

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВАНИЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ АКЦИОНЕРНОЙ СОБСТВЕННОСТИ В ТРАНСФОРМАЦИОННЫЙ ПЕРИОД

Л.А. Лобан

Процесс реструктуризации собственности, вызванный трансформацией административно-командной экономики в рыночную, объективно обуславливает необходимость поиска путей повышения эффективности функционирования акционерных обществ, созданных путем преобразования государственных унитарных предприятий. Уникальность акционерного общества, выражающаяся в наличии акции, предопределяет специфические факторы повышения эффективности его функционирования, в системе которых определяющее место занимает структура акционерной собственности.

При создании акционерных обществ «с нуля» структура акционерной собственности формируется под влиянием экономических интересов акционеров, которые напрямую связаны с эффективностью функционирования акционерного общества. Состав акционеров и структура акционерной собственности обществ, созданных в процессе приватизации, предопределены действующими механизмами преобразования государственных унитарных предприятий в акционерные общества и приватизации акций. В результате сложившаяся таким образом структура акционерной собственности не всегда способствует повышению эффективности функционирования акционерных обществ и их устойчивому экономическому росту, что обуславливает необходимость ее реструктуризации.

Целью статьи является обосновать концептуальные основания реструктуризации акционерной собственности для повышения эффективности функционирования обществ, созданных в процессе преобразования государственных унитарных предприятий.

Специфика формирования акционерного капитала предопределяет участие в обществе множества акционеров, привлеченных возможностью получения доходов по акциям. В отечественной литературе [1] и на практике доходы акционеров нередко сводятся лишь к дивидендам. Между тем доход акционера состоит из двух частей и включает не только текущие доходы – дивиденды, но и разовые доходы (прибыль) от продажи акций на вторичном рынке ценных бумаг. Причем доходы от продажи акций многократно превышают текущие доходы акционера. Так, опыт стран с развитой рыночной экономикой показывает, что в структуре доходов среднестатистического акционера дивиденды составляют лишь 25 %. Три четверти доходов акционера составляет прибыль от продажи акций, превышая дивиденды в три раза.

Подобная структура доходов акционеров объективно обоснована.

1. Выплата дивидендов акционерным обществом не является обязательным направлением использования прибыли. В условиях инновационной экономики, высоких темпов изменения спроса и потребностей потребителей, ускоряющегося экономического устаревания организаций прибыль используется акционерными обществами, как и другими субъектами хозяйствования, прежде всего, в качестве источника финансирования инвестиций. Это объективно обосновывает выплату дивидендов по остаточному принципу и ограничивает долю прибыли, направляемой на эти цели, практически во всех акционерных обществах независимо от отраслевой принадлежности и уровня рентабельности капитала.

Приоритет накопления при использовании прибыли соответствует интересам не только акционерного общества, но и акционеров. Использование прибыли на накопление финансово обеспечивает повышение конкурентоспособности акционерного общества и его устойчивый экономический рост. При этом растет

обеспеченность акции имуществом акционерного общества (действительная стоимость акции), что создает предпосылки для роста ее курсовой стоимости, отражая интересы определенной части акционеров.

Ограничение выплаты дивидендов объективно обусловлено для всех акционерных обществ, независимо от их финансового состояния. Но особенно это актуально для обществ, испытывающих технико-технологические, экономические, финансовые и другие проблемы, что характерно для большинства акционерных обществ республики. Так, в 2007 году из 637 акционерных обществ, где есть доля республиканской собственности, только 310, т.е. менее 50 % выплатили дивиденды [2]. Причем, доля прибыли, направляемой на эти цели, составляла в большинстве акционерных обществ от 3 до 5% и лишь в отдельных случаях достигала 10 %.

2. Небольшие объемы прибыли, направляемые на выплату дивидендов, распределяются на огромное количество акций, что делает величину дивиденда на акцию незначительной и уменьшает его долю в структуре доходов акционеров.

3. Прибыль, используемая на накопление, ежегодно увеличивает действительную стоимость акции. Поскольку прибыль на накопление многократно превышает дивиденды, то разница между действительной стоимостью акции на определенную дату и ценой ее покупки многократно превышает дивиденды на одну акцию, что обуславливает незначительную долю дивидендов в структуре доходов акционера.

4. Доход акционера от продажи акции зависит от ее курсовой стоимости. Несмотря на то, что курс акции формируется на вторичном рынке ценных бумаг как равновесная цена между спросом и предложением, он зависит от многих не только внешних, но, прежде всего, внутренних по отношению к акционерному обществу факторов. Причем внутренние факторы являются определяющими по отношению к внешним. Так, спрос на акции зависит как от величины дивидендов, так и от динамики действительной стоимости акций, что определяется инвестиционной политикой акционерного общества (внутренний фактор). Чем больше разница между действительной стоимостью и номиналом акции, тем привлекательнее она как объект инвестиций. Предложение акций на вторичном рынке ценных бумаг также определяется внутренними факторами. Чем выше действительная стоимость акции по сравнению с номиналом, тем она в большей степени соответствует экономическим интересам ее держателя, тем реже такие акции выставляются для продажи на вторичном рынке ценных бумаг. В результате спрос на такие акции существенно превышает предложение, что предопределяет их высокую курсовую стоимость.

Вариантность получения доходов от акций (и текущих, как правило, незначительных в виде дивидендов, и значительных разовых от продажи акций в будущем) объективно обуславливает дифференциацию и несовпадение экономических интересов акционеров, что позволяет объединить их в три группы: стратегический инвестор, дивидендный и портфельный акционеры [3].

Стратегический инвестор – акционер (группа акционеров), экономический интерес которого выражается в росте курсовой стоимости акций. Это обуславливает заинтересованность этой группы акционеров в развитии и совершенствовании производства в акционерном обществе. Для реализации своего экономического интереса стратегический инвестор ориентирован на накопление, т.е. на преимущественное использование прибыли акционерного общества на развитие производства. Стратегический инвестор, как правило, обладает потенциальными финансовыми возможностями инвестировать организацию при необходимости за счет личных ресурсов.

Дивидендный акционер заинтересован в получении дивидендов, что предопределяет его поведение при распределении прибыли.

Портфельный акционер ориентирован на формирование оптимального портфеля ценных бумаг и минимизацию рисков благодаря диверсификации своих вложений в пакеты акций нескольких акционерных обществ. Реализация его

экономических интересов обеспечивается и при росте курсовой стоимости акций одних акционерных обществ (стратегия роста), и при получении дивидендов по акциям других акционерных обществ (дивидендная стратегия), а также при росте курсовой стоимости акций и получении дивидендов (стратегия роста и дивидендов). Убытки по акциям отдельных акционерных обществ покрываются доходами от акций других акционерных обществ. Поэтому по отношению к конкретному акционерному обществу экономические интересы портфельного акционера носят латентный (не выраженный) характер.

Особое место в структуре акционеров занимают трудовые коллективы, являющиеся держателями акций. Их особый статус как внутреннего акционера предопределяет экономический интерес в использовании прибыли не только на выплату дивидендов, но и на стимулирование работников путем премирования и предоставления социального пакета за счет прибыли. Поскольку прибыль, направляемая на выплату дивидендов, распределяется между всеми акционерами, а прибыль, используемая на стимулирование работников, - только между ними, то для коллектива приоритетным является последнее.

Несовпадение интересов отдельных групп акционеров обуславливает сложность управления обществом, что устраняется путем формирования контрольного пакета акций, отсутствие которого обуславливает случайный характер принимаемых на акционерном собрании решений в зависимости от интересов, состава и структуры присутствующих на нем акционеров.

В наибольшей степени в накоплении и экономическом росте акционерного общества заинтересован стратегический инвестор. Это объективно обуславливает его миссию в акционерном обществе в качестве держателя контрольного пакета акций, что обеспечит реализацию перспективных стратегических целей общества.

Между тем на абсолютном большинстве акционерных обществ, созданных в Беларуси в процессе приватизации, стратегический инвестор не только не является держателем контрольного пакета акций, но и отсутствует вообще в составе акционеров. Так, модель преобразования государственного унитарного предприятия в акционерное общество с участием инвестора-учредителя использовалась в Беларуси примерно в 1,5 % случаев. Более широкое распространение получили модели привлечения потенциального инвестора на стадии функционирования акционерного общества, что объясняется существенным снижением рисков инвестора. Эту модель привлечения инвестиций использовали многие, в том числе успешные организации, такие как СП ЗАО «Милавица», СП ОАО «Коммунарка» и другие.

Вместе с тем количество акционерных обществ с участием инвесторов остается незначительным. Это объясняется тем, что и на стадии учреждения акционерного общества, и на стадии его функционирования государство-акционер стремится сохранить за собой контрольный пакет акций. Такая политика государства-акционера нередко объясняется необходимостью управлять и контролировать деятельность обществ, а также оказывать социальную поддержку трудовым коллективам [1]. Однако держатель контрольного пакета акций имеет не только права в области управления, но и обязанности по обеспечению эффективного функционирования акционерного общества, что объективно требует инвестиций.

Сохранение контрольного пакета акций в государственной собственности противоречит интересам стратегических инвесторов, также ориентированных на контрольные пакеты акций для снижения инвестиционных рисков. Это объясняется тем, что на различных этапах развития акционерного общества возможно несовпадение интересов держателя контрольного пакета акций и инвесторов, что не позволяет последним реализовать свои коммерческие интересы – получение требуемой нормы прибыли на капитал.

В условиях отсутствия стратегического инвестора в акционерном обществе нередко его статус отводится государству. Однако, государство, по сути, не может быть стратегическим инвестором, являясь собственником множества объектов в

различных сферах экономики. Так, по состоянию на 22 ноября 2007 года в реестре имущества республиканской собственности зарегистрировано 2847 юридических лиц, которые имеют в хозяйственном ведении или оперативном управлении более 245 тысяч объектов недвижимости и около 30 тысяч земельных участков, 3,5 тысячи не завершенных строительством объектов. При этом унитарные предприятия, объединения и концерны составляют 1424 единицы, или 50% от общего количества юридических лиц республиканской собственности. Государство владеет акциями более 1,4 тысяч акционерных обществ, в 87 % которых оно держит либо контрольный (более 50%), либо блокирующий (от 25 до 50%) пакет акций [4]. В этих условиях государство не имеет реальной финансовой возможности инвестировать все объекты собственности, в том числе и акционерные общества, акциями которых владеет. Это позволяет сделать вывод, что государство является портфельным инвестором с латентными экономическими интересами.

Сосредоточение контрольных пакетов акций в собственности государства – портфельного акционера и отсутствие стратегического инвестора снижают эффективность функционирования обществ, созданных в процессе приватизации, и не способствуют их устойчивому экономическому росту.

В этих условиях экономически обоснованным является сохранение в государственной собственности контрольных пакетов акций ограниченного количества акционерных обществ, стратегически значимых для экономики Беларуси. Объективно необходимым и приоритетным направлением реструктуризации акционерной собственности большинства акционерных обществ становится трансфер контрольного пакета акций стратегическим инвесторам. В этом случае достигается баланс интересов акционерного общества, государства, стратегического инвестора и дивидендных акционеров.

Дивидендными акционерами обществ, созданных в процессе приватизации, являются члены трудового коллектива и граждане, обменявшие приватизационные чеки «Имущество» на акции. Нередко в литературе [1] и в экономической практике предпринимаются попытки обосновать необходимость и целесообразность исключить эти категории из состава акционеров, в том числе путем безвозмездной передачи принадлежащих им акций государству. Однако наряду с заработной платой (пенсией) доходы от владения акциями являются одним из источников доходов граждан любого государства с рыночной экономикой, и особенно с экономикой социально ориентированной. В связи с этим экономически и социально обоснованным является участие в акционерных обществах миноритарных акционеров, что будет способствовать повышению уровня их жизни за счет доходов от акций.

Опыт приватизации в Беларуси показывает, что трудовому коллективу - дивидендному акционеру принадлежат контрольные пакеты акций примерно в 20 % обществ. Ориентация владельца контрольного пакета акций на использование прибыли на потребление снижает инвестиционную активность и эффективность функционирования акционерного общества.

Опыт стран с развитой рыночной экономикой показывает, что члены трудовых коллективов являются держателями акций практически всех, особенно крупных акционерных обществ, что не только обеспечивает им дополнительные доходы, но и стимулирует трудовую активность, а также создает предпосылки для участия в управлении предприятием, на котором они работают. Однако миссия, социальный статус и финансовые возможности трудовых коллективов ограничивают их участие в акционерном капитале. Они объективно не могут быть и не являются держателями контрольных пакетов акций за рубежом, где их доля в акционерном капитале колеблется от 2 до 25% в различных обществах.

Исходя из мирового опыта, экономически целесообразно сохранить участие трудового коллектива в капиталах отечественных акционерных обществ, ограничив его 25 % уставного фонда. Это предполагает трансфер контрольного пакета акций

от трудового коллектива стратегическому инвестору, что возможно либо путем покупки акций у трудовых коллективов, либо путем инвестирования акционерного общества, либо сочетая эти два пути.

Привлечение стратегического инвестора и увеличение его доли не только путем приватизации акций, но и путем прямого инвестирования приведет к снижению доли как дивидендных, так и портфельных акционеров в уставном фонде, что ослабит их влияние на экономику акционерного общества.

Исходя из вышеизложенного, для повышения инновационно-инвестиционной активности и конкурентоспособности акционерных обществ, созданных путем преобразования государственных унитарных предприятий, экономически и социально целесообразно реструктурировать акционерную собственность на следующих концептуальных основаниях.

1. Необходимость целенаправленного управления акционерным обществом в условиях несовпадения экономических интересов различных групп акционеров объективно обуславливает целесообразность формирования контрольного пакета акций.

2. Для реализации в акционерном обществе инновационно и инвестиционно ориентированных стратегий в условиях конкурентной экономики контрольный пакет акций должен принадлежать стратегическому инвестору, готовому и финансово способному инвестировать акционерное общество для обеспечения его конкурентоспособности.

3. Государственные интересы обуславливают сохранение в собственности государства контрольных пакетов акций тех акционерных обществ, функционирование которых обеспечивает национальную безопасность страны.

4. Трудовые коллективы объективно не могут быть держателями контрольных пакетов акций, что обуславливает их участие в качестве миноритарных акционеров. Совокупную долю трудового коллектива в уставном фонде целесообразно ограничить 25 %.

5. Для повышения доходов граждан страны государству целесообразно инициировать и поддерживать их участие в акционерных обществах.

Список использованных источников

1. Ермошко, В. Ю. Оптимизация структуры акционерного капитала как фактор повышения его эффективности / В. Ю. Ермошко ; под ред. В. К. Драчева. – Гомель : ЦИИР, 2007. – 161 с.
2. Лобан, Л. А. Требуется эффективный собственник / Л. А. Лобан // НЭГ. – № марта 21.-18 2008 г.- С. 1.
3. Лобан, Л. А. Реструктуризация предприятия / Л. А. Лобан. – Минск : БГЭУ, 2007. – 147 с.
4. Жерносек, Н. К. Современное состояние управления государственным имуществом в Республике Беларусь / Н. К. Жерносек // Земля Беларуси. – 2007. – № 4. – С. 4-8.

SUMMARY

The conceptual basis of reconstruction of corporate ownership to neutralize the economic crisis consequences are substantiated. Objective necessity to form controlling block of stock and to transfer it to strategic investor, to the controlling block retention of stock of societies, which provide national security, to restrict the total share of employees in the authorized fund 25%, to initiate and support of participation in joint-stock companies of citizens of the country as minority shareholders is proved.