



Галина ПРИМАЧЕНОК,  
доцент кафедры экономической теории БГЭУ, кандидат экономических наук

# СОБСТВЕННИК ДОЛЖЕН СОЗДАТЬ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПОРТФЕЛЬ

**Ф**еномен развития социально-экономических явлений включает в себя процесс «развертывания» свойств, элементов, отношений системы, на основе которого осуществляется обновление ее и поддержание жизнеспособности. В рамках данной статьи предприятия попытка установления основных закономерностей обновления отношений собственности в современных развитых странах Запада.

Экономический анализ собственности обусловлен отношениями между агентами - собственниками ресурсов. Экономическая теория определила четыре вида субъектов - собственников земли, капитала, труда и предпринимательского фактора. Целью экономического анализа является установление функционального соотношения между экономическими формами реализации собственности, т.е. доходами собственников факторов производства. Форм дохода в экономической теории соответственно также четыре - рента, процент, заработная плата и прибыль. Установление количественных изменений доходов, приносимых собственнику различными факторами производства, необходимо, так как эффективность функционирования экономики определяется различной комбинацией этих факторов в рамках экономического обособленного предприятия.

Следовательно, формируются только две методологические предпосылки в экономическом подходе к пониманию собственности. Первая - состоит в том, что отношения собственности предопределены экономическими особенностями ресурсов, факторов производства, другими словами, объектов собственности.

Вторая — утверждает, что эволюция отношений собственности в экономической системе связана с развитием предприятия. Однако в экономике предприятие функционирует не в абстрактном виде, оно имеет конкретную орга-

низационную форму. Но эта конкретная организационная форма отличается от любой другой не экономическими особенностями факторов производства, объектов собственности.

Организационно-правовая форма, в отличие от предприятия в экономическом смысле (как формы производства, комбинирующей цены на различные факторы производства в целях реализации конечного продукта и получения прибыли) является совокупностью отношений между собственниками предприятия и внешними по отношению к данному предприятию субъектами, а также между ними и государством. Закономерности развития экономики постоянно требуют укрепления, слияния, разъединения, преобразования предприятий. Беспрепятственному протеканию этих процессов призваны способствовать в экономике различные организационно-правовые формы предприятия.

**О**днако в экономической теории под категориями «ресурс», «объект» подразумевается собственник, что тождественно собственности. В юридическом понимании материальный объект сам по себе не является собственностью. Под собственностью подразумевается определенное право, требующее регулирования и защиты. Право в экономической системе тождественно правовому полю, объемность которого определяется границами свободы, пространственными возможностями субъекта в реализации своих интересов. Такой объем прав традиционно в рамках континентальной правовой системы описывался триадой правомочий — владение, пользование, распоряжение. Векторные силы этих правомочий определяют эффективность и экономическую реальность отношений собственности.

Процесс качественного преобразова-

ния капиталистической частной собственности связан с появлением предпринимательского фактора. Появление предпринимателя является не количественным изменением, расширением групп собственников, а именно качественным не только потому, что произошли изменения в функциональном распределении доходов, но и, прежде всего, из-за того, что начался процесс диффузии правомочий (в особенности распоряжения). В англосаксонской правовой системе еще до развития капиталистической частной собственности был выработан, отрегулирован процесс диффузии собственности через правовые институты доверительной и временной собственности.

До середины XIX века правомочия собственников укладывались в рамки вещного права. Историческая экономика-правовая ограниченность отношений капиталистической частной собственности выражалась в сдерживании масштабов производства, обусловленных размерами индивидуальной частной собственности и ограниченными размерами предприятия.

Обособление собственника предпринимательского фактора от собственников других факторов производства повлекло следующие преобразования в отношениях собственности.

Во-первых, обособляется экономическая форма дохода, размеры которого определяются не вещными отношениями, а конъюнктурой рынка будущего периода.

Во-вторых, следовательно, появляется новая форма риска — предпринимательский риск.

В-третьих, изменяется функция управления предприятием в сторону ее дифференциации.

В-четвертых, начинается процесс преодоления экономических границ предприятия, так как собственник предпринимательского фактора заинтересован в максимизации дохода в це-

лом предприятия, а не результативности одного из факторов производства.

Правовое поле предпринимательского фактора требует широких возможностей привлечения новых субъектов собственности в различных экономических формах собственности (индивидуальных и коллективных), что обеспечивает, а точнее, расширяет возможности предпринимательского фактора. Превращение единой функциональной зависимости между собственниками и их доходами в множественность функциональных зависимостей отражает процесс развертывания отношений собственности, а следовательно, ее развития. Формируется организационная структура капиталистического предприятия открытого типа — акционерного общества, трансформирующего персонализированную индивидуальную капиталистическую частную собственность в перекрестную собственность.

**А**кционерные общества эффективны в силу неограниченных возможностей (неограниченных не в правовом, а в экономическом смысле) для аккумуляции денежных средств атоминизированных собственников. Степень аккумуляции определяется развитостью и открытостью денежных рынков. В акционерных обществах точно и автоматически фиксируется принцип соответствия собственности и дифференциации. Акционеры не имеют равных прав, их права пропорциональны числу акций. Функция управления не является функцией собственника акций. Исключения составляют владельцы необходимого числа акций, составляющие административный совет акционерного общества. Полномочия этого органа являются властными, основанными на размере собственности членов административного совета. Часть управленческих решений выполняет исполнительная группа, состоящая, кроме некоторых членов административного совета, также из директоров, занимающихся различными производственно-координационными функциями. Властные функции управления исполнительной группы директоров основаны на неопределенности размеров прибыли и ее зависимости, в том числе и от деятельности директоров. Так, в отличие от других ресурсов, для которых цена фактора определена на рынке данного фактора производства, плата за предпринимательский

фактор и экономическая сверхприбыль являются величинами будущего периода. Поэтому в акционерных обществах риск не локализован рамками производственного плана и его выполнении, а поделен между собственниками факторов производства, что, несомненно, повышает привлекательность данной организационной формы предприятий. Возможности для расширения использования этой формы связаны также с ограниченной ответственностью. В акционерном обществе ответственность его участников ограничена суммой доли каждого в акционерном капитале.

Поэтому с развитием акционерной формы хозяйствования в буржуазной экономической-правовой концепции капиталистической собственности наметились изменения, прежде всего в субъективном праве собственности. Если до середины XIX века титул собственности в странах континентальной правовой системы характеризовался преимущественно функциональным единством, то к началу XX века преобразование собственности на крупных предприятиях происходит таким образом, что все меньше правомочий собственности, которые собственник реализует своими личными усилиями и под свою ответственность. Даже право контроля из-за значительных ограничений правомочий собственника частично переходит к государственным органам.

Созданные ассоциативные формы предприятия закрепляют в экономике и требуют правового регулирования переплетающихся правомочий собственника вещного ресурса (факторов производственного и предпринимательского), а значит, постепенно формируется тенденция, ведущая к диффузии экономических форм дохода собственника.

Экономическая функция организации производства подразделяется на две части: координацию ресурсов в процессе производственной деятельности (можно понимать шире — в процессе хозяйственной деятельности, ведь анализ рынков факторов разделен лишь территориально, во временном аспекте же они действуют одновременно) и взятие на себя риска закупки факторов производства для выпуска тех благ, которые будут проданы только в будущем. При чем доходы от продаж могут не покрыть всех издержек (затрат). В акционерном обществе эти две вышеперечисленные подфункции организации производства

четко персонализированы (определены). Функции координации в акционерном обществе выполняют члены исполнительской группы (в которую, кстати, входят члены правления). В то же время риск за результаты ведения дела несут держатели (собственники) акций, а в случае, если перед нами государственная корпорация, — налогоплательщики. В работе акционерной компании они участвуют опосредованно и косвенно.

Развитие рынка ценных бумаг также повышает степень открытости предприятий для внешних собственников и создает иллюзию трансформации собственности через распыление правомочий собственности с тенденцией к исчезновению ее.

**П**роцесс «рассеивания» производительной собственности в развитых странах принял всеобщий характер, поглотив сначала всех собственников факторов производства, а через вторичные рынки ценных бумаг и внешних по отношению к данной корпорации собственников. Акционирование собственности способствовало развитию новой формы дохода в виде дивиденда, а также унифицировало все остальные экономические формы дохода. Диффузия собственности имела свои национальные особенности. Так, в Швеции существуют рабочие инвестиционные фонды как система участия рабочих в прибылях и акционерной собственности. Эти фонды формируются за счет средств, собранных от специального налога на избыточные прибыли корпораций и от повышенного налога на заработную плату. Полученные таким образом деньги вкладываются в акции. В отличие от других стран эти фонды создаются не на предприятиях, а в масштабах всей страны. В США большинство инвесторов (наемный персонал компаний) оказались владельцами пакетов акций не за счет постепенного расходования сбережений. Они либо брали кредиты на покупку акций своей фирмы, либо их пакеты росли в цене по мере того как фирма погашала задолженность из прибылей, либо эти инвесторы брали деньги в долг для полного или частичного выкупа акций. Все наличные инвестиционные счета наемного персонала в Америке — это один из видов пенсионной программы с фиксированными взносами. Для поощрения акционерных компаний в развитии пенсионных про-



грамм правительство создает льготную налоговую базу: суммы взносов, отчисляемые в пенсионные программы, вычитаются из налогооблагаемой совокупности. Дивиденды, выплачиваемые по акциям персоналу, также освобождаются от налога. В соответствии с планом ESOP источником капитала являются средства, взятые доверительным фондом работников-акционеров у кредитора на срок от 5 до 10 лет. Это единственная программа с фиксированными взносами, под которую компания может брать кредиты для покупки своих акций по мере возвращения кредита. Акции распределяются по личным инвестиционным счетам работников. Количество акций, зачисляемых на личные счета, в основном зависит от ставок заработной платы. В соответствии с программой 401 (к) собственность наемных работников и служащих формируется путем покупки акций компании на сбережения, вычитаемые из зарплаты, плюс положенные взносы компании и премиальные выплаты персоналу. Программа отличается гибкостью, так как наемному персоналу может быть предоставлен выбор: либо отложить всю премию (ее часть), или после уплаты налогов внести добровольный взнос под налоговую льготу, которую получит фирма. По программе 401 (к) также предусмотрены налоговые льготы. Кроме ESOP и 401 (к), широко применяются программы участия в прибылях с отсрочкой их получения, программы премирования акциями, программы фондового опциона и др. Все эти программы являются разновидностью инвестиционных счетов рабочих и служащих. Для работников, которые делают взносы в фонд, конечный размер выплат есть величина неопределенная. Они вкладывают средства, сочетая акции, облигации и ценные бумаги денежного рынка (депозитные сертификаты и т.д.). Выбывают же из программы работники после ухода на пенсию. Сумма, выплачиваемая уходящему на пенсию, зависит от дохода на вложенные средства.

Правовой статус юридического лица в форме акционерного общества определяется ограниченной его ответственностью. Ответственность по долгам ограничена существующими на данный момент чистыми активами предприятия. Собственники акций, во-первых, не несут ответственности по долгам корпорации, а, во-вторых, являются остаточными претендентами на денежные потоки компании. Собственники акций факти-

чески есть «последние получатели», так как корпорация прежде осуществляет платежи по всем своим долговым обязательствам и лишь затем производит выплаты дивидендов по остаточному принципу. Возникает вопрос: не является ли собственность на акцию собственностью иного типа? Ведь ответственность является функцией собственника и каковы причины неравного экономико-правового положения собственника акции по отношению к иным собственникам ресурсов. С точки зрения правовой структуры, системы ответственности ответ достаточно прост. Вещном праве (в отличие от сложившегося экономического представления о правомочиях на объект собственности) владение не тождественно праву собственности. Поэтому акционеры выступают владельцами, а не собственниками корпорации. В противном случае у каждого фактора производства было бы множество собственников, число которых зависело бы от эффективности функционирования вторичного рынка ценных бумаг.

**Э**кономический анализ классификационных объектов собственности порождает дополнительный вопрос: собственником какого фактора производства является владелец акции?

Прежде установим, каковы права владельца акции в рамках корпорации. Он имеет право на получение дивиденда, на отчуждение акции путем продажи ее, право преимущественной покупки новых выпусков акций и право выбора членом совета директоров, осуществляемое через систему голосования по доверенности. Доверенность передает право выбора совета директоров в руки должностных лиц, а также указывает перечень только тех, которые влияют на доходы акционеров. Следовательно, контроль над деятельностью корпорации со стороны акционеров ограничен влиянием на размер дивиденда.

Ограниченные права собственника акций связаны с экономической природой акционирования. Акционирование — это превращение части любого дохода в унифицированную ликвидную форму. Акционер — это не новый вид собственника, им является собственник любого фактора производства, который в результате диффузии собственности из множества подфункций распоряжения выбрал финансовый риск.

Финансовый риск отличен от производственного и предпринимательского

риска. Одним из показателей финансового риска является коэффициент «квоты собственника» — соотношение между собственными и заемными средствами компании. Правомочие финансового риска позволяет собственнику для повышения доходности своих активов сформировать инвестиционный портфель. Портфель представляет собой набор инвестиционных инструментов, собранных для достижения общей инвестиционной цели. Цель субъекта, вкладывающего средства в ценные бумаги, может быть ориентирована на рост, т.е. на долгосрочную тенденцию повышения стоимости входящих в него активов, а может быть ориентирована на доход, т.е. на текущий дивиденд и процентные платежи. Это говорит о том, что любой инвестор должен пытаться создать эффективный портфель, который обеспечивает наивысшую результативность для данного уровня риска или наименьший риск для данного уровня прогнозируемой эффективности. Любой инвестор занят на рынке ценных бумаг поиском инвестиционных возможностей для получения лучшей комбинации риска и доходности.

Именно теория инвестиционного портфеля позволяет установить размеры собственности и производные от нее размеры владения.

*В современной экономике каждый собственник фактора производства может на определенный промежуток времени стать инвестором. Этот временной промежуток позволяет фиксировать период владения, а не собственности. Превращение собственника фактора производства во владельца акции является обратимым процессом. Эта обратимость есть результат абсолютной эластичности собственности, т.е. правомочия собственности восстанавливаются в прежнем объеме и у первоначального собственника (в случаях несовпадения субъекта собственника и владельца) со снятием ограничений.*

*Теория инвестиционного портфеля отражает процесс развертывания отношений собственности, она является дискретной теорией, позволяющей разложить конечную величину (доход собственника фактора производства) на составляющие части, а также комбинировать правомочия, повышая эффективность (ликвидность) собственности.*