

— кадрового обеспечения офисными специалистами, прежде всего выполняющими работу в области стратегического планирования и реализации проектов.

Литература

1. Программа социально-экономического развития Республики Беларусь на 2006—2010 годы / Совет Министров Респ. Беларусь. — Минск: Беларусь, 2006.
2. Народное хозяйство Республики Беларусь в 1993 г. — Минск: Госкомстат Респ. Беларусь, 1994.
3. Республика Беларусь в цифрах в 1993 г.: крат. стат. сб. / отв. за вып. В.Г. Жмачинская. — Минск: Госкомстат Респ. Беларусь, 1994.
4. Статистический ежегодник Республики Беларусь, 1997: стат. сб. / отв. за вып. Л.Л. Рыбчик. — Минск: М-во статистики и анализа Респ. Беларусь, 1997.
5. Статистический ежегодник Республики Беларусь, 2001: стат. сб. / М-во статистики и анализа Респ. Беларусь; редкол. В.И. Зиновский [и др.]. — Минск: Информстат Минстата Респ. Беларусь, 2001.
6. Статистический ежегодник Республики Беларусь, 2006: стат. сб. / М-во статистики и анализа Респ. Беларусь; редкол. В.И. Зиновский [и др.]. — Минск: М-во статистики и анализа Респ. Беларусь, 2006.

Л.А. ЛОБАН

ИНВЕСТИЦИОННО ОРИЕНТИРОВАННЫЕ МОДЕЛИ ТРАНСФЕРТА КОНТРОЛЬНОГО ПАКЕТА АКЦИЙ

Ускоряющийся процесс реструктуризации собственности, вызванный трансформацией административно-командной экономики в рыночную, объективно обуславливает необходимость поиска путей по повышению эффективности функционирования акционерных обществ (АО), созданных путем преобразования государственных унитарных предприятий. Эффективность функционирования акционерных обществ, как и других субъектов хозяйствования, зависит от множества взаимосвязанных и взаимообусловленных внутренних и внешних научно-технологических, организационных и социально-экономических факторов. Вместе с тем наличие акции в акционерном обществе предопределяет специфические факторы повышения эффективности его функционирования, в системе которых определяющее место занимает структура акционерной собственности.

Цель статьи — обосновать направления реструктуризации акционерной собственности для повышения эффективности функционирования акционерных обществ, созданных в процессе преобразования государственных унитарных предприятий, путем трансферта контрольного пакета акций.

Специфика формирования акционерного капитала предопределяет участие в обществе множества владельцев акций, привлеченных возможностью получить доходы по ним. В отечественной литературе [1] и на практике доходы акционеров нередко сводятся лишь к дивидендам. Между тем этот доход состоит из двух частей, включая не только дивиденды, но и прибыль от продажи акций

Лариса Александровна ЛОБАН, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономики промышленных предприятий Белорусского государственного экономического университета.

на вторичном рынке ценных бумаг. Опыт стран с развитой рыночной экономикой показывает, что в структуре доходов среднестатистического акционера дивиденды составляют лишь 25 %, а прибыль от продажи акций превышает их в 3 раза.

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 3 группы: стратегический инвестор, дивидендный и портфельный акционеры [2].

Стратегический инвестор — акционер или группа акционеров, экономического интерес которых выражается в росте курсовой стоимости акций. Это определяет заинтересованность данной группы акционеров в развитии и совершенствовании производства в акционерном обществе. Для реализации экономического интереса стратегический инвестор ориентирован на накопление, т.е. на преимущественное использование прибыли организации на развитие производства. Он, 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 риска своих вложений. Реализация его экономических интересов обеспечивается и при росте курсовой стоимости акций одних акционерных обществ, и при получении дивидендов по акциям других. Поэтому по отношению к конкретному акционерному обществу экономические интересы портфельного акционера носят латентный (не выраженный) характер.

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

Из всех групп акционеров в наибольшей степени в накоплении и экономическом росте акционерного общества заинтересован стратегический инвестор. Это объективно определяет его миссию в качестве держателя контрольного пакета акций, что обеспечивает реализацию перспективных стратегических целей общества.

Между тем на абсолютном большинстве АО, созданных в Беларуси в процессе приватизации, стратегический инвестор не только не является держателем контрольного пакета акций, но и отсутствует вообще в составе акционеров. В результате приватизации акций их держателями становятся члены трудового коллектива, граждане, обменявшие приватизационные чеки «Имущество» на акции, другие участники этого процесса, т.е. все держатели акций, за исключением государства, по сути, являются дивидендными акционерами.

Опыт приватизации в Беларуси показывает, что трудовому коллективу — дивидендному инвестору — принадлежат контрольные пакеты акций примерно в 20 % акционерных обществ. Особый статус трудового коллектива как внутреннего акционера предопределяет его 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, направляемая на стимулирование работников, — только между членами трудового коллектива, то для трудового коллектива приоритетным является последнее. Ориентация владельца контрольного пакета акций на использование прибыли на потребление снижает

инвестиционную активность акционерного общества, а следовательно, и эффективность его функционирования.

Нередко статус стратегического инвестора в акционерном обществе отводится государству. Однако последнее, являясь собственником множества объектов в различных сферах экономики, не имеет реальной финансовой возможности инвестировать все объекты собственности, в том числе и АО, акциями которых владеет. Это позволяет сделать вывод, что государство, по сути дела, является не стратегическим, а портфельным инвестором с латентными экономическими интересами.

Между тем в настоящее время именно ему принадлежат контрольные пакеты акций почти 50 % акционерных обществ, созданных в процессе приватизации (см. таблицу).

Группировка ОАО по удельному весу акций, принадлежащих государству*

Группа ОАО по государственной доле акций, %	Акционерные общества по состоянию на 1 января													
	1997 г.		1998 г.		1999 г.		2000 г.		2001 г.		2006 г.		2007 г.	
	Ед.	%	Ед.	%	Ед.	%	Ед.	%	Ед.	%	Ед.	%	Ед.	%
ОАО без участия государства	42	13,0	61	13,8	80	17,5	84	16,2	96	15,3	263	29,1	299	32,0
ОАО с участием государства, всего	281	87,0	381	86,2	376	82,5	436	83,8	531	84,7	639	70,9	636	68,0
В том числе:														
до 25,0	60	18,6	76	17,2	79	17,3	81	15,6	119	19,0	72	8,0	77	8,2
25,1 – 50,0	68	21,0	99	22,4	101	22,1	103	19,8	115	18,3	135	15,0	120	12,8
Свыше 50,0 – контрольный пакет, всего	153	47,4	206	46,6	196	43,1	252	48,4	297	47,4	432	47,9	439	47,0
В том числе:														
50,1 – 75,0	50	15,5	66	14,9	76	16,7	89	17,1	101	16,1	90	10,0	71	7,6
свыше 75,0	103	31,9	140	31,7	120	26,4	163	31,3	196	31,3	342	37,9	368	39,4
И т о г о	323	100,0	442	100,0	456	100,0	520	100,0	627	100,0	902	100,0	935	100,0

*Составлено нами по данным Госкомимущества Республики Беларусь.

Причем в последние годы наметилась и сохраняется тенденция увеличения числа АО, в которых государство является держателем контрольного пакета акций, что объясняется следующими обстоятельствами.

1. В условиях отсутствия инвесторов-учредителей и потенциальных инвесторов в АО государство стремится сохранить за собой контрольный пакет акций. При этом участие трудовых коллективов в приватизации акций ограничено их финансовыми возможностями.

2. Большинство акционерных обществ, находящихся в сложном финансовом положении, использовали возможность реструктуризации задолженности за энергоносители, кредиты, а также по платежам в бюджет и экономическим санкциям путем выпуска и передачи государству дополнительной эмиссии акций.

3. Акционеры отдельных убыточных АО безвозмездно передали принадлежащие им акции в государственную собственность для предоставления государством отсрочки и рассрочки погашения задолженности согласно Указу Президента Республики Беларусь [3, 31 – 34].

Нередко в литературе [1] и хозяйственной практике стремление государства сохранить за собой контрольные пакеты акций объясняется необходимостью управлять и контролировать деятельность обществ, а также оказывать социальную поддержку трудовым коллективам. Однако держатель контрольного пакета имеет не только права, но и обязанности, и, в частности, несет ответственность за эффективное функционирование акционерного общества, что невозможно без инвестиций.

Сохранение контрольного пакета акций в государственной собственности сдерживает участие в обществах потенциальных инвесторов, также ориентированных на контрольные пакеты акций для снижения инвестиционных рисков. Это объясняется тем, что на различных этапах развития АО возможно несоответствие интересов держателя контрольного пакета акций и инвесторов, что не позволяет последним реализовать свои коммерческие интересы — получение требуемой нормы прибыли на капитал.

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 АО становится трансферт контрольного пакета акций реальным стратегическим инвесторам. В этом случае достигается баланс интересов акционерного общества, государства, стратегического инвестора и дивидендных акционеров.

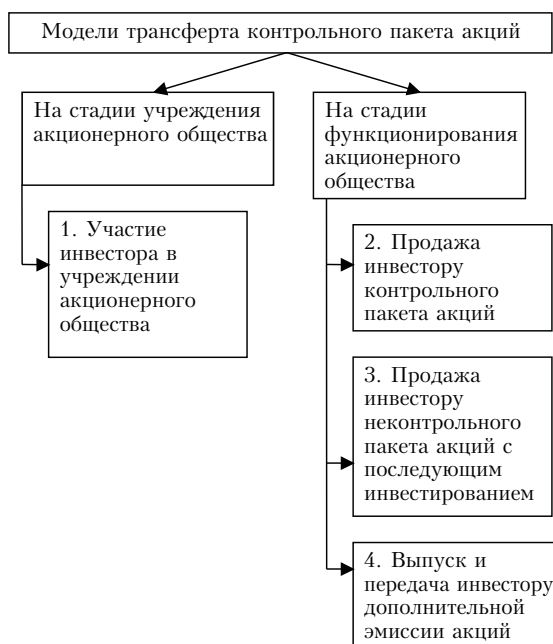
Общественно социально и экономически значимым является получение акционерным обществом инвестиций, что предопределяет инновационное развитие, обеспечение конкурентоспособности и повышение эффективности функционирования не только отдельных хозяйствующих субъектов, но и в целом национальной экономики. Государство-акционер становится держателем неконтрольного пакета акций эффективно функционирующего АО. Это экономически значительно выгоднее, чем владение контрольным пакетом акций предприятия-аутсайдера. Стратегический инвестор, благодаря контрольному пакету акций, получает право реализовать инновационно-инвестиционную стратегию развития акционерного общества для реализации своих экономических интересов. Эффективное функционирование АО создает предпосылки для реализации интересов дивидендных акционеров и членов трудового коллектива.

Приобретение контрольного пакета акций стратегическим инвестором возможно различными путями, в том числе на вторичном рынке ценных бумаг, который в настоящее время развит в Беларуси недостаточно [4, 34–37] и ограничен лишь продажами пакетов акций, принадлежащих государству. Активизации рынка корпоративных ценных бумаг будет способствовать реализация соответствующей Программы, принятой в январе 2008 г. [5]. Однако в ближайшей перспективе преобладающими по-прежнему останутся сделки с акциями, принадлежащими государству, вне биржевых торгов. Возможные модели трансферта контрольного пакета акций стратегическому инвестору представлены на рисунке.

1. Участие стратегического инвестора наряду с органами государственного управления в качестве учредителя при преобразовании государственного унитарного предприятия в АО обеспечит инвестору контрольный пакет акций, если при формировании уставного фонда объем инвестиций превысит оценочную стоимость государственного имущества. Эта модель трансферта контрольного пакета акций характеризуется высокой экономической эффективностью благодаря экономии времени — невозможности ресурса, так как акционерное общество получает инвестиции, необходимые для повышения его конкурентоспособности, на стадии учреждения, а не в будущем. При этом государство не утратит принадлежащий ему пакет акций, и хотя уменьшится его участие в акционерном обществе, сохранится величина потенциальных доходов от акций.

Исследование процессов акционирования в Беларуси показывает, что модель с участием инвестора-учредителя использовалась примерно в 1,5 % случаев. Более широкое распространение получили модели привлечения потенциально-

го инвестора на стадии функционирования акционерного общества, что объясняется существенным снижением рисков инвестора. Привлечение инвестиций на стадии функционирования акционерного общества использовали многие, в том числе успешные организации, такие как СП ЗАО «Милавица», СП ОАО «Коммунарка» и др.



Инвестиционно ориентированные модели трансфера контрольного пакета акций

На стадии функционирования АО возможны 3 модели передачи контрольного пакета акций стратегическому инвестору, характеризующиеся различной эффективностью.

2. Контрольный пакет акций может быть продан государством потенциальному стратегическому инвестору на конкурсной основе. При этом в качестве критерия целесообразно использовать объем и эффективность инвестиций, которые он готов инвестировать в данное АО. В этом случае существенно уменьшаются и доля государства в акционерном обществе, и пакет принадлежащих ему акций, что потенциально уменьшает как текущие доходы (дивиденды), так и будущие доходы от продажи акций на вторичном рынке ценных бумаг. Так, для привлечения инвестиций на ОАО «Мотовело» государство продало инвестору весь принадлежащий ему пакет акций и, таким образом, потеряло этот источник доходов в будущем.

3. Контрольный пакет акций, принадлежащий инвестору, может быть сформирован в 2 этапа. На первом этапе государство продает потенциальному стратегическому инвестору незначительный пакет акций, не обеспечивающий контроль над деятельностью АО, но дающий право управления и получения информации. На втором этапе в результате инвестирования акционерного общества в объеме, необходимом для обеспечения конкурентоспособности организации, инвестор получает контрольный пакет акций. По сравнению с предыдущей моделью пакет акций, принадлежащий государству, а следовательно, и потенциальные возможности получения доходов от них уменьшаются незначительно.

4. Контрольный пакет может быть сформирован путем выпуска и передачи стратегическому инвестору дополнительной эмиссии акций под конкретные инвестиционные проекты по обеспечению конкурентоспособности организа-

ции. В этом случае государство сохранит принадлежащий ему пакет акций и величину потенциальных доходов от них.

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 АО. Реструктуризация акционерного капитала, ориентированная на инвестиционную активность акционерного общества, позволит повысить конкурентоспособность отечественных организаций и обеспечит их устойчивый экономический рост.

Литература

1. *Ермошко, В.Ю.* Оптимизация структуры акционерного капитала как фактор повышения его эффективности / В.Ю. Ермошко; под ред. В.К. Драчева. — Гомель: ЦИИР, 2007.
2. *Лобан, Л.А.* Реструктуризация предприятия / Л.А. Лобан. — Минск: БГЭУ, 2007.
3. О мерах по финансовому оздоровлению убыточных акционерных обществ: Указ Президента Республики Беларусь, 28 авг. 2006 г., № 538 // Информационный бюл. Администрации Президента Респ. Беларусь. — 2006. — № 9.
4. *Стрельцов, Н.А.* О фондовом рынке и его участниках / Н.А. Стрельцов // Директор. — 2007. — № 6.
5. О программе развития рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь на 2008—2010 годы: утв. постановлением Совета Министров Респ. Беларусь и Национального банка Респ. Беларусь 21.01. 2008 г., № 78/1 // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. — 2008. — № 27. — 5/26665.

М.П. ТОМКОВИЧ

ПРОБЛЕМЫ ЭФФЕКТИВНОСТИ ОПТОВОЙ ТОРГОВЛИ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОЙ КООПЕРАЦИИ И СПОСОБЫ ИХ РЕШЕНИЯ

Социально-экономическое развитие Республики Беларусь характеризуется укреплением рыночной модели хозяйствования, повышением конкуренции, усложнением экономических связей в сферах производства и распределения материальных ресурсов. Происходят коренные изменения в отношениях между производителями и потребителями, при этом национальный рынок все в большей степени ощущает влияние мировых тенденций — ужесточение конкуренции между хозяйствующими субъектами.

Не является исключением и оптовый рынок республики, на котором в последние годы наблюдается значительный подъем хозяйственной активности, связанный с внедрением передового опыта в области организации процесса товародвижения. В настоящее время оптовую деятельность в стране осуществляют более 10 тыс. организаций различных форм собственности, в которых занято более 128 тыс. человек. Рынок характеризуется стабильным ростом оптового товарооборота в действующих и в сопоставимых ценах (за исключением 2007 г. темп роста в сопоставимых ценах составил 99,9 %). С 2002 по 2007 гг. общереспубликанский товарооборот в сопоставимых ценах вырос в 1,9 раза и равен 50,5 трлн белорус. р.

Общая тенденция этого проявилась через структуру оптового оборота, которая за последние годы претерпела значительные изменения в сторону снижения удельного веса государственных (Г) предприятий (с 31 в 2000 г. до 9 % в 2007 г.) и роста доли иностранных (И) торговых компаний (с 2 до 29 %) [1].

Михаил Петрович ТОМКОВИЧ, аспирант Белорусского торгово-экономического университета потребительской кооперации.