское предпочтение, т.е. такая продукция должна быть общественно необходимой. Только при таких условиях потребительские блага, производимые хозяйствующим субъектом, будут иметь добавленную стоимость.

Компании в сфере ЖКХ специализируются на выполнении хозяйственных функций и предоставлении населению различного рода услуг. Сфера жилищно-коммунального хозяйства – одна из важнейших сторон повседневной жизни любого человека. При кажущейся малозаметности, она присутствует постоянно и повсеместно, занимаясь насущными и неотложными вопросами. Прекращение работы ЖКХ означает полный паралич быденной жизни людей, поэтому направление нуждается в поддержке и постоянном внимании. Однако, при всей важности компаний в сфере ЖКХ не все из них имеют высокую добавленную стоимость, поэтому капитализация компаний в сфере ЖКХ является важной государственной проблемой.

Любой хозяйствующий субъект, обеспечивающий рост стоимости за счет производства, является привлекательным направлением для инвестирования, наряду с финансовым рынком, однако в отличие от финансовых вложений, стоимость компании, привязанная к производству добавленной стоимости, не должна быть подвержена резким колебаниям в пределах коротких промежутков времени, что снижает риск инвестирования в такую компанию.

Поэтому в рамках настоящего параграфа исследования попытаемся выделить принцип функциональной структуры такого финансового механизма, который бы обеспечивал рост капитализации хозяйствующих субъектов в сфере ЖКХ за счет производства потребительских благ.

Основным лицом, заинтересованным в росте стоимости хозяйствующего субъекта, должен быть собственник компании в сфере ЖКХ (в самом глобальном смысле – государство). Для производства потребительских благ собственнику хозяйствующего субъекта в сфере ЖКХ требуются производственные ресурсы (на рис. 9 будут представлены символом ПР), среди которых и средства производства (сооружения, оборудование, участок земли), и рабочий труд, или нематериальные ресурсы, например, какие-либо научные разработки по совершенствованию каких-либо производственных процессов и т.д.

Помимо прочего, ресурсами могут выступать хозяйствующие субъекты, которые при объединении в цепочку дадут больше, чем каждый из них поодиночке. При этом в вышеуказанном случае для объединения компаний с целью достижения наилучшего результата необходимо не только желание собственника к объединению, но и его заинтересованность в результате проекта.

Совсем не обязательно связывать объединение с большими финансовыми затратами, поскольку в современном мире существует колоссальное количество инструментов, позволяющих заполучить в собственность требуемые ресурсы (рис. 9).

На рисунке 9 в качестве стрелок выступают различные инструменты, позволяющие получать в распоряжение ресурсы, необходимые для начала производства общественных благ. В научной литературе по этому поводу отмечается, что «инвестиционный инструмент обеспечивает стандартный акт обмена, при котором одна сторона предоставляет долю в своем капитале, а другая долю в товарах, работах или услугах, которые она обязуется произвести в будущем»⁸¹.

Учитывая вышесказанное, возникает вопрос, как собственнику заранее узнать о том, будет ли производимая продукция пользоваться спросом и, как следствие, иметь добавленную стоимость, или нет? На Западе практика уже давно нашла решение этого вопроса.

⁸¹Чернышев С. Кризис? Экспансия! Как создать мировой финансовый центр в России. М., 2009. С. 78.

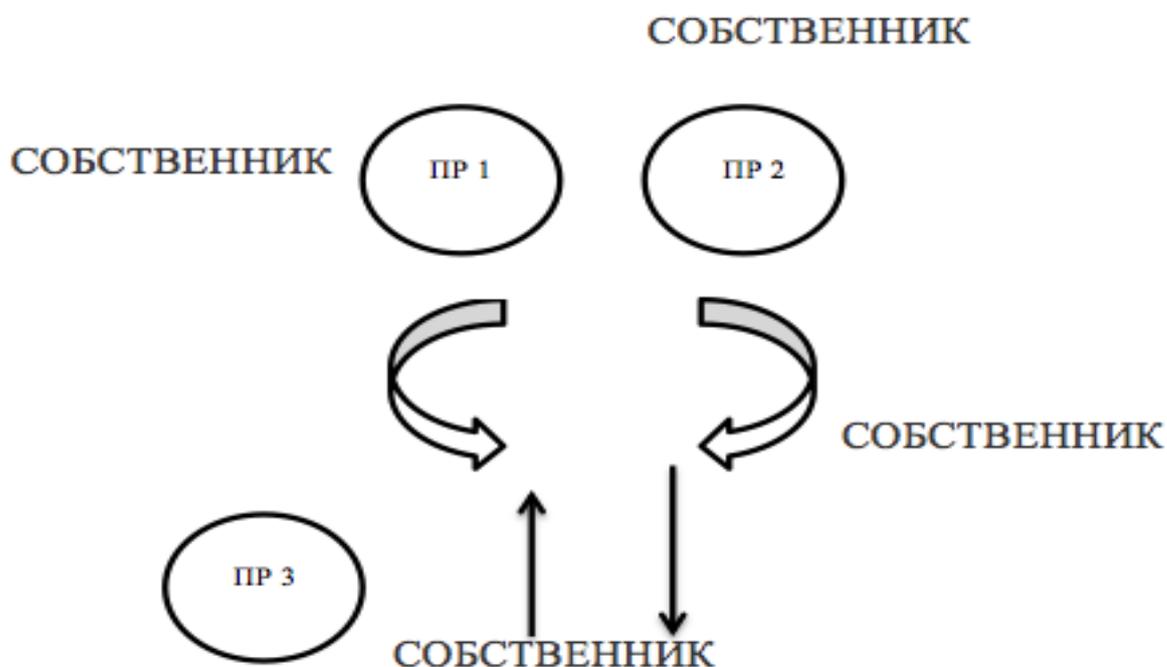


Рисунок 9 – Привлечение ресурсов для производства потребительских благ⁸²

После Второй Мировой войны крупные корпорации вместо того, чтобы искать покупателей для уже произведенной продукции, стали с помощью различных инструментов сами создавать потребности у покупателей, а затем под них производить соответствующие товары. «Во главе производства встал маркетинг как деятельность по определению и проектированию новых сегментов потребительского рынка, которые можно завоевать за счет выпуска новых изделий и формирования соответствующих потребностей у покупателя».

Следующий шаг – после получения требующихся ресурсов, собственник должен организовать их таким образом, чтобы запустить процесс производства добавленной стоимости. Еще Й. Шумпетер отмечал, что новая стоимость в экономике появляется только благодаря новым комбинациям ресурсов, вследствие которых производится стоимость больше, нежели при их обычном использовании⁸³.

Для того, чтобы организовать такую комбинацию ресурсов, собственник сначала должен построить схему, в соответствии с которой и будет происходить

⁸²Разработано автором исследования.

⁸³Шумпетер И. А. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия. М., 2008. С. 89.

организация ресурсов в работающий механизм производства добавленной стоимости (рис. 10).

Рост стоимости хозяйствующего субъекта возможен при глубокой переработке предметов труда, при наличии большого количества элементов между готовым продуктом и сырьем для его производства. Если собственнику удастся выстроить такую последовательность, в которой продукт каждого предыдущего производства будет являться ресурсом для следующего, то будет обеспечен рост капитализации всех компаний в сфере ЖКХ, входящих в одну единую цепочку (рис. 11).

Если собственник хозяйствующего субъекта в сфере ЖКХ будет успешно организовывать полученные в распоряжение ресурсы, получаемые либо от других предприятий в сфере ЖКХ, либо от внешнего инвестирования, то капитализация такого хозяйствующего субъекта должна показывать тенденцию к росту. Авторская позиция основана на принципе Фишера, сформулированном в 1988 г.: «стоимость капитального актива равняется суммарной приведенной стоимости денежных потоков, порожденных таким активом»⁸⁴. Такой хозяйствующий

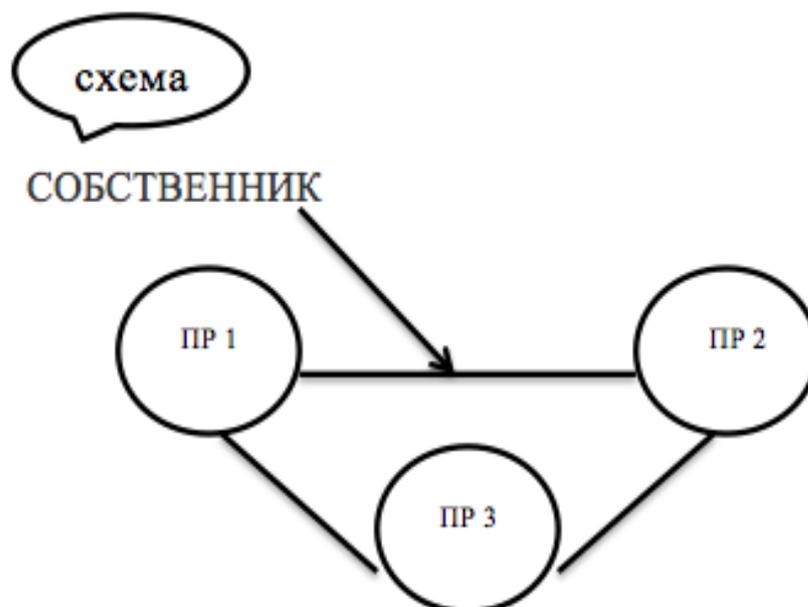


Рисунок 10 – Принцип схемной организации проекта собственника ЖКХ⁸⁵

⁸⁴Маршал Дж. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Маршал, В. Бансал. М., 1998. С. 455.

⁸⁵Разработано автором исследования.

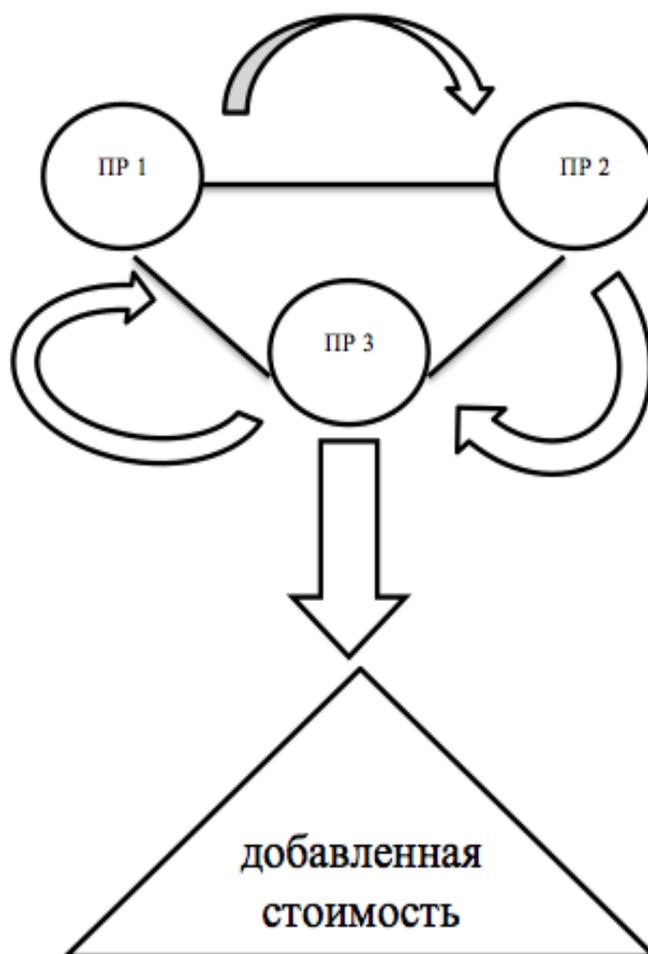


Рисунок 11 – Схема увеличения капитализации хозяйствующих субъектов в сфере ЖКХ при добавленной стоимости⁸⁶

субъект будет приносить больше потребительских благ, чем было затрачено для производства таких благ. При этом, такими потребительскими благами и будет обеспечена растущая капитализация хозяйствующего субъекта.

Условием для нормального расчета капитализации компании является создание механизма эффективной количественной оценки производимой стоимости, а также затрат при реализации проектов увеличения капитализации. Вышеназванный механизм позволит собственникам заранее прогнозировать, имеются ли выгоды от участия в проекте и проанализировать возможную величину капитализации конкретного хозяйствующего субъекта.

Кроме того, используя механизм эффективной количественной оценки производимой стоимости, у хозяйствующего субъекта будет потенциал к

⁸⁶Разработано автором исследования.

самостоятельному воздействию на его рыночную стоимость. Указанный механизм прозрачен для инвестирования – наличие добавленной стоимости хозяйствующего субъекта обеспечивает рост капитализации. Таким образом, чем прозрачнее механизм, обеспечивающий капитализацию, тем большее количество инвесторов можно привлечь, и тем меньше риск потерь инвестированных финансовых ресурсов.

Вышесказанное представляет собой инструментарий повышения качества управления капитализацией компании в различных стадиях стратегического взаимодействия, лежащий в методологическом подходе к формированию и развитию инструментариев капитализации компаний в современных условиях.

Рассмотрев теоретические основы фундаментальной капитализации, автором исследования отмечается, что сфера ЖКХ в стране является низкоконкурентной в связи со своей спецификой. В рамках настоящего исследования предлагается новый подход к оценке фундаментальной составляющей капитализации компании в низкоконкурентной сфере ЖКХ. Подход основан на результатах исследования класса математических моделей, описывающих функционирование компаний с учетом дефицита оборотных средств и нестабильностью спроса на рынке. Современная версия модели оформлена в виде уравнения Беллмана, которое описывает зависимость капитализации компании от показателей ее деятельности и конъюнктуры рынка. На основе решения уравнения Беллмана и расчета средних производственных показателей (расчет основан на стохастическом анализе процесса оказания услуг в сфере ЖКХ) предлагается новый метод, позволяющий анализировать влияние рыночных условий на капитализацию компании. Применена методика анализа динамики капитализации крупных тамбовских компаний в сфере ЖКХ в 2013 – 2017 гг. С помощью модели исследовано влияние изменения ценовой структуры на капитализацию компании ООО «ЖК ТИС».

Процесс интеграции России в систему международных экономических отношений ведет, с одной стороны, к усилению внутривнутрироссийской и импортной конкуренции на внутреннем рынке. С другой стороны, – это открывает

возможности для импорта и внедрения новых технологий. Эти изменения особенно актуальны для сферы оказания услуг и производственного сектора, созданных в постсоветский период в условиях закрытой экономики.

Потенциал развития сферы ЖКХ во многом определяет позиции страны в системе международных экономических отношений, существенным образом отображаясь на внутренней политике. В настоящее время технологическое отставание отрасли ЖКХ приводит к потере возможности осуществления коммерческого взаимодействия, предоставления потребителям качественных услуг, невозможности привлечения финансовых средств, дефициту средств бюджетной системы Российской Федерации. Такая ситуация приводит к задержкам в реализации услуг населению, прорыву теплотрасс, возникновению технологических аварий, невозможности своевременного устройства проблем в сфере ЖКХ (чистка крыш, снега и т.д.), дефициту оборотных средств компаний в сфере ЖКХ и необходимости кредитования себестоимости предоставляемых услуг. Однако в условиях разнородной экономической системы и нестабильной финансовой ситуации экономические последствия реализации программ модернизации сферы ЖКХ требуют детального анализа, учитывающего особенности функционирования сферы и обратной связи в экономической системе. Такой анализ требует разработки математических моделей и методов, позволяющих анализировать и прогнозировать показатели деятельности компаний с учетом особенностей функционирования сферы ЖКХ в условиях высокой волатильности рынка.

Дефицит оборотных средств приводит к зависимости деятельности компаний сферы ЖКХ от доступности кредитных ресурсов или наличия существенного внешнего инвестирования. Таким образом, показатели компаний в рыночных условиях существенно зависят от кредитного рейтинга. Одним из таких показателей является капитализация компаний, которая является залогом кредитования оборотных средств компании. Нестабильность финансово-экономического положения приводит к повышению процентных ставок, и, как следствие, к падению кредитного рейтинга компаний. Падение кредитного

рейтинга предполагает снижение уровня капитализации компании. Это приводит к дальнейшему росту процентной ставки по кредиту. В результате компания оказывается в «ловушке» высоких процентных ставок. Таким образом, разработка методов экономических измерений, направленных на оценку и прогнозирование реальной капитализации компании на основе анализа показателей ее деятельности, является важной задачей.

В основу модели положены следующие основные допущения:

- 1) моменты продаж услуг формируют стохастический Пуассоновский поток;
- 2) существует ограничение на торговую инфраструктуру – максимальный размер единовременной продажи y^* ;
- 3) пополнение оборотных средств производства происходит на конкурентном рынке кредитов.

Модель, по мнению автора исследования, должна быть оформлена в виде уравнения Беллмана. Решение дает фундаментальную компонентную оценку капитализации компании в зависимости от параметров модели. Фундаментальная составляющая позволяет оценить фактическую стоимость компании по показателям ее деятельности в сложившихся экономических условиях. Это очищает от спекулятивных «скачков», которые влияют на рыночную капитализацию компании. В модели рассматривается влияние на деятельность компании в сфере ЖКХ таких параметров как процентная ставка, характеристики устойчивости спроса на услуги, структура цен на услуги и др. Таким образом, мы предлагаем технологию анализа фундаментальной зависимости капитализации компании от показателей ее деятельности и условий окружающей среды.

Проведенное исследование позволяет предложить технологию анализа влияния финансово-экономической среды на показатели компании (на примере двух крупных компаний в сфере ЖКХ ООО «Управдом-68» и ООО «ЖилТехСервис»). Модель идентифицирована по данным отчета компании по МСФО 2013 – 2017 гг. В рамках разработанной модели проведен анализ влияния изменения экономической среды на капитализацию компании.

Полученные результаты позволили объяснить несоответствие рыночных ожиданий и реальных показателей компании и проанализировать влияние дефлятора доходов на фундаментальную составляющую капитализации компании. С помощью методов сравнительной статистики в модели мы проанализировали влияние опережающего роста цен на ЖКХ и на капитализацию компании.

Рассмотрим оказание услуг, функционирующее с производительностью η , выдающее однородный продукт. Определим: Y – себестоимость единицы услуги (например, электроэнергии); p – цена единицы продукции; y^* – максимальный объем разовой продажи продукции (* – моменты продажи продукта образуют стохастический процесс Пуассона); Y_0 – текущая стоимость запасов.

Будем считать, что:

- моменты продажи продукта (электроэнергии) образуют стохастический процесс Пуассона с параметром λ ;
- пополнение оборотных средств компании возможно только по кредитной линии;
- с момента продажи продукции (электроэнергии) компания функционирует на полную мощность по кредитной линии $K(t)$ в процентах r в течение периода τ , выбранного владельцем компании; если по истечении периода времени τ продажа не наступила, производство прекращается до запроса покупателя;
- во время продажи продукта производитель получает доход, погашает совокупный кредитный долг и может снова обратиться в банк за кредитной линией;
- доход от реализации продукта, оставшийся после снятия выплаты кредита с оборота; кредит используется только на пополнение оборотных средств.

Представим заданные значения в виде формул⁸⁷:

⁸⁷Хакимзянов Г. С., Чубаров Л. Б., Воронина П. В. Математическое моделирование: учебное пособие. В 2 ч. Ч. 1: Общие принципы математического моделирования. Новосибирск: Новосиб. гос. ун-т, 2010. 148 с.

$$K(t) = y\eta\theta(\tau - t),$$

где $\theta(x) = 1$, если $x > 0$ и 0 , если $x \leq 0$.

Объем производства в момент времени:

$$Y(t) = Y_0 + \eta \min(t, \tau).$$

Задолженность по кредиту исчисляется по формуле:

$$L(t) = \eta y / r(e^{rt} - e^{r(t-\tau)+}).$$

Задача владельца компании τ состоит в выборе периода времени, в течение которого учитываются производственные затраты по кредиту, для максимизации, дисконтированной со средней стоимостью дохода $W(Y_0)$ ⁸⁸:

$$W(Y_0) = \sup_{\tau \geq 0} \int_0^{+\infty} \lambda e^{-(\lambda+\Delta)t} \left[p \min(Y(t), Y^*) - L(t) + W((Y(t), Y^*)_+) \right] dt.$$

Решение $W(Y_0)$ представляет собой уравнение Беллмана и может быть интерпретировано как твердая стоимость с запасом Y_0 . Стоимость определяется на основе производственных показателей компании и параметров экономической среды (процент, тариф, структура цен и др.).

Значение $\lambda W(0) / y\eta$ характеризует фундаментальную составляющую капитализации компании по отношению к оборотным фондам. Изменение позиции компании на рынке и уровня кредитоспособности компании связано с изменением этого показателя. Когда значение показателя близко к 1, то соответствует пределу рентабельности компании.

Рассмотрим условие рентабельность через формулу⁸⁹

$$\lambda + \Delta > r, Y^* > 0, p > y \frac{\lambda + \Delta}{\lambda + \Delta - r},$$

⁸⁸Хахимзянов Г. С., Чубаров Л. Б., Воронина П. В. Там же.

⁸⁹Хахимзянов Г. С., Чубаров Л. Б., Воронина П. В. Там же.

если указанное уравнение верно, то уравнение Беллмана имеет единственное решение в классе непрерывных, неотрицательных функций, не уменьшается, вогнутые функции ограничены вместе с производными на полуинтервале $[0, +\infty)$.

Оптимальное поведение производителя, соответствующее уравнению Беллмана, описывается следующим образом: в условиях отсутствия продаж продукции компания работает на полную мощность за счет кредита до размера запасов $(\zeta_0 + 1)Y$, и далее останавливается до момента продажи. Решение уравнения Беллмана позволяет определить:

1) оптимальную характеристику запасов ζ_0 как единственный корень уравнения⁹⁰:

$$f\left(\zeta_0, R, \frac{\lambda + \Delta}{\lambda}, \frac{\lambda Y^*}{\eta}\right) = 0,$$

где параметр

$$R = \frac{p - y \frac{\lambda + \Delta}{\lambda + \Delta - r}}{p}$$

соответствует значению прибыльности компании.

2) выражение $\lambda W(0) / y\eta$ как функция параметров модели ζ_0 выглядит следующим образом⁹¹:

$$\frac{\lambda W(0)}{y\eta} = \Phi\left(\zeta_0, \lambda, \frac{\lambda Y^*}{\eta}, R, r, \Delta\right).$$

Идентификация параметров модели требует расчета средних показателей деятельности компании в модельном выражении, поскольку данные содержатся в официальных годовых отчетах компаний. Решение данной задачи основано на результатах анализа стохастического процесса торговых запасов в динамике запасов⁹²:

⁹⁰Носко В. П. Эконометрика для начинающих. М.: ИЭПП, 2002.

⁹¹Носко В. П. Там же.

⁹²Носко В. П. Там же.

$$X(x, t) : X(x, 0) = x, X(x, t) \in [0, (\zeta_0 + 1)Y].$$

Доказано, что стохастический процесс $X(x, t)$ является эргодическим (любое начальное распределение сходится к конечному распределению).

Свойство эргодичности позволяет предложить методику расчета показателей компании, сопоставимую с официальными данными годового счета. Данные счета содержат показатели, усредненные по времени. Методика основана на расчете показателей (в модельных терминах), усредненных по конечным вероятностям распределения изменения запасов. Благодаря свойству эргодичности усреднение по времени сопоставимо с усреднением по конечному распределению. Динамический анализ стохастического процесса изменения запасов позволяет получить явные формы средних значений коэффициента загрузки мощностей u и средних торговых запасов Q в зависимости от параметров модели.

Уравнение⁹³:

$$f\left(\zeta_0, R, \frac{\lambda + \Delta}{\lambda}, \frac{\lambda Y^*}{\eta}\right) = 0$$

и выражения средних торговых запасов и коэффициента использования мощностей формируют полную систему модельных уравнений. Набор выходных переменных системы определяет базовую точку для выбранного года и следующие параметры: λ – характеристика рыночных условий; ζ_0 – характеристика оптимального уровня запасов; $\lambda Y^*/\eta$ – соотношение спроса и производственных возможностей.

Набор входных параметров системы модели уравнений наблюдается официальной статистикой: p – средняя процентная ставка по кредиту; Δ – доход коэффициент дисконтирования; R – значение рентабельность предприятия; u – средний коэффициент использования производственных мощностей коэффициент; $yQ/u\eta$ – оборот запасов производителей.

⁹³Носко В. П. Там же.

Предлагаемая в настоящем исследовании методика интерпретации параметров входных и выходных моделей с точки зрения годовых отчетов компаний ЖКХ по данным отчетов по МСФО. Мы даем систему уравнений модели для случая $0 < \zeta_0 < 2$ в явном виде.

Модельные расчеты показывают, что анализ системных решений в заданном диапазоне достаточен для целей настоящего исследования. На основе результатов модельного исследования предлагается следующая схема анализа влияния показателей экономической среды на характеристики компании перерабатывающего сектора. В результате идентификации мы получаем набор входных параметров системы уравнений модели за год t . Решение системы определяет базовую точку модели: $\lambda, \zeta_0, \lambda Y^* / \eta$, за год (t).

Из выражения⁹⁴

$$\frac{\lambda W(0)}{y\eta} = \Phi \left(\zeta_0, \lambda, \frac{\lambda Y^*}{\eta}, R, r, \Delta \right)$$

в основной точке получаем базовое значение η фундаментальной составляющей капитализации компании по отношению к оборотным фондам $\lambda W(0) / y\eta$ за год t .

Анализ влияния показателей экономической среды на положение компании может осуществляться методом сравнительной статистики. Метод основан на предположении, что в условиях резкого изменения среды (например, изменения структуры цен производственных компонентов и отпускных цен Y / p в результате падения курса валюты) при коротких временных масштабах другие индикаторы не успевают меняться, поэтому можно проанализировать влияние выбранного индикатора на позицию компании при базовых значениях других параметров. В частности, для анализа влияния ценовой среды фиксируются значения переменных и параметров модели в базовой точке: $r, \lambda, \zeta_0, \lambda Y^* / \eta$ и анализируется зависимость $\lambda W(0) / y\eta (R)$ по отношению к выражению⁹⁵

⁹⁴Носко В. П. Там же.

⁹⁵Носко В. П. Там же.

$$\frac{\lambda W(0)}{y\eta} = \Phi\left(\zeta_0, \lambda, \frac{\lambda Y^*}{\eta}, R, r, \Delta\right),$$

где $R = R(Y/p)$.

Как уже отмечено ранее в рамках настоящего исследования, одним из финансовых инструментов фундаментальной капитализации является экономическая среда, в которой функционирует компания, осуществляющая деятельность в сфере ЖКХ. Компании в сфере ЖКХ – типичные представители тех компаний, которые осуществляют свою деятельность в условиях дефицита оборотных средств. Нестабильность государственной политики по отношению к анализируемой сфере, выражающаяся, помимо прочего, регулированием тарифов на региональном уровне, делает невозможным государственно-частные партнерства в сфере ЖКХ, способные привнести дополнительное инвестирование и повысить качество оказываемых услуг.

На основании представленного в настоящем параграфе исследования модели проведем анализ деятельности ООО «Управдом-68» и ООО «ЖилТехСервис» – крупнейших компаний в сфере ЖКХ г. Тамбова, являющихся организациями частной формы собственности.

В предложенной модели отражением рыночных ожиданий, характеризующих спекулятивную составляющую, является дефлятор дохода компании, обозначаемый Δ .

Расчеты сравнительным статическим методом подтверждают, что Δ имеет влияние на фундаментальную капитализацию компании (рис. 12).

Предлагаемая в рамках исследования модель идентифицируется по годовым отчетам компании ООО «Управдом-68» 2013 – 2017 гг. С помощью модели определена фундаментальная составляющая капитализации компании по отношению к оборотным фондам $\lambda W(0)/y\eta$ в соответствии с условиями отчетности 2013 – 2017 гг. выстраивается график (рис. 13, 14).

Согласно представленным на рисунке данным, фундаментальная составляющая капитализации отличается от рыночных ожиданий, которые учитывают спекулятивный фактор. Величина рыночной капитализации

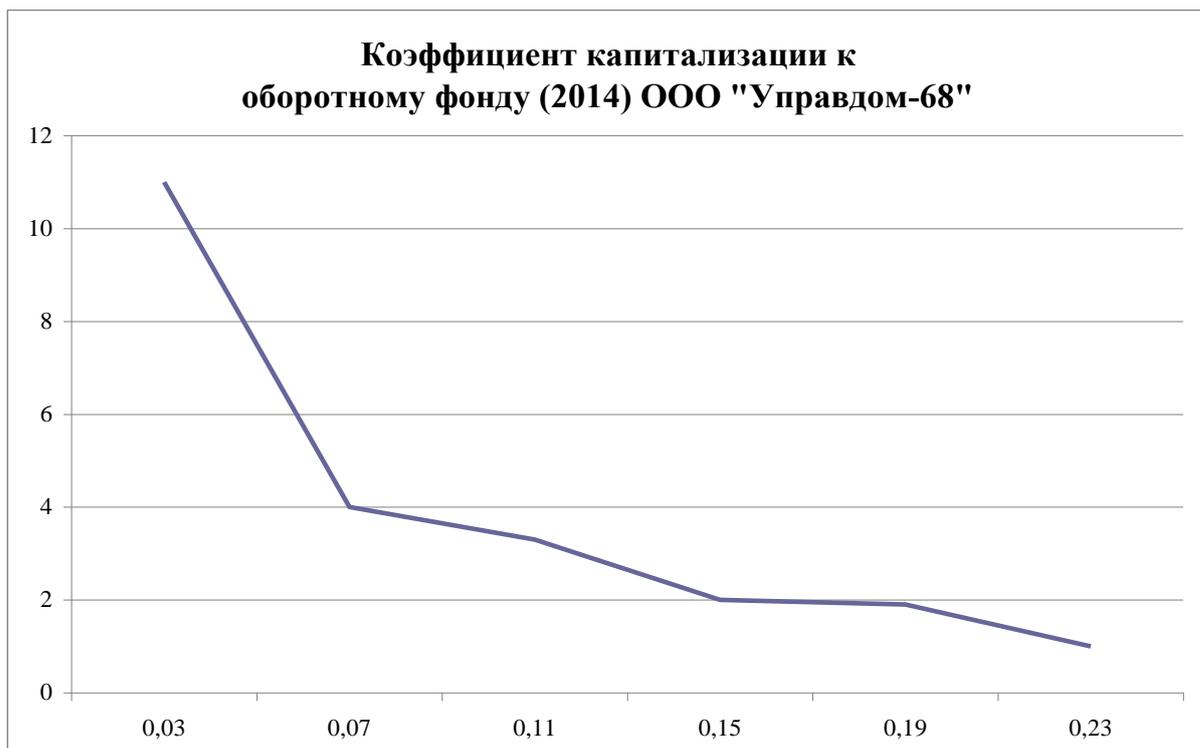


Рисунок 12 – Коэффициент капитализации к оборотному фонду⁹⁶

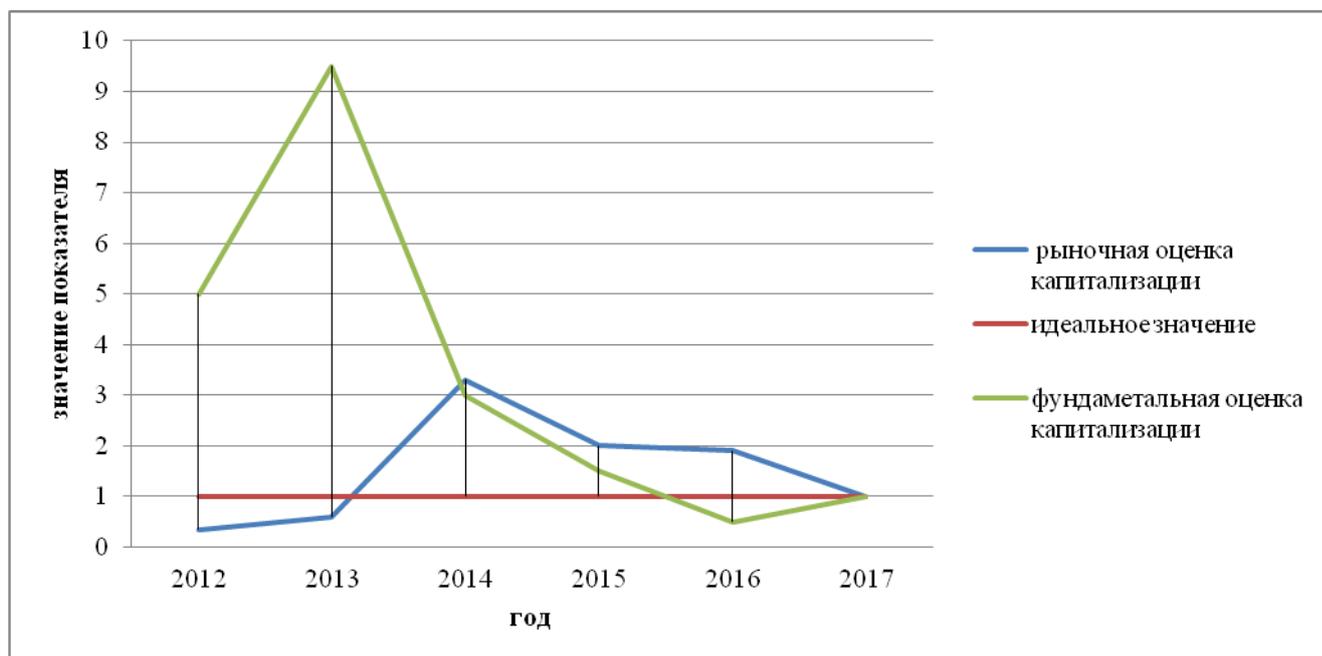


Рисунок 13 – Фундаментальная составляющая капитализации ООО «Управдом-68» компании по отношению к оборотным фондам $\lambda W(0) / u\eta$ в соответствии с условиями отчетности 2013 – 2017 гг.⁹⁷

⁹⁶Рассчитано автором исследования на основании данных годовых отчетов компании ООО «Управдом-68» 2013 – 2017 гг.

⁹⁷Рассчитано автором исследования на основании данных годовых отчетов компании ООО «Управдом-68» 2013 – 2017 гг.

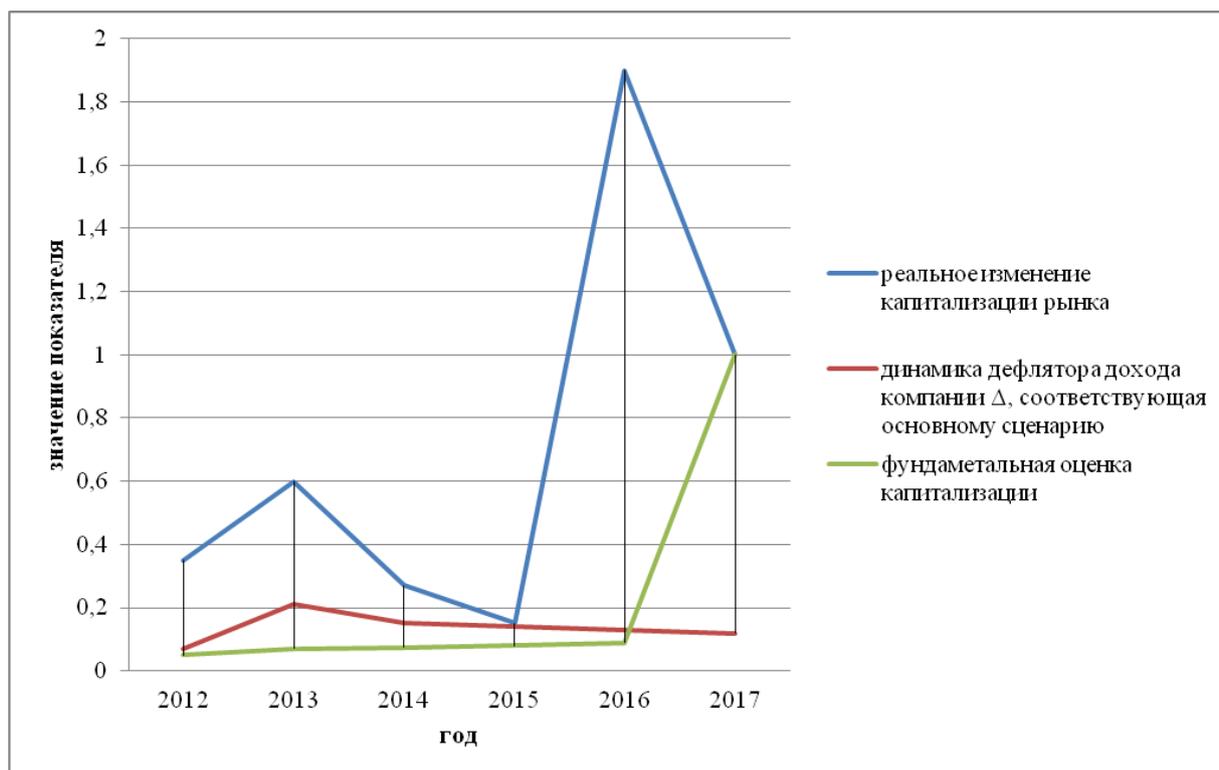


Рисунок 14 – Динамика дефлятора дохода компании ООО «Управдом-68» (Δ)⁹⁸

базируется на усредненной стоимости активов. С помощью предложенной модели можно отчетливо проследить несоответствие фундаментальной и рыночной капитализации. Стоит отметить, что первоначально теория анализа взаимного влияния фундаментальной и спекулятивной составляющих капитализации компании, на основании механизмов такого взаимного влияния, была разработана Джорджем Соросом в 1994 г.⁹⁹ Представленная на рис. 13 красная линия соответствует пределу рентабельности компании, т.е. значениям $\lambda W(0) / u\eta = 1$.

Как видно из данных, представленных на рисунке, величина Δ, соответствующая фундаментальной капитализации, в некоторые годы находится на уровне рентабельности. Такой показатель обусловлен проведением реформы ЖКХ, направленной как на поддержку компаний в сфере ЖКХ в стране со стороны государства, так и на совершенствование деятельности компаний в сфере ЖКХ с учетом привлечения внешнего инвестирования.

⁹⁸Рассчитано автором исследования на основании данных годовых отчетов компании ГБУ Жилищник «Ломоносовский» 2013 – 2017 гг.

⁹⁹Soros, G. (1994). *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market*. New-York: John Wiley and Sons.

Существенную часть затрат российских компаний в сфере ЖКХ занимают текущие расходы, которые достаточно трудно оптимизировать и долги перед снабжающими организациями, образующиеся в результате несвоевременной оплаты юридическими и физическими лицами коммунальных услуг. Как и любые другие хозяйствующие субъекты, компании в сфере ЖКХ привлекают для осуществления своей деятельности дополнительное финансирование в виде кредитных средств. Валютный кризис в конце 2014 г. изменил структуру рынка и кроме нестабильности валютного рынка, это привело к росту процентных ставок по кредитам.

Методом сравнительного статистического анализа рассчитывается влияние изменения ценовой структуры Y/p на фундаментальную капитализацию $\lambda W(0) / u\eta$ в случаях базовой и повышенной процентной ставки по кредитным продуктам (рис. 15, 16).

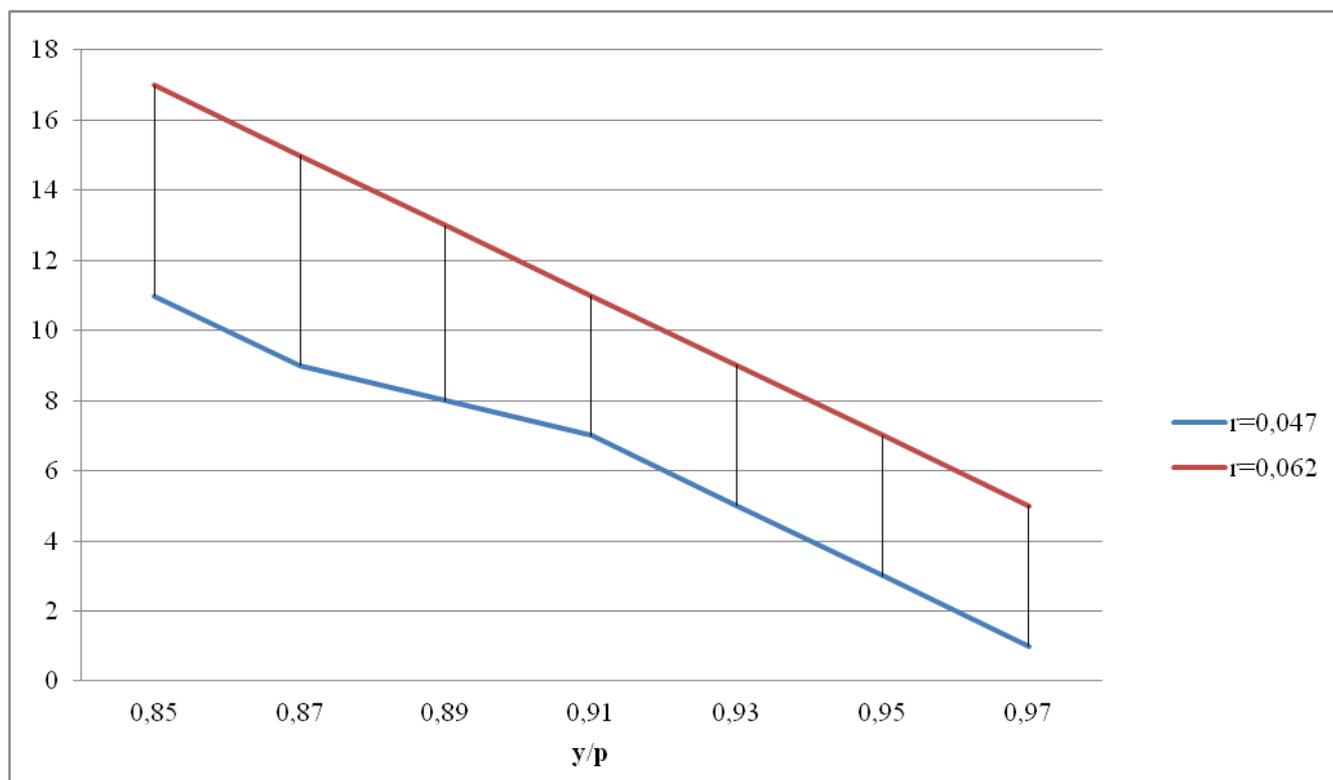


Рисунок 15 – Соотношение капитализации с оборотными фондами¹⁰⁰

¹⁰⁰Рассчитано автором исследования на основании данных годовых отчетов компании ООО «Управдом-68» 2013 – 2017 гг.

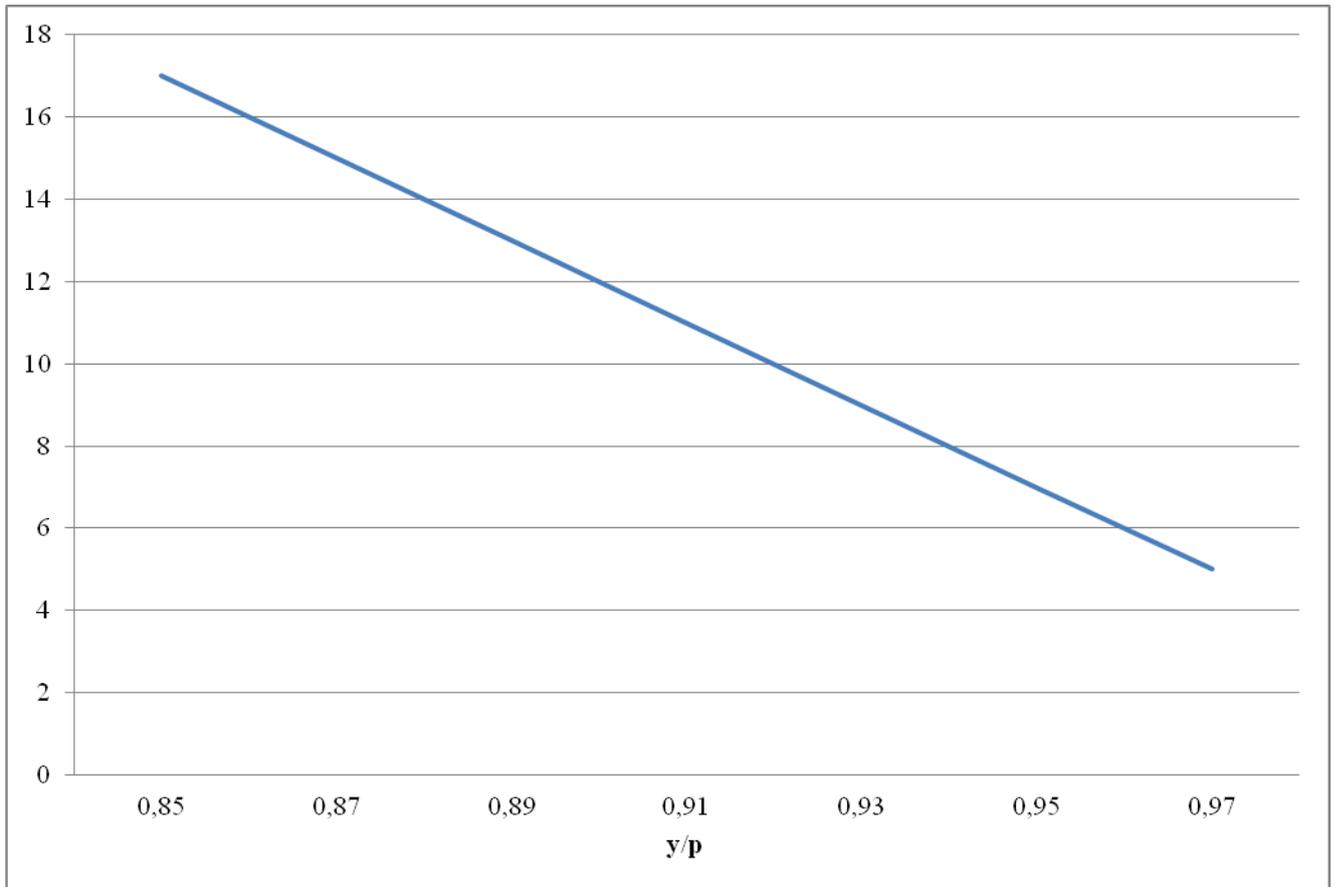


Рисунок 16 – Рентабельность (R)¹⁰¹

На рисунке 16 показано соответствующее изменение рентабельности компании R , в случае если $r = 0,047$. Расчеты подтверждают, что опережающее повышение цен на компоненты и рост процентной ставки по кредиту негативно влияют на фундаментальную капитализацию компании.

Для подтверждения предложенной методики оценки влияния фундаментальной капитализации в рамках настоящего исследования с помощью предложенной модели определена фундаментальная составляющая капитализации компании ООО «ЖилТехСервис» по отношению к оборотным фондам $\lambda W(0)/y\eta$ в соответствии с условиями отчетности 2013 – 2017 гг. выстраивается график (рис. 17, 18).

¹⁰¹Рассчитано автором исследования на основании данных годовых отчетов компании ООО «Управдом-68» 2013 – 2017 гг.

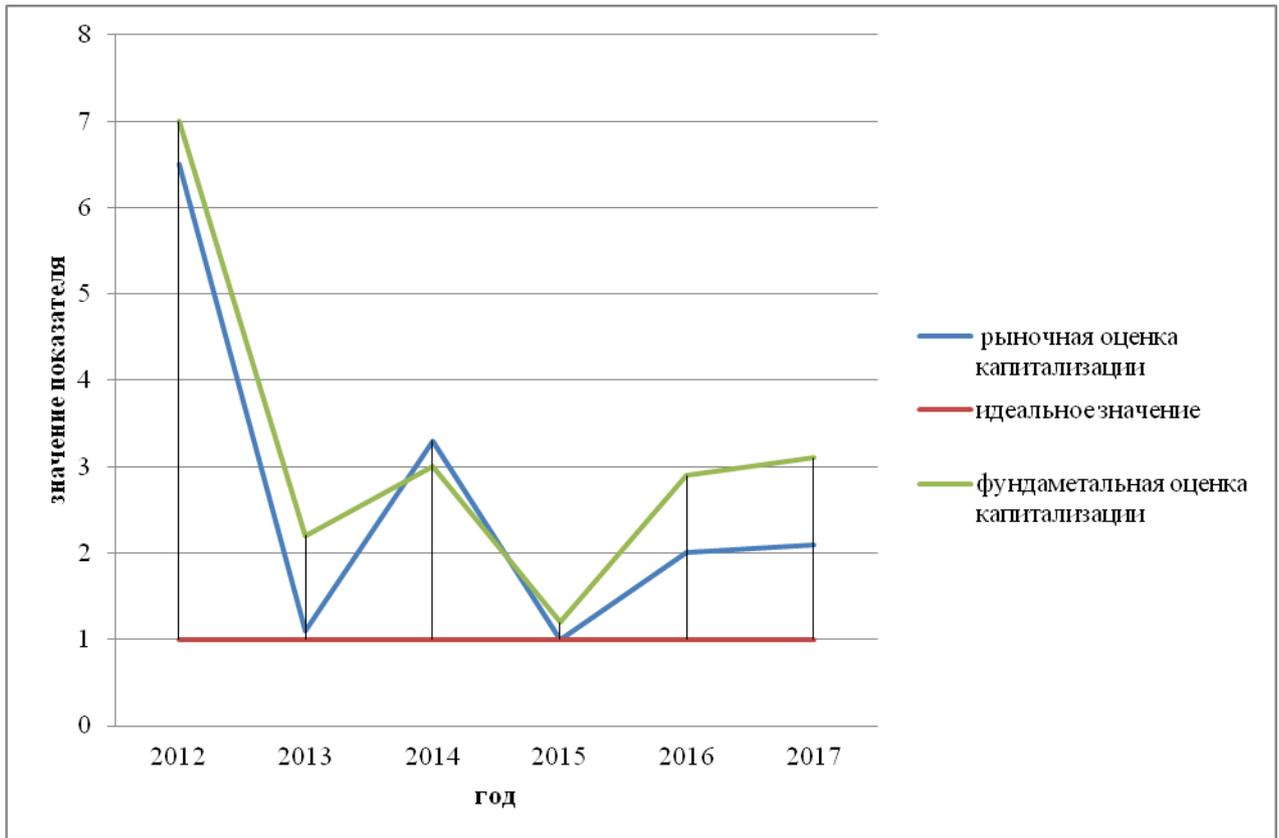


Рисунок 17 – Фундаментальная составляющая капитализации ООО «ЖилТехСервис» компании по отношению к оборотным фондам $\lambda W(0) / u\eta$ в соответствии с условиями отчетности 2013 – 2017 гг.¹⁰²

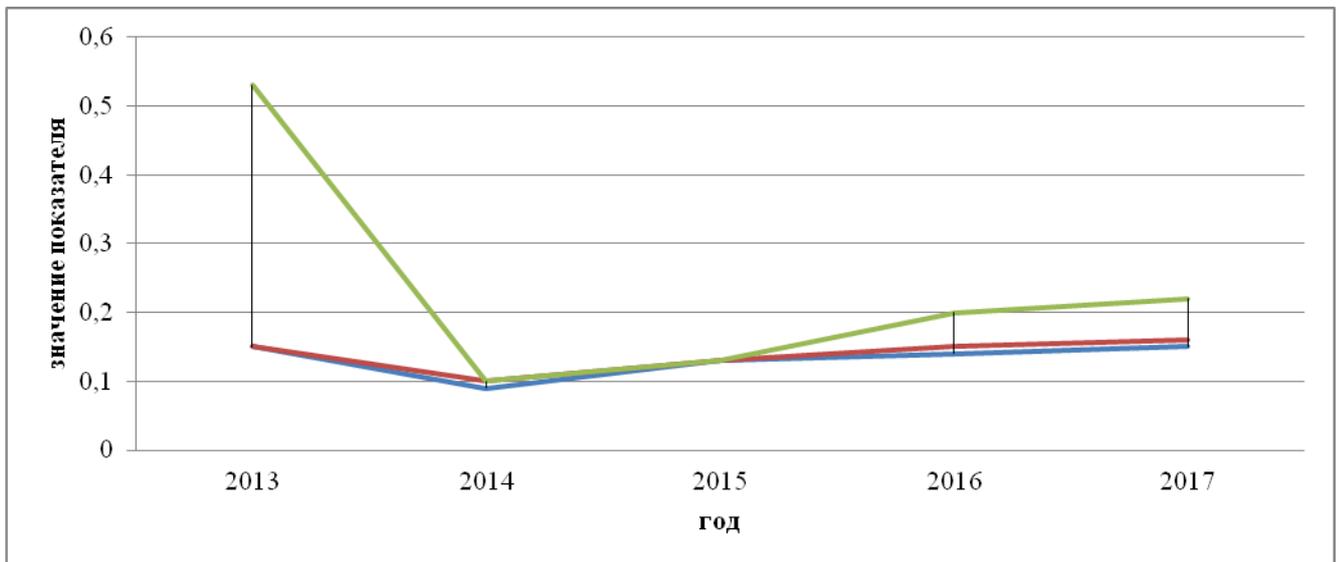


Рисунок 18 – Динамика дефлятора дохода компании ООО «ЖилТехСервис» (Δ)¹⁰³

¹⁰²Рассчитано автором исследования на основании данных годовых отчетов компании ООО «ЖилТехСервис» 2013 – 2017 гг.

¹⁰³Рассчитано автором исследования на основании данных годовых отчетов компании ООО «ЖилТехСервис» 2013 – 2017 гг.

Согласно представленным на рисунке данным, фундаментальная составляющая капитализации отличается от рыночных ожиданий, которые учитывают спекулятивный фактор, так же как и в случае с ГБУ «Жилищник», соответственно, можно отчетливо проследить несоответствие фундаментальной и рыночной капитализации. Представленная на рис. 17 красная линия соответствует пределу рентабельности компании в идеальном соотношении, т.е. значениям $\lambda W(0) / y\eta = 1$.

Как видно из данных, представленных на рисунке, величина Δ , соответствующая фундаментальной капитализации, в некоторых точках соответствует определенным отрезкам времени. Указанное значение показателя «Годы» находится на уровне рентабельности, что обусловлено проведением реформы ЖКХ.

Таким образом, разработанная в рамках настоящего исследования методика, характеризующая зависимость капитализации компании от показателей ее деятельности и конъюнктуры рынка при расчете показателей подтверждает, что фундаментальная составляющая капитализации отличается от рыночных ожиданий, которые учитывают спекулятивный фактор.

Величина рыночной капитализации базируется на усредненной стоимости активов. С помощью предложенной модели можно отчетливо проследить несоответствие фундаментальной и рыночной капитализации. Дефлятор дохода компании, соответствующий фундаментальной капитализации, в некоторые годы может находиться на уровне рентабельности, что является хорошим показателем для предприятий, функционирующих в сфере ЖКХ, однако связано, как правило, с политикой, повышающей уровень компаний в сфере ЖКХ, как за счет поддержки компаний в сфере ЖКХ в стране со стороны государства, так и за счет совершенствования деятельности компаний в сфере ЖКХ с учетом привлечения внешнего инвестирования.

3.3 ПРИКЛАДНЫЕ АСПЕКТЫ ОРГАНИЗАЦИИ ФИНАНСОВОГО МЕХАНИЗМА ФУНДАМЕНТАЛЬНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ В СФЕРЕ ЖКХ

Анализируя практические аспекты организации финансового механизма фундаментальной капитализации компаний жилищно-коммунального комплекса, диссертантом был сделан вывод о том, что при построении функциональной структуры финансового механизма к общим основам организации финансового механизма необходимо добавлять организационные механизмы (в зависимости от сферы действия компании), без которых осуществление работы финансового механизма невозможно.

Для выделения функциональных мест в таком механизме необходимо задать целевые требования к нему исходя из анализа действующего механизма изменения капитализации компаний в сфере ЖКХ и выделения его негативных особенностей, которых должен быть лишен механизм фундаментальной капитализации. В связи со сказанным, сформулируем минимально необходимый набор требований к такому механизму.

Во-первых, механизм должен захватывать материальные ресурсы, их сорганизовывать и содействовать обеспечению роста добавленной стоимости при деятельности предпринимательской структуры (когда осуществляется реализация предпринимательских проектов).

Во-вторых, инвестиционные вложения надлежит использовать строго на установленные цели, а механизму необходимо блокировать отклонения в их ненадлежащем использовании и не делать преждевременные выводы из осуществляемого проекта.

Чтобы финансовый механизм капитализации предпринимательской структуры мог отвечать сформулированным выше требованиям, в нем должны быть задействованы нестандартные (специально создаваемые) финансовые учреждения, оперирующие также нестандартными финансовыми инструментами. В акционерных обществах в качестве такого инструмента могут выступать Проектный банк или оценочная компания.

При построении финансового механизма компании в сфере ЖКХ необходимо ограничиваться такими критериями как цель и принципы деятельности организации. Большинство экономистов в основу финансового механизма закладывают такую цель как создание благоприятных условий для социального развития общества, т.е. удовлетворения интересов и потребностей населения. В современных рыночных условиях цель формирования финансового механизма компаний в сфере ЖКХ должна заключаться в обеспечении эффективного функционирования процесса оказания услуг такого комплекса. Для компаний в сфере ЖКХ существуют свои требования к механизму фундаментальной капитализации, поэтому, исходя из особенностей функционирования таких компаний, можно сформулировать следующий минимально необходимый набор требований к такому механизму.

Во-первых, необходимо создание предпосылок привлечения частных инвесторов в сферу ЖКХ.

Во-вторых, необходимо формирование механизма учета реальных потребностей предприятия.

В-третьих, важно обеспечить мотивацию предприятий в сфере ЖКХ в повышении энергоресурсоэффективности.

Также необходимо обеспечить дифференциацию стоимости услуг и создать предпосылки к заинтересованности предприятий в модернизации своих основных фондов¹⁰⁴.

Как уже нами отмечалось ранее, в коммерческих организациях для того, чтобы финансовый механизм капитализации предпринимательской структуры мог отвечать предъявляемым требованиям, в нем должны быть задействованы нестандартные (специально создаваемые) финансовые учреждения, оперирующие также нестандартными финансовыми инструментами. В сфере ЖКХ, учитывая существующую нормативную правовую базу, создание таких финансовых учреждений невозможно, однако есть другие модели, которые способны обеспечить финансовый механизм капитализации.

¹⁰⁴Бабенышева А. Н. Эффективность использования финансовых ресурсов организациями жилищно-коммунального хозяйства // Молодой ученый. 2016. № 13. С. 303.

В 2011 году Правительство Российской Федерации своим распоряжением от 22 августа 2011 г. № 1493-р¹⁰⁵ утвердило план действий по привлечению в ЖКХ частных инвестиций, а также перечень пилотных проектов, предусматривающих привлечение частных инвестиций в развитие объектов энергетики и системы коммунальной инфраструктуры.

В настоящий момент привлечение частных инвестиций видится возможным на основании двух моделей: модели финансирования инвестиционной деятельности организации на основе договора концессии и модели финансирования инвестиционной деятельности организации с использованием концессии при участии энергосервисной компании.

В рамках первой модели договор концессии заключается между представителем государства (например, муниципалитетом) – концедентом и концессионером (частным оператором, в большинстве случаев осуществляющим свою деятельность в этой же подотрасли, но функционирующим в форме коммерческой организации).

Легальное определение концессионного соглашения закреплено в ст. 3 Федерального закона от 21 июля 2005 г. № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях»¹⁰⁶.

Концессионным соглашением является соглашение, по которому одна сторона (концессионер) обязуется за свой счет создать и (или) реконструировать определенное этим соглашением имущество (недвижимое имущество или недвижимое имущество и движимое имущество, технологически связанные между собой и предназначенные для осуществления деятельности, предусмотренной концессионным соглашением) (объект концессионного соглашения), право собственности на которое принадлежит или будет

¹⁰⁵Распоряжение Правительства РФ от 22.08.2011 № 1493-р «Об утверждении плана действий по привлечению в жилищно-коммунальное хозяйство частных инвестиций и перечней пилотных проектов, предусматривающих привлечение частных инвестиций в развитие объектов энергетики и системы коммунальной инфраструктуры, координацию реализации которых осуществляют Минэкономразвития России и Минрегион России» // Собрание законодательства Российской Федерации. 2011. № 35. Ст. 5117.

¹⁰⁶Федеральный закон от 21.07.2005 № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях» (в ред. от 29.07.2017) // СЗ РФ. 2005. № 30 (ч. II). Ст. 3126.

принадлежать другой стороне (концеденту), осуществлять деятельность с использованием (эксплуатацией) объекта концессионного соглашения, а концедент обязуется предоставить концессионеру на срок, установленный этим соглашением, права владения и пользования объектом концессионного соглашения для осуществления указанной деятельности.

Исходя из вышеназванного определения, сущность концессионного соглашения состоит в возложении на концессионера обязательства за его счет создать и (или) реконструировать определенный объект недвижимости, находящийся в собственности концедента: государства или муниципального образования. При этом право собственности так и останется за концедентом. Также концессионер может осуществлять деятельность, связанную с использованием (эксплуатацией) объекта концессионного соглашения, что весьма актуально для концессионных соглашений в жилищно-коммунальной сфере.

При участии в концессионном соглашении энергосервисной компании открываются дополнительные возможности. Так, можно не только реализовать инвестиционные мероприятия, но и внедрить энергоэффективные технологии. Такие компании выступают в качестве консультантов по повышению энергоэффективности деятельности организаций в сфере ЖКХ и одновременно в качестве инвестора.

Результатом взаимодействия концессионера и концедента в данной модели может стать существенное снижение стоимости цен на энергетические ресурсы, а также увеличение надежности и качества оказываемых услуг. Снижение уровня потерь и затрат позволит компаниям в сфере ЖКХ получать экономию от проведения энергосберегающих и инвестиционных мероприятий и, как следствие, повысить свою капитализацию (рис. 19).

При этом важно отметить, что заключение концессионных соглашений в сфере ЖКХ сопряжено с рядом сложностей. Так, не всякий бюджет, а в особенно не всякий муниципальный бюджет, имеет надлежащий уровень стабильности. Указанные обстоятельства существенно снижают инвестиционный потенциал, причем в большей степени именно в муниципальных, самых востребованных концессиях в сфере ЖКХ.

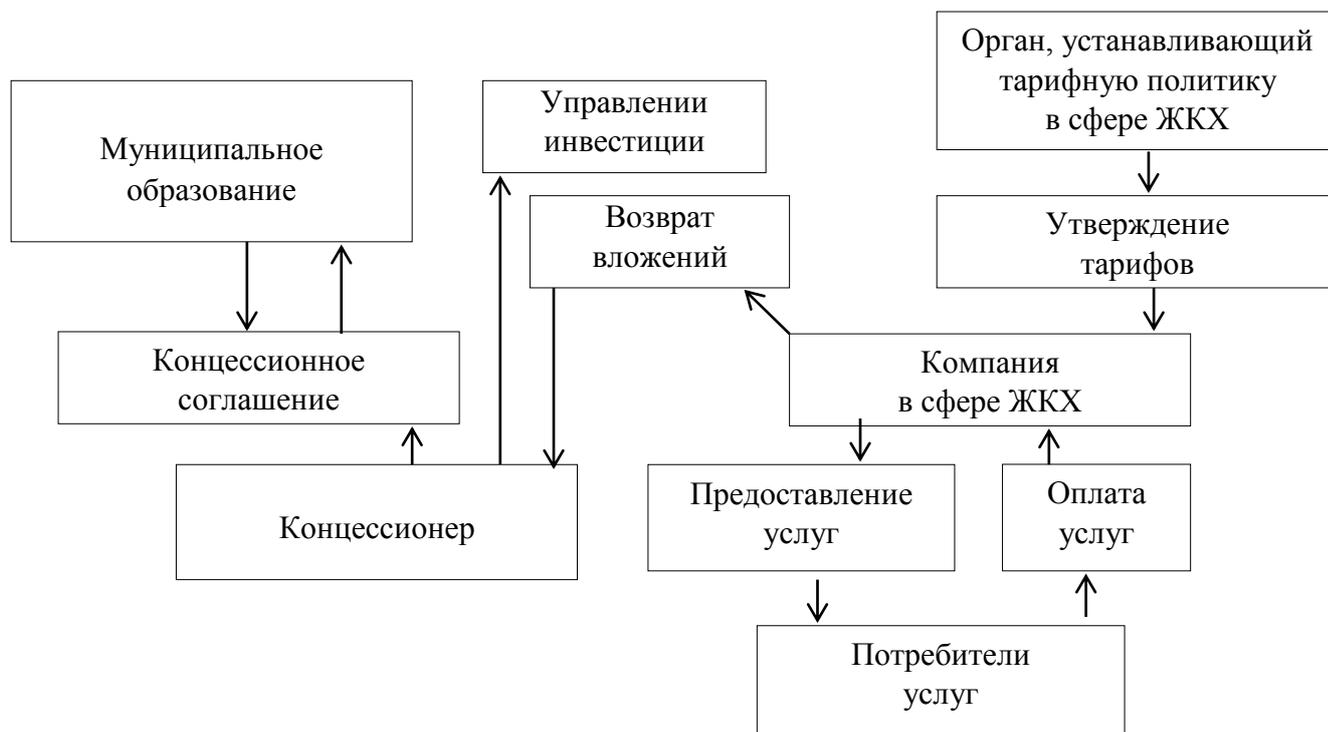


Рисунок 19 – Схема реализации концессионного соглашения в сфере ЖКХ¹⁰⁷

Инвесторы для того, чтобы понимать привлекательность своих финансовых вложений, стремятся получить гарантию на долгосрочный период, что не всегда удается сделать в рамках бюджетного планирования, ограниченного тремя годами (в Российской Федерации бюджет утверждается на три года: на текущий год и два плановых последующих года).

Учитывая вышесказанное, гарантия, привязанная к бюджетному планированию достаточно скептически, т.е. не всегда удается это сделать через гарантию, привязанную именно к бюджету.

В данной связи возникает вопрос о том, что же делать инвестору, желающему вложить финансовые средства в хозяйствующие субъекты в сфере ЖКХ. Ответ, казалось бы, лежит на поверхности, в этом смысле подспорьем инвесторам могли бы стать различные гарантийные фонды, наполненные обособленным имуществом, являющиеся аналогами финансовым учреждениям, функционирующим для коммерческих хозяйствующих субъектов. Такие фонды могли бы положительным образом повлиять на кредитную оценку проектных

¹⁰⁷Разработано автором исследования.

облигаций в сфере ЖКХ. Еще одним способом, достаточно часто используемым государственными организациями, является заключение концессионного соглашения путем проведения конкурсных процедур (рис. 20).

Так, например, в рамках указанной концепции в 2014 г. в г. Тамбове на основании Постановления администрации «О проведении открытого конкурса на право заключения концессионного соглашения в отношении системы коммунальной инфраструктуры (централизованных систем холодного водоснабжения и водоотведения, находящихся в муниципальной собственности Тамбова, закрепленных на праве хозяйственного ведения за АО «Российские коммунальные системы» по результатам конкурсных процедур было заключено концессионное соглашение в сфере ЖКХ.

При анализе схем инвестирования и повышения капитализации компаний в сфере ЖКХ посредством заключения концессионного соглашения важно отметить особенности аренды в рамках концессионного соглашения. Согласно



Рисунок 20 – Схема практической реализации процедуры заключения концессионного соглашения в сфере ЖКХ¹⁰⁸

¹⁰⁸Разработано автором исследования

ст. 11 Федерального закона № 115-ФЗ «О концессионных соглашениях»: ... Земельный участок, на котором располагается объект концессионного соглашения и (или) который необходим для осуществления концессионером деятельности, предусмотренной концессионным соглашением предоставляются концессионеру в аренду (субаренду) или на ином законном основании в соответствии с земельным законодательством на срок, который устанавливается концессионным соглашением в соответствии с земельным законодательством и не может превышать срок действия концессионного соглашения.

Согласно ст. 26 Земельного Кодекса Российской Федерации договор аренды земельного участка, заключенный на период действия концессионного соглашения, подлежит регистрации, также как и право собственности на земельный участок (рис. 21).

Ни для кого не секрет, что сфера ЖКХ, как и иные подобные ей, имеют свою тарифную специфику, которая достаточно детально проработана в действующем законодательстве. В связи с чем возникает вопрос о том, как указанная сторона сказывается на привлекательности концессионных соглашений в сфере ЖКХ.

В настоящее время Российская Федерация переживает период беспрецедентного реформирования в сфере тарифного регулирования и положительные моменты указанного процесса уже видны.

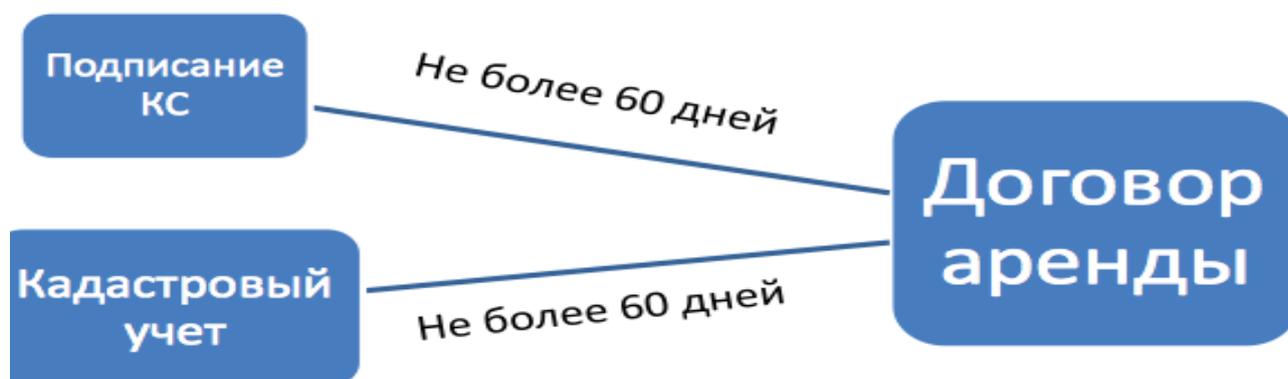


Рисунок 21 – Сроки регистрации концессионного соглашения в сфере ЖКХ¹⁰⁹

¹⁰⁹Разработано автором исследования.

Так, если детально проанализировать практику международных и российских рейтинговых агентств при оценке кредитного рейтинга по ценным бумагам концессионеров, то большая часть того, что требуется агентствам для присвоения рейтинга, может быть использована для того, чтобы присвоить рейтинг по тарифной концессии в сфере ЖКХ.

На сегодняшний момент сразу в нескольких сферах – водоснабжение, водоотведение, теплоснабжение, обращение с твердыми коммунальными отходами (т.е. практически во всех сферах, относимых к ЖКХ) приняты основы ценообразования, определяющие порядок установления тарифов, которые обязательны на всей территории страны. В сфере водоснабжения, водоотведения и теплоснабжения практика их применения уже достаточно развита.

Например, возможность установления долгосрочных тарифов на весь срок действия концессионного соглашения повышает степень предсказуемости тарифного регулирования, что приветствуется финансирующими организациями.

Кроме того, в Российской Федерации существует возможность гибкого изменения тарифов в рамках долгосрочного периода с учетом изменения цен на операционные расходы, что также оказывает влияние на повышение рейтинга кредитоспособности отдельными рейтинговыми агентствами.

Существуют механизмы возмещения выпадающих доходов концессионера за счет бюджетных субсидий, что указывает на наличие государственной поддержки данного института и повышает рейтинг кредитоспособности.

По мнению автора исследования, положительным моментом тарифных концессий в теплоснабжении, водоснабжении и водоотведении, обращении с твердыми коммунальными отходами является то, что они предоставляют возможность открыто, в том числе на конкурсной основе, установить долгосрочные параметры регулирования концессионера и гарантировать ему определенный объем валовой выручки.

При этом важно отметить и ряд проблемных моментов, требующих существенной дополнительной настройки. Контрагентом концессионера на стороне потребителя, как правило, выступает управляющая компания, которая

занимается сбором платежей за коммунальные услуги с конечного потребителя – домохозяйства, собственников квартир в многоквартирных домах. Как правило, рейтинговые агентства при рассмотрении концессионных сделок обращают пристальное внимание на роль посредника, предъявляя высокие требования к третьему лицу, осуществляющему сбор средств за коммунальные услуги с получателей.

К такому третьему лицу должны предъявляться строгие требования к кредитной состоятельности. Например, требования о создании фондов на покрытие дефицита средств для оплаты поставленных коммунальных услуг, установление личной ответственности такого лица перед коммунальной компанией за перечисление денежных средств, наличие положений, устанавливающих случаи замены такого лица.

Несмотря на то, что деятельность данных посредников регулируется, и управляющие организации лично отвечают перед коммунальными компаниями за несвоевременное или ненадлежащее перечисление оплаты за коммунальные услуги, в законодательстве отсутствует требование о создании такими управляющими компаниями фондов на покрытие задолженности перед коммунальными компаниями. Фактически эта ответственность не имеет под собой никаких гарантий, что может быть негативно оценено рейтинговыми агентствами.

Кроме того, для потенциальных инвесторов в сфере ЖКХ одним из наиболее актуальных вопросов является вопрос о целесообразности введения отдельных методов регулирования для ЖКХ.

Среди указанных методов, вызывающих опасения, в первую очередь следует отметить RAB-регулирование. RAB (Regulatory Asset Base – регулируемая база инвестированного капитала) представляет собой систему долгосрочного тарифообразования, направленную на привлечение инвестиций в расширение и модернизацию инфраструктуры. Мировая практика показала, что регулирование тарифов в электросетевом комплексе на основе методологии RAB имеет ряд преимуществ для электросетевых компаний и потребителей перед действующей сейчас системой «затраты плюс».

Хозяйствующие субъекты, использующие такую систему, как правило имеют гарантированный возврат инвестиций и доход на инвестиции, необходимый для обслуживания кредитов и получения прибыли. Также, хозяйствующие субъекты заинтересованы в снижении различных издержек, поскольку все сэкономленные средства аккумулируются внутри хозяйствующего субъекта в отличие от применяемой исторически в российской Федерации системы «затраты плюс».

Автор исследования считает необходимым отметить также, что при использовании вышерассмотренной системы инвестирования, у хозяйствующих субъектов будет стимул к поддержанию надлежащей системы корпоративного управления и соблюдения баланса интересов заинтересованных сторон, что в свою очередь сделает капитализацию максимально эффективной.

Однако указанная модель не лишена недостатков. Так, заложенный в рассматриваемую тарифную модель финансовый механизм подразумевает несколько болезненных моментов. Во-первых, отрицательным моментом является слишком длительный срок возврата инвестированного капитала. По предварительным подсчетам автора исследования, такой срок составляет от минимум десяти, до максимум 30 лет и дифференцируется в зависимости от отрасли ЖКХ. Учитывая специфику российской экономики, следует отметить, что такого длительного отрезка времени для инвестирования на рынке страны просто нет.

Во-вторых, необходимо отдельно акцентировать внимание на применяемой ставке для расчета доходности инвестированного капитала, учитываемой при расчете тарифа. В настоящий момент при расчете тарифов доходность на капитал рассчитывается исходя из доходности по долгосрочным облигациям федерального займа, что значительно ниже ставок по кредитам.

Еще одним важным и, по мнению автора исследования, существенным минусом является установление жесткого соотношения собственного и заемного капитала. Так, рассматривая отдельные сферы ЖКХ отметим, что в водоснабжении, водоотведении, теплоснабжении такое соотношение будет составлять 20 к 80, а в сфере обращения с твердыми коммунальными отходами –

30 к 70. При этом, структурирование кредитных сделок требует большей гибкости, как минимум установления коридора 20...30% собственного капитала.

Несмотря на наличие ряда проблем, по мнению автора исследования, они не должны быть препятствием в привлечении денежных потоков в сферу ЖКХ с использованием концессионных соглашений.

Обусловлено это тем, что общий фон именно для концессий более благоприятный, нежели для других институтов, даже несмотря на то, что концессионные соглашения существенно снижают роль банковского кредитования данных сделок и повышают роль «ценно-бумажного» финансирования (облигационных займов).

Важность и необходимость концессии в сфере ЖКХ поддерживается и на государственном уровне.

Как было отмечено Президентом Российской Федерации В. В. Путиным на заседании Госсовета по вопросам ЖКХ, состоявшемся 31 мая 2013 г., инвестиции в ЖКХ должны быть выгодными, и это справедливый, оправданный подход, никакого другого пути эффективной модернизации отрасли нет и быть не может при таких обстоятельствах.

Широкое применение концессионных соглашений в коммунальном хозяйстве должно оздоровить сферу ЖКХ. Это перспективная модель и для бизнеса, и для государства. Переход на концессионные соглашения, частные инвестиции – это реальная конкуренция¹¹⁰.

Приходится констатировать, что на сегодняшний день, спустя более чем десять лет с момента принятия Федерального закона «О концессионных соглашениях», можно наблюдать лишь единичные случаи реально заключенных концессионных соглашений в сфере жилищно-коммунального хозяйства. Передача в концессию взаимосвязанного комплекса имущества в сфере жилищно-коммунального хозяйства в России в настоящее время происходит не так часто. Так, по данным 56 субъектов Российской Федерации, представленным в Минстрой России, в настоящее время на территории Российской Федерации осуществляется реализация 82 инвестиционных проектов в сфере жилищно-

¹¹⁰<http://www.kremlin.ru/news/18232>

коммунального хозяйства, при этом 29 из них реализуются в рамках концессионных соглашений¹¹¹.

Однако, практика подтверждает эффективность такой формы государственно-частного партнерства.

Так, в г. Котовске Тамбовской области за счет средств инвесторов в рамках концессионных соглашений, заключенных с ООО «Тамбовская сетевая компания», осуществляется реализация трех инвестиционных проектов, направленных на реконструкцию тепловых сетей и модернизацию источников теплоснабжения. Инвестиционные проекты имеют своей целью снижение потребления природного газа за счет снижения теплотерь в сетях при транспортировке тепловой энергии, а также повышение качества услуг теплоснабжения для населения. Общая стоимость проектов составляет 100% средств инвестора в размере 544,6 млн. р.

В рамках концессионного соглашения ООО «ТЭКО-Сервис» осуществляет создание и эксплуатацию нескольких полигонов для размещения непригодных к переработке твердых бытовых отходов в Тамбовской области стоимостью 800 млн. р. (100% средства частного инвестора), а также создание и эксплуатацию мусоросортировочного комплекса для размещения непригодных к переработке ТБО твердых бытовых отходов общей стоимостью 755 млн. р. (100% средства частного инвестора ООО «Комэк»)¹¹².

Таким образом, подводя итог настоящему параграфу диссертационного исследования, важно выделить следующие положительные моменты капитализации хозяйствующих субъектов в сфере ЖКХ посредством заключения концессионных соглашений:

– привлечение существенного объема финансовых средств в отрасль жилищно-коммунального хозяйства. Отсутствие в указанной отрасли собственных средств на развитие лежит в основе проблем, препятствующих ее реформированию, а модернизация объектов инфраструктуры ЖКХ является крайне дорогостоящей, для ее реализации бюджетных средств недостаточно. При

¹¹¹Официальный сайт Минстроя России. URL: <http://www.minstroyrf.ru/docs/509/> (дата обращения 15.10.2017).

¹¹²Там же.

этом расходование средств бюджетов не всегда реализуется эффективно и рационально, с учетом соотношения качества проведенных работ по модернизации объектов коммунального хозяйства и их цены. Успешное проведение реформирования жилищно-коммунального хозяйства невозможно без привлечения инвестиций со стороны субъектов предпринимательства;

– концессионные соглашения в сфере ЖКХ позволят увеличить надежность эксплуатации объектов в сфере ЖКХ при снижении энергозатрат, понижения расходов потребителей на оплату коммунальных услуг.

Выводы к главе 3

По результатам исследования, проведенного в третьей главе, можно сформулировать следующие выводы:

1. При построении функциональной структуры финансового механизма к общим основам организации финансового механизма необходимо добавлять организационные механизмы (в зависимости от сферы действия компании), без которых осуществление работы финансового механизма невозможно.

2. Условием для нормального расчета капитализации компании является создание механизма эффективной количественной оценки производимой стоимости, а также затрат при реализации проектов увеличения капитализации. Вышеназванный механизм позволит собственникам заранее прогнозировать, имеются ли выгоды от участия в проекте и проанализировать возможную величину капитализации конкретного хозяйствующего субъекта. Используя механизм эффективной количественной оценки производимой стоимости, хозяйствующий субъект будет иметь возможность самостоятельного воздействия на свою рыночную стоимость. Указанный механизм прозрачен для инвестирования – наличие добавленной стоимости хозяйствующего субъекта обеспечивает рост капитализации. Таким образом, чем прозрачнее механизм, обеспечивающий капитализацию, тем большее количество инвесторов можно привлечь, и тем меньше риск потерь инвестированных финансовых ресурсов.

3. Для того, чтобы финансовый механизм капитализации предпринимательской структуры мог отвечать сформулированным выше требованиям, в нем должны быть задействованы нестандартные (специально создаваемые) финансовые учреждения, оперирующие также нестандартными финансовыми инструментами. В акционерных обществах в качестве такого инструмента могут выступать Проектный банк или оценочная компания.

При построении финансового механизма компании в сфере ЖКХ необходимо ограничиваться такими критериями, как цель и принципы деятельности организации. Большинство экономистов в основу финансового механизма закладывают такую цель, как создание благоприятных условий для социального развития общества, т.е. удовлетворения интересов и потребностей населения. В современных рыночных условиях цель формирования финансового механизма компаний в сфере ЖКХ должна заключаться в обеспечении эффективного функционирования процесса оказания услуг такого комплекса. Для компаний в сфере ЖКХ существуют свои требования к механизму фундаментальной капитализации, поэтому, исходя из особенностей функционирования таких компаний, можно сформулировать следующий минимально необходимый набор требований к такому механизму.

Во-первых, необходимо создание предпосылок привлечения частных инвесторов в сферу ЖКХ.

Во-вторых, необходимо формирование механизма учета реальных потребностей предприятия.

В-третьих, важно обеспечить мотивацию предприятий в сфере ЖКХ в повышении энергоресурсоэффективности.

Также необходимо обеспечить дифференциацию стоимости услуг и создать предпосылки к заинтересованности предприятий в модернизации своих основных фондов¹¹³.

В коммерческих организациях для того, чтобы финансовый механизм капитализации предпринимательской структуры мог отвечать предъявляемым

¹¹³Бабенышева А. Н. Эффективность использования финансовых ресурсов организациями жилищно-коммунального хозяйства // Молодой ученый. 2016. № 13. С. 303.

требованиям, в нем должны быть задействованы нестандартные (специально создаваемые) финансовые учреждения, оперирующие также нестандартными финансовыми инструментами. В сфере ЖКХ, учитывая существующую нормативную правовую базу, создание таких финансовых учреждений невозможно, однако есть другие модели, которые способны обеспечить финансовый механизм капитализации.

Одной из наиболее эффективных моделей является концессионное соглашение. Концессионное соглашение является средством привлечения существенного объема финансовых средств в отрасль жилищно-коммунального хозяйства, а также позволит увеличить надежность эксплуатации объектов в сфере ЖКХ при снижении энергозатрат, понижении расходов потребителей на оплату коммунальных услуг.

Таким образом, разработанная в рамках настоящего исследования методика, характеризующая зависимость капитализации компании от показателей ее деятельности и конъюнктуры рынка при расчете показателей подтверждает, что фундаментальная составляющая капитализации отличается от рыночных ожиданий, которые учитывают спекулятивный фактор.

Величина рыночной капитализации базируется на усредненной стоимости активов. С помощью предложенной модели можно отчетливо проследить несоответствие фундаментальной и рыночной капитализации. Дефлятор дохода компании, соответствующий фундаментальной капитализации, в некоторые годы может находиться на уровне рентабельности, что является хорошим показателем для предприятий, функционирующих в сфере ЖКХ, однако это связано, как правило, с политикой, повышающей уровень компаний в сфере ЖКХ, как за счет поддержки компаний в сфере ЖКХ в стране со стороны государства, так и за счет совершенствования деятельности компаний в сфере ЖКХ с учетом привлечения внешнего инвестирования.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В последние годы все больше хозяйствующих субъектов при осуществлении финансово-хозяйственной деятельности нацелены на повышение своей капитализации, не являются исключением и компании в сфере ЖКХ.

Понятие «капитализация» достаточно часто используется в различных сферах, однако единый подход к определению понятий «капитализация» отсутствует. В рамках проведенного исследования сформулировано универсальное определение капитализации, заключающееся в понимании капитализации в качестве процесса изменения стоимости хозяйствующего субъекта, в основе которого лежит действие связанного с таким процессом финансового механизма.

По общему правилу, когда капитализация выше, тогда и повышается залоговая цена компании, а также растут кредиты и дешевле их можно привлекать для развития бизнеса, тогда становится выше финансовая отдача от осуществления эмиссий собственных ценных бумаг.

При низкой капитализации не только понижается конкурентоспособность компаний, но и уменьшается приток инвестиций. Любой процесс осуществляется только благодаря действию связанного с ним механизма. Капитализация существует за счет работы обеспечивающего ее финансового механизма.

При построении финансового механизма капитализации, с учетом заданных в исследовании параметров, необходимо ограничиваться такими критериями как цель и принципы деятельности организации.

В современных рыночных условиях цель формирования финансового механизма хозяйствующих субъектов в сфере ЖКХ должна заключаться в обеспечении эффективного функционирования процесса оказания услуг такого комплекса. Для компаний в сфере ЖКХ существуют свои требования к механизму фундаментальной капитализации, поэтому, исходя из особенностей функционирования таких компаний, можно сформулировать следующий минимально необходимый набор требований к такому механизму:

- создание предпосылок привлечения частных инвесторов в сферу ЖКХ;
- формирование механизма учета реальных потребностей хозяйствующего субъекта;
- обеспечение мотивации хозяйствующего субъекта в сфере ЖКХ в повышении энергоресурсоэффективности;
- обеспечение дифференциации стоимости услуг и создание предпосылок к заинтересованности хозяйствующих субъектов в модернизации своих основных фондов.

Исследование показало, что в коммерческих организациях для того, чтобы финансовый механизм капитализации предпринимательской структуры мог отвечать предъявляемым требованиям, в нем должны быть задействованы нестандартные (специально создаваемые) финансовые учреждения, оперирующие также нестандартными финансовыми инструментами.

В сфере ЖКХ, учитывая существующую нормативную правовую базу, создание таких финансовых учреждений невозможно, однако есть другие модели, которые способны обеспечить финансовый механизм капитализации.

В 2011 году Правительство Российской Федерации своим распоряжением от 22.08.2011 № 1493-р¹¹⁴ утвердило план действий по привлечению в ЖКХ частных инвестиций, а также перечень пилотных проектов, предусматривающих привлечение частных инвестиций в развитие объектов энергетики и системы коммунальной инфраструктуры.

В настоящий момент привлечение частных инвестиций видится возможным на основании двух моделей: модели финансирования инвестиционной деятельности организации на основе договора концессии и модели финансирования инвестиционной деятельности организации с использованием концессии при участии энергосервисной компании.

¹¹⁴ Распоряжение Правительства РФ от 22.08.2011 № 1493-р «Об утверждении плана действий по привлечению в жилищно-коммунальное хозяйство частных инвестиций и перечней пилотных проектов, предусматривающих привлечение частных инвестиций в развитие объектов энергетики и системы коммунальной инфраструктуры, координацию реализации которых осуществляют Минэкономразвития России и Минрегион России» // Собрание законодательства Российской Федерации. 2011. № 35. Ст. 5117.

В рамках модели финансирования инвестиционной деятельности организации договор концессии заключается между представителем государства (например, муниципалитетом) – концедентом и концессионером (частным оператором, в большинстве случаев осуществляющим свою деятельность в этой же подотрасли, но функционирующим в форме коммерческой организации).

Сущность концессионного соглашения состоит в возложении на концессионера обязательства за его счет создать и (или) реконструировать определенный объект недвижимости, находящийся в собственности концедента: государства или муниципального образования. При этом право собственности так и останется за концедентом.

Также концессионер может осуществлять деятельность, связанную с использованием (эксплуатацией) объекта концессионного соглашения, что весьма актуально для концессионных соглашений в жилищно-коммунальной сфере.

При участии в концессионном соглашении энергосервисной компании открываются дополнительные возможности.

Так, можно не только реализовать инвестиционные мероприятия, но и внедрить энергоэффективные технологии. Такие компании выступают в качестве консультантов по повышению энергоэффективности деятельности организаций в сфере ЖКХ и одновременно в качестве инвестора.

Результатом взаимодействия концессионера и концедента в данной модели может стать существенное снижение стоимости цен на энергетические ресурсы, а также увеличение надежности и качества оказываемых услуг. Снижение уровня потерь и затрат позволит компаниям в сфере ЖКХ получать экономию от проведения энергосберегающих и инвестиционных мероприятий и, как следствие, повысить свою капитализацию.

Общий фон именно для концессий более благоприятный, нежели для других институтов, даже несмотря на то, что концессионные соглашения существенно снижают роль банковского кредитования данных сделок и повышают роль «ценно-бумажного» финансирования (облигационных займов).

Важность и необходимость концессии в сфере ЖКХ поддерживается и на государственном уровне, поскольку широкое применение концессионных соглашений в коммунальном хозяйстве должно оздоровить сферу ЖКХ. Это перспективная модель и для бизнеса, и для государства. Переход на концессионные соглашения, частные инвестиции – это реальная конкуренция.

В целом в рамках диссертационного исследования нашел подтверждение тезис, что процесс управления капитализацией компании может обеспечиваться различными финансовыми и нефинансовыми механизмами с учетом конкретной сферы деятельности хозяйствующего субъекта. В частности, для компаний ЖКХ в работе рассмотрены такие финансовые механизмы роста капитализации, как биржевой, оценочный, спекулятивный и информационный механизмы. Зная, как действует тот или иной механизм, предприятия ЖКХ могут оказывать влияние на величину собственной капитализации.

Дальнейшие исследования и разработки в данной области могут касаться:

- методик оценки добавленной стоимости компании в сфере ЖКХ, использующей для роста величины капитализации указанный в настоящем исследовании финансовый механизм;
- правового обеспечения капитализации компаний в сфере ЖКХ;
- исследования взаимодействия различных финансовых механизмов при их одновременном использовании для обеспечения процесса капитализации компании.

Применение разработанной в рамках исследования методики, в основе которой лежит зависимость капитализации компании от показателей ее деятельности и конъюнктуры рынка, обнаружило различия фундаментальной (рассчитанной) и рыночной (реальные сделки по купле-продаже предприятий) капитализации компаний ЖКХ. Главным фактором, обуславливающим эти различия, является спекулятивный фактор, а именно рыночные ожидания, базирующиеся на прогнозе изменения усредненной стоимости активов. При этом как правило, игнорируются другие фундаментальные факторы стоимости. С помощью предложенной модели можно выявить как само несоответствие

фундаментальной и рыночной капитализации, так и причины, которыми оно вызвано.

Дефлятор дохода компании, соответствующий фундаментальной капитализации, в некоторые годы может находиться на уровне рентабельности, что является хорошим показателем для предприятий, функционирующих в сфере ЖКХ. Такие результаты стали возможны, как за счет поддержки компаний в сфере ЖКХ со стороны государства, так и за счет совершенствования деятельности компаний, в частности за счет использования новых форм и повышения эффективности источников внешнего финансирования.

Практическая значимость результатов проведенного исследования и личный вклад автора состоит в применении основных методических положений формировании инструментов и механизмов управления повышения стоимости компаний сферы ЖКХ Тамбовской области, а также использовании в учебном процессе для преподавания дисциплин «Корпоративные финансы», «Финансовый менеджмент», «Финансы организаций (предприятий)» в Тамбовском государственном техническом университете. Результаты исследования применяются в учебном процессе по программам дополнительной профессиональной подготовке для руководителей и специалистов финансового блока компаний жизнеобеспечения при изучении дисциплин «Финансы организаций (предприятий)», «Финансовый менеджмент». Разработанные автором мероприятия по совершенствованию концессионных соглашений объектов коммунальной инфраструктуры докладывались на рабочих совещаниях Управления ТЭК и ЖКХ Тамбовской области и Ассоциации «ЖКХ-68». Ценность научных работ автора заключается в том, что в них поставлена и решена научная проблема развития и совершенствования механизма капитализации компаний в современных условиях с участием государственного и частного партнерства. Научные работы соискателя развивают и дополняют теоретико - методические положения по исследуемым вопросам. Предложенные автором разработки по заявленной тематике методические рекомендации и инструментарии государственно-частного партнерства в решении социально

значимых государственных программ, определяют перспективы их практического использования в деятельности жилищно-коммунальных компаний региона. Основные положения диссертационного исследования и авторские разработки служат развитию научных основ, методологии и методики капитализации, как в целом, так и в отраслевой направленности. Ряд публикаций автора переведены на арабский язык и используются как учебный материал в Васетском университете Республики Ирак, где ранее работал автор.

Необходимо также остановиться на последних положительных моментах, которые уже работают и делают деятельность компаний в сфере ЖКХ более прозрачной в части финансового состояния и стоимостной оценки. Данная информация в открытом доступе доступна, как партнерам, так и потребителям, это прежде всего введение лицензирования деятельности компаний по управлению многоквартирными домами, а также начало работы в 2019 г. Государственной Информационной Системы ЖКХ (ГИС ЖКХ).

Это уже новое направление научной работы автора диссертационного исследования, основой которой станет оценка регулирующего воздействия на процессы капитализации компаний в сфере жилищно-коммунального хозяйства на основе расширения возможностей государственного и частного партнерства с учетом дополнительных гарантий со стороны государства и максимального сокращения рисков при реализации государственных программ.

СПИСОК ИСПОЛЬЗУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативные правовые акты

1. Земельный кодекс Российской Федерации : федер. закон от 25.10.2001 № 136-ФЗ (ред. от 31.12.2017) // Собрание законодательства РФ. – 2001. – № 44. – Ст. 4147.
2. О концессионных соглашениях : федер. закон от 21.07.2005 № 115-ФЗ (в ред. от 29.07.2017) // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2005. – № 30 (ч. II). – Ст. 3126.
3. Об утверждении плана действий по привлечению в жилищно-коммунальное хозяйство частных инвестиций и перечней пилотных проектов, предусматривающих привлечение частных инвестиций в развитие объектов энергетики и системы коммунальной инфраструктуры, координацию реализации которых осуществляют Минэкономразвития России и Минрегион России : распоряжение Правительства РФ от 22.08.2011 № 1493-р // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2011. – № 35. – Ст. 5117.

Нормативные правовые акты и судебная практика зарубежных стран

4. Copeland T., Koller T., Murrin J. Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. Third Edition. McKinsey & Company Inc. John Wiley & SONS, Inc. 2000. 510 p.
5. CIT v. B. C. Srinivasa Setty (SC) Supreme Court Decision dt. 19-02-1981. 128 ITR 294 (SC). 21 CTR 138 (SC).
6. Cf. Overview in Weiß, Aktionärs- und Gläubigerschutz im System der echten nennwertlosen (Stück-)Aktie, Diss. 2007, pp. 196 et seq.
7. Handelsblatt Firmencheck "Altlasten bedrohen deutsche Firmen" // Handelsblatt N 195. 8 October. 2008. S. 1.
8. Newbould G., Luffman G. Successful Business Policies: An Analysis of the Policies and Performance of the 500 Largest UK Companies. Aldershot, Gower, 1978.

9. Johansen, L. (1972). Production functions: An integration of micro and macro, short run and long run aspects. Amsterdam: North Holland publ. co.

10. Mention A.-L., Bontis N. (2013) Intellectual capital and performance within the banking sector of Luxembourg and Belgium. Journal of Intellectual Capital, vol. 14, no 2, pp. 286-309.

11. Soros, G. (1994). The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market. New-York: John Wiley and Sons.

12. Nataliia K. Obrosova, Alexander A. Shananin About an Estimation of Company's Capitalization in the Conditions of // Proceedings of the OPTIMA-2017 Conference, Petrovac, Montenegro, 02-Oct-2017.

13. Obrosova, N. K., Shananin, A. A. (2016). Models of production, taking into account the shortage of working capital. Impact of market expectations on the company's capitalization. In I. G. Pospelov, A. V. Shatrov (Ed.) Materials of the conference ECOMOD-2016, (pp. 42 – 51). Kirov, Russia: VyatSU publ.

14. Rickford, Reforming capital, 15 EBLR (2004), p. 930.

15. Roos G., Roos J. (1997) Measuring your company's intellectual performance. Long Range Planning, vol. 30, no 3, pp. 413-426.

16. Brealey R., Myers S. and Allen F. Principles of Corporate Finance, 8th ed. (New York: McGraw-Hill, 2006), chap. 23.

17. Whitin, T.M., Hadley, G. (1963). Analysis of Inventory Systems. Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall.

Монографическая и учебная литература

18. Долинская, В. В. Акционерное право: основные положения и тенденции : монография / В. В. Долинская. – М. : Волтерс Клувер, 2006. – 736 с.

19. Абалкин, Л. И. Избранные труды. В 4-х т. Т. II: На пути к реформе. Хозяйственный механизм развитого социалистического общества. Новый тип экономического мышления. Перестройка: пути и проблемы. – М. : Экономика, 2000. – 911 с.

20. Акофф, Р. Л. Планирование будущего корпорации. – М. : Прогресс, 1985.
21. Анализ процессов приватизации государственной собственности в Российской Федерации за период 1993 – 2003 годы (экспертно-аналитическое мероприятие) / Руководитель рабочей группы – Председатель Счетной палаты Российской Федерации С. В. Степашин. – М. : Олита, 2004. – 185 с.
22. Инвестиции : учебник. 2-е изд., перераб. и доп. / А. Ю. Андрианов, С. В. Валдайцев, П. В. Воробьев и др. ; отв. ред. В. В. Ковалев, В. В. Иванов, В. А. Лялин. – М. : ТК Велби; Проспект, 2007. – 440 с.
23. Афанасьев, В. Г. Научное управление обществом / В. Г. Афанасьев. – М. : Политиздат, 1968. – 447 с.
24. Беккер, Г. С. Человеческое поведение: экономический подход. Избранные труды по экономической теории / Г. С. Беккер ; пер. с англ. – М. : ГУ ВШЭ, 2003. – 672 с.
25. Бланк, И. А. Финансовая стратегия предприятия / И. А. Бланк. – К. : Эльга, Ника-центр, 2004. – 720 с.
26. Большой экономический словарь / под ред. А. Н. Азриляна. – 6-е изд., доп. – М. : Ин-т новой экономики, 2004. – 1376 с.
27. Большой юридический словарь / А. Я. Сухарев, В. Е. Крутских, А. Я. Сухарева. – М. : Инфра-М, 2003. – 703 с.
28. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майере. – 2-е изд. – М. : Олимп-Бизнес, 2008. – 1008 с.
29. Васильев, Д. Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшений? / Д. Васильев // Инвестиционный климат и экономическая стратегия России. – М. : ГУ ВШЭ, 2000. – 169 с.
30. Гвардин, С. В. IPO: Стратегия, перспективы и опыт российских компаний / С.В. Гвардин. – М. : Вершина, 2007. – 264 с.
31. Горшков, М. Крупный российский бизнес: социальная роль и социальная ответственность (позиция населения и оценки экспертов) / М. Горшков, А. Лебедев. – М. : Национальный инвестиционный совет; Институт комплексных социальных исследований, 2005. – 74 с.

32. Грюнинг, Х. Международные стандарты финансовой отчетности: Практическое пособие / Х. Грюнинг, М. Коэн. – М. : ICAR Publishing, 2000. – 329 с.
33. Грязнова, А. Г. Оценка бизнеса / А. Г. Грязнова, М. А. Федотова. – М. : Финстатинформ, 1999. – 327 с.
34. Даль, В. И. Толковый словарь живого великорусского языка. В 4 т. / В. И. Даль. – М. : Рипол классик, 2006. – 754 с.
35. Деньги, кредит, банки : учебник / под ред. О. И. Лаврушина. – М. : Финансы и статистика, 2015. – 560 с.
36. Дидович, А. П. Изучение проблем налогообложения: опыт использования принципов системного анализа / А. П. Дидович. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2003. – 112 с.
37. Ершова, Е. А. Гудвилл бизнеса / Е. А. Ершова. – М. : Статут, 2013. – 223 с.
38. Иваницкий, В. П. Формирование и развитие финансового механизма на основе распределения денежных накоплений промышленности (теория и методология) / В. П. Иваницкий. – Иркутск : Изд-во Иркут. ун-та, 1984. – 196 с.
39. Канцер, Ю. А. Ресурсоснабжение жилищно-коммунального хозяйства России: вопросы теории и практики : монография / отв. ред. В. А. Вайпан. – М. : Юстицинформ, 2017. – 196 с.
40. Карпов, А. В. Психология менеджмента : учебное пособие / А. В. Карпов. – М. : Гордир и Ко, 2002. – 327 с.
41. Ковалев, В. В. Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 2001. – 768 с.
42. Коллас, Б. Управление финансовой деятельностью предприятия / Б. Коллас. – М. : ЮНИТИ, 1998. – 329 с.
43. Кашанина, Т. В. Корпоративное право. Право хозяйственных товариществ и обществ : учебник / Т. В. Кашанина. – М. : Инфра-М; НОРМА, 1999. – 815 с.

44. Кричевский, Н. А. Корпоративная социальная ответственность / Н. А. Кричевский, С. Ф. Гончаров. – М. : Дашков и К, 2008. – 216 с.
45. Корпоративное право : учебник. 2-е изд., перераб. и доп. / Е. Г. Афанасьева, В. Ю. Бакшинская, Е. П. Губин и др. ; отв. ред. И. С. Шиткина. – М. : КНОРУС, 2015. – 1080 с.
46. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин. – М. : Олимп-Бизнес, 2005. – 576 с.
47. Кузнецов, А. А. Пределы автономии воли в корпоративном праве: краткий очерк / А. А. Кузнецов. – М. : Статут, 2017. – 160 с.
48. Лапина, Н. Бизнес и политика в современной России / Н. Лапина, Н. Костин. – М. : ИНИОН РАН, 1998. – 433 с.
49. Ломакин, Д. В. Акционерное правоотношение / Д. В. Ломакин. – М. : Спарк, 1997. – 256 с.
50. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии. Т. 2. Кн. II: Процесс обращения капитала / К. Маркс. – М. : Политиздат, 1974. – 648 с.
51. Маршал, Дж. Финансовая инженерия: полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Маршал, В. Бансал. – М. : Инфра-М, 1998. – 784 с.
52. Могилевский, С. Д. Органы управления хозяйственными обществами. Правовой аспект / С. Д. Могилевский. – М. : Спарк, 2001. – 127 с.
53. Росс, С. Основы корпоративных финансов / С. Росс, Р. Вестерфилд, Б. Джордан ; пер. с англ. – М. : Финансы и статистика, 2000. – 329 с.
54. Самаруха, В. И. Развитие финансового механизма корпораций : учебное пособие / В. И. Самаруха, Н. С. Пермякова. – Иркутск : Изд-во ИГЭА, 2001. – 112 с.
55. Скотт, М. Факторы стоимости: руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / М. Скотт. – М. : Олимп-Бизнес, 2000. – 329 с.
56. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг и др. ; под общ. ред. Б. А. Райзберга. – 6-е изд., перераб. и доп. – М. : Инфра-М, 2014. – 512 с.

57. Текутьев, Д. И. Правовой механизм повышения эффективности деятельности членов органов управления корпорации / Д. И. Текутьев. – М. : Статут, 2017. – 176 с.
58. Толковый словарь русского языка Дмитриева / Д. В. Дмитриев. – М. : Астрель: АСТ, 2003. – 1578 с.
59. Томпсон, А. А. Стратегический менеджмент / А. А. Томпсон, А. Дж. Стрикленд. – М. : ЮНИТИ, 1998. – 327 с.
60. Филин, С. А. Страхование инвестиционных рисков : учебное пособие / С. А. Филин. – М. : Благовест-В, 2005. – 142 с.
61. Философский энциклопедический словарь / сост. : Л. Ф. Ильичев, П. Н. Федосеев, С. М. Ковалев, В. Г. Панов. – М. : Советская Энциклопедия, 1983. – 836 с.
62. Финансы : учебное пособие / под. ред. А. М. Ковалевой. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 334 с.
63. Финансы и кредит : учебник / под ред. А. Ю. Казака. – Екатеринбург : ПИПП, 1994. – 630 с.
64. Хазанович, Э. С. Инвестиционная стратегия : учебное пособие / Э. С. Хазанович, А. М. Анжуни, А. В. Моисеев. – М. : Наука, 2010. – 327 с.
65. Шеремет, А. Д. Финансы предприятий : учебное пособие / А. Д. Шеремет, Р. С. Сайфулин. – М. : Инфра-М, 1997. – 343 с.
66. Щедровицкий, Г. П. Два понятия системы. Избранные труды / Г. П. Щедровицкий. – М. : Шк. культ. полит., 1995. – 547 с.
67. Чернышев, С. Россия суверенная: как заработать вместе со страной / С. Чернышев. – М. : Европа, 2007. – 304 с.
68. Чернышев, С. Кризис? Экспансия! Как создать мировой финансовый центр в России / С. Чернышев. – М. : Европа, 2009. – 136 с.
69. Шумпетер, И. А. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия / И. А. Шумпетер. – М. : Эксмо, 2008. – 864 с.
70. Шиткина, И. С. Корпоративное право / И. С. Шиткина. – М. : Наука, 2008. – 648 с.

71. Ясин, Е. Г. Модернизация экономики и система ценностей / Е. Г. Ясин. – М.: ГУ ВШЭ, 2003. – 327 с.

Научные статьи

72. Абрамов, А. Е. Рыночная капитализация – понятие, показатели и сферы их применения / А. Е. Абрамов // Акционерное общество. – 2003. – № 3(4) май. – С. 51 – 55.

73. Алмаев, М. Х. Задачи совершенствования управления коммунальным хозяйством Российской Федерации / М. Х. Алмаев, В. Н. Макарычев // Государственная власть и местное самоуправление. – 2007. – № 4. – С. 32 – 37.

74. Андреефф, В. Российская приватизация: подходы и последствия / В. Андреефф // Вопросы экономики. – 2004. – № 6. – С. 57 – 78.

75. Антонов, Г. Д. Как сформировать эффективные интегрированные компании в промышленности России? / Г. Д. Антонов, О. П. Иванова // ЭКО. – 2002. – № 12. – С. 57 – 61.

76. Андрунакиевич, А. Н. Влияние законодательной базы на пути повышения социальной ответственности российского бизнеса / А. Н. Андрунакиевич // Право: теория и практика. – 2008. – № 6. – С. 29 – 32.

77. Архиреев, Н. В. Развитие законодательства Российской Федерации о защите деловой репутации юридических лиц / Н. В. Архиреев // Юрист. – 2015. – № 15. – С. 10 – 17.

78. Бабенышева, А. Н. Эффективность использования финансовых ресурсов организациями жилищно-коммунального хозяйства / А. Н. Бабенышева // Молодой ученый. – 2016. – № 13. – С. 303 – 306.

79. Байгереев, М. Корпоративность социальной ответственности государства и гражданского общества / М. Байгереев // Человек и труд. – 2005. – № 8. – С. 56 – 61.

80. Выборова, Е. Н. Финансовая диагностика: сущность, концепция, технология / Е. Н. Выборова // Финансы и кредит. – 2003. – № 15. – С. 21 – 28.

81. Волошин, Д. А. Нематериальные активы в формировании капитализации компании / Д. А. Волошин // Экономический анализ. – 2008. – № 3. – С. 38 – 44.

82. Вяткин, И. Ю. Государственно-частное партнерство в жилищно-коммунальной сфере / И. Ю. Вяткин // Известия Алтайского государственного университета. – 2012. Вып. 2(74). – Т. 2.

83. Галеева, К. М. О сущности предмета преступления в рамках уголовно-правовой охраны кредитных отношений / К. М. Галеева // Российский юридический журнал. – 2016. – № 1. – С. 92 – 97 ; № 5. – С. 156 – 163.

84. Донченко, В. О. Российские правила недостаточной капитализации – риск для иностранных инвестиций / В. О. Донченко // Налоги. – 2016. – № 1. – С. 31 – 35.

85. Ефремова, Г. Корпоративная социальная ответственность – путь к устойчивому развитию бизнеса / Г. Ефремова // Бюллетень НСКУ. – 2005. – № 1. – С. 31 – 39.

86. Ивашковская, И. В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту / И. В. Ивашковская // Российский журнал менеджмента. – 2004. – № 4. – С. 113 – 132.

87. Капелюшников, Р. Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности / Р. Капелюшников // Вопросы экономики. – 2000. – № 1. – С. 119 – 127.

88. Ключникова, Я. А. Правовое регулирование привлечения инвестиций в жилищно-коммунальное хозяйство с помощью концессионных соглашений / Я. А. Ключникова // Семейное и жилищное право. – 2016. – № 1. – С. 41 – 44.

89. Козлов, С. В. Влияние норм международного энергетического права на становление энергетического права в России / С. В. Козлов // Энергетическое право. – 2013. – № 2. – С. 25 – 27.

90. Костин, А. Наш приоритет – капитализация / А. Костин // Национальный банковский журнал. – 2007. – № 7. – С. 24–25.

91. Латухина, К. Бизнес меняет прописку / К. Латухина // Российская газета. – 2014. – 21 марта.

92. Лизунов, В. Слияния и поглощения / В. Лизунов. – 2008. – № 6. – С. 30 – 34.

93. Лужанский, Б. Е. Оценка стоимости научно-технической продукции – согласование экономических интересов государства и инвесторов / Б. Е. Лужанский // Имущественные отношения. – 2003. – № 8. – С. 55 – 61.

94. Малова, Т. А. Капитализация в условиях структурных особенностей российской экономики (концептуальный подход) / Т. А. Малова // Аудит и финансовый анализ. – 2007. – № 5. – С. 287 – 291.

95. Малова, Т. А. Капитализация: предпосылки национального прорыва / Т. А. Малова // Финансовый бизнес. – 2008. – январь-февраль. – С. 39 – 46.

96. Михайлов, А. Ю. Индивидуальный инвестиционный счет в России / А. Ю. Михайлов // Банковское право. – 2017. – № 3. – С. 38 – 43.

97. Миркин, Я. М. Выращивание капитализации / Я. М. Миркин // Вестник НАУФОР. – 2006. – № 7 (июль). – С. 38–39.

98. Мордохов, Г. Ю. Деловая репутация: генезис, определение понятия, правовое регулирование / Г. Ю. Мордохов // Право и экономика. – 2017. – № 8. – С. 26 – 32.

99. Перегудов, С. Корпоративное гражданство как современная форма социальной инженерии / С. Перегудов // Мировая экономика и международные отношения. – 2005. – № 6. – С. 28 – 31.

100. Назаров, Р. Споры между управляющими и ресурсоснабжающими организациями / Р. Назаров // Жилищное право. – 2013. – № 2. – С. 45 – 54.

101. Недельский, В. Капитализация интегральный показатель / В. Недельский // Инвестиции и управление. – 2006. – № 1. – С. 31–32.

102. Переслегин, С. Капитализация будущего / С. Переслегин // Российское экспертное обозрение. – 2005. – № 2. – С. 38 – 41.

103. Подшивалов, Т. П. Охрана интересов должника в договорном обязательстве при банкротстве и злоупотребление корпоративным контролем / Т. П. Подшивалов // Право и экономика. – 2017. – № 12. – С. 41 – 45.

104. Полежарова, Л. В. Правила тонкой капитализации / Л. В. Полежарова // Российский налоговый курьер. – 2008. – № 5. – С. 47 – 49.
105. Полянский, А. Систематизация механизмов государственного регулирования на рынках недвижимости / А. Полянский, М. Соловьев // Недвижимость и инвестиции. Правовое регулирование. – 2001. – № 4(9). – С. 16 – 20.
106. Прохоров, М. НЭП 2.0: об обороне и наступлении / М. Прохоров // Газета «Коммерсант». – 2014. – 17 апр.; 22 мая; 7 июля.
107. Ревуцкий, Д. Л. Рыночная стоимость и рыночная цена предприятия и других бизнес-объектов / Д. Л. Ревуцкий // Вопросы оценки. – 2004. – № 1. – С. 38 – 43.
108. Ревуцкий, Д. Л. Стоимость, оценка, капитализация и вероятная цена предприятия / Д. Л. Ревуцкий // Вопросы оценки. – 2004. – № 3. – С. 26 – 32.
109. Смирнов, В. Н. Что требует Гражданский кодекс РФ от исполнителя НИОКР? / В. Н. Смирнов // Патенты и лицензии. – 1999. – № 10. – С. 25 – 31.
110. Татонова, И. Концессия на трубы. Правительство страны установило особенности совместных конкурсов на заключение концессионных соглашений в сфере ЖКХ / И. Татонова // Информационно-аналитическое издание «Бюллетень Оперативной Информации «Московские Торги». – 2017. – № 6. – С. 52–53.
111. Трошкина, Т. Н. Финансово-правовые инструменты в системе государственного регулирования внешнеторговой деятельности / Т. Н. Трошкина // Реформы и право. – 2014. – № 4. – С. 52 – 61.
112. Федорова, М. А. Проблемы профессиональной оценки интеллектуальных прав в условиях перехода к инновационной экономике / М. А. Федорова // Право интеллектуальной собственности. – 2008. – № 1. – С. 8. – 11.
113. Хотинская, Г. И. Теория и практика капитализации в условиях рынка / Г. И. Хотинская, Е. В. Гальцева // Собственность и рынок. – 2005. – № 9. – С. 2 – 5.

114. Чаленко, А. Ю. О понятийной неопределенности термина «механизм» в экономических исследованиях / А. Ю. Чаленко // Экономика промышленности. – 2010. – № 3. – С. 26 – 31.

115. Щербакова, О. Н. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости / О. Н. Щербакова // Финансовый менеджмент. – 2003. – № 3. – С. 46 – 51.

116. Ямбаева, Р. Хитросплетения изобретений / Р. Ямбаева // Коммерсант-Деньги. – 2003. – № 8. – С. 26 – 31.

Диссертации, авторефераты диссертаций

117. Быкова, Ю. Н. Деловая репутация как критерий финансовой устойчивости компании : дис. ... канд. экон. наук / Ю. Н. Быкова. – М., 2009. – 155 с.

118. Гусейханов, И. Г. Организационно-экономические аспекты управления жилищно-коммунальным хозяйством : дис. ... канд. экон. наук / И. Г. Гусейханов. – Махачкала, 2012. – 166 с.

119. Найфонов, А. Т. Деловая репутация как фактор повышения конкурентоспособности предприятий малого бизнеса сферы услуг : дис. ... канд. экон. наук / А. Т. Найфонов. – М., 2010. – 134 с.

120. Сухенко, А. П. Деловая репутация как фактор капитализации промышленной компании : автореф. дис. ... канд. экон. наук / А. П. Сухенко. – М., 2006. – С. 8.

Электронные ресурсы

121. Ибрагимов, Р. Управление по стоимости как система менеджмента. – URL : http://www.cfin.ru/management/finance/valman/vbm_as_system.shtml. (дата обращения 30.09.2017).

122. Неклесса, А. И. Феномен капитализации. Новое прочтение [Электронный ресурс] / А. И. Неклесса. – URL : <http://www.shkp.ru/lib/archive/>

methodologies/kapital/2003/2003,Palanga,rasshifrovld.zip (дата обращения 30.09.2017).

123. Официальный сайт Министра России. – URL : <http://www.minstroyrf.ru/docs/509/> (дата обращения 15.10.2017).

124. Сайт «Новые технологии финансового анализа и корпоративного управления». Программа расчета баланса интересов. – URL : http://www.freean.ru/I_O_Forms/calculations.php (дата обращения 01.10.2017).

125. Экономический механизм / Словарь терминов [Электронный ресурс]. – URL : <http://birzhevik.ru/thesaurus/221/12065/> (дата обращения 30.09.2017).

126. URL : <http://www.kremlin.ru/news/18232> (дата обращения 13.10.2017).