

УЧРЕЖДЕНИЕ ОБРАЗОВАНИЯ
«БЕЛОРУССКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

УДК 334.722.8:658.14

ЕРМОШКО
ВАЛЕРИЙ ЮРЬЕВИЧ

**РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА
КАК ФАКТОР ПОВЫШЕНИЯ ЕГО ЭФФЕКТИВНОСТИ
(НА ПРИМЕРЕ ОТКРЫТЫХ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ
ГОМЕЛЬСКОЙ ОБЛАСТИ)**

Автореферат диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук
по специальности 08.00.05 — экономика и управление народным хозяйством
(специализация — экономика, организация и управление предприятиями,
отраслями, комплексами)

Минск, 2008

Работа выполнена в УО «Гомельский государственный университет имени Франциска Скорины»

Научный руководитель	Драчев Владимир Карпович, доктор экономических наук, профессор
Официальные оппоненты:	Гейзлер Павел Сергеевич, доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры, УО «Белорусский государственный экономический университет», кафедра экономики промышленных предприятий Лихачевский Александр Ярославович, кандидат экономических наук, доцент, директор департамента по предпринимательству Министерства экономики Республики Беларусь
Оппонирующая организация	УО «Белорусский торгово-экономический университет потребительской кооперации»

Защита состоится 20 июня 2008 г. в 14.30 на заседании совета по защите диссертаций Д 02.07.02 при УО «Белорусский государственный экономический университет» по адресу: 220070, Минск, просп. Партизанский, 26, зал заседаний Совета (ауд. 205), тел. 209-79-56.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке УО «Белорусский государственный экономический университет».

Автореферат разослан 20 мая 2008 года.

Ученый секретарь
совета по защите диссертаций

Миксюк С.Ф.

ВВЕДЕНИЕ

Реформирование экономики Республики Беларусь в рыночном направлении определило необходимость проведения процессов разгосударствления и приватизации государственной собственности, в результате чего возникло множество организационно-правовых форм субъектов хозяйствования. Как показал мировой опыт, наиболее эффективной из них является акционерное общество. Это вызвано рядом организационных, правовых и экономических особенностей, присущих акционерным компаниям.

Научная и прикладная актуальность темы диссертационной работы обусловлена необходимостью укрепления уже созданных акционерных обществ, повышения их эффективности. Реструктуризация капитала позволит отечественным открытым акционерным обществам (ОАО) привлечь необходимые средства для дальнейшего развития и создаст предпосылки для роста экономики Республики Беларусь.

Несмотря на значительное и непрерывно увеличивающееся количество научных публикаций по рассматриваемой теме, большинство из них характеризуются отсутствием комплексного подхода к определению акционерного капитала, а также критериев и направлений его реструктуризации. Кроме того, зарубежные и отечественные ученые, как правило, не предлагают практических рекомендаций по расчету эффективной структуры акционерного капитала.

Таким образом, выбор темы исследования сделан с учетом объективных потребностей акционерных обществ Беларуси.

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Связь работы с крупными научными программами (проектами) и темами. Диссертационное исследование осуществлялось во взаимосвязи с научно-исследовательскими работами УО «Гомельский государственный университет им. Ф. Скорины»: «Формирование модели реконвалесценции экономики региона в постчернобыльский период» (на примере Гомельской области) (соответствует приоритетному направлению фундаментальных исследований в Республике Беларусь «Разработка теоретических основ национальной модели экономики Республики Беларусь и механизма ее регулирования») (№ ГР 19982284, 1998—2001 гг.); «Разработка экономического механизма управления экономическим потенциалом экологодестабилизированного региона в условиях международной интеграции» (в рамках раздела ГБЦМ 01-74Ф государственной программы фундаментальных исследований «Национальная экономика 07. Разработка экономического механизма управления экологизацией производства») (№ ГР 20012406,

2001—2005 г.) «Разработка основ институционально-правового обеспечения социально-экономической реформы Беларуси» (в рамках раздела ГБЦМ 01-75Ф ГПОФИ «Правовое государство 09») (№ ГР 20012394).

Диссертационная работа выполнялась с учетом основных положений Национальной стратегии устойчивого социально-экономического развития Республики Беларусь на период до 2020 г., Основных направлений социально-экономического развития Республики Беларусь до 2010 г., Программ социально-экономического развития Республики Беларусь на 2001—2005 гг. и 2006—2010 гг., Программ социально-экономического развития Гомельской области на 2001—2005 гг. и 2006—2010 гг., Концепции и Программы развития промышленного комплекса Республики Беларусь на 1998—2015 гг., Программы развития рынка корпоративных ценных бумаг 2008—2010 гг.

Цель и задачи исследования. Цель диссертационного исследования — разработка теоретических и методических положений, а также практических рекомендаций по повышению эффективности акционерного капитала на основе его реструктуризации.

Для ее достижения поставлены и решены следующие задачи:

- разработать концептуальный подход к выбору критерия эффективности реструктуризации акционерного капитала на основе систематизации факторов, способствующих и препятствующих формированию оптимальной структуры капитала акционерных обществ на данном этапе экономического развития Республики Беларусь;
- разработать методику оценки изменений структуры акционерного капитала и на ее основе выявить тенденции и динамику процесса движения акций открытых акционерных обществ, а также оценить зависимость между дивидендной политикой и составом собственников;
- разработать методику анализа эффективности структуры источников средств с позиции величины краткосрочных обязательств и оценки максимально допустимого прироста наименее ликвидных текущих активов без риска потери финансовой устойчивости;
- обосновать стратегию реструктуризации акционерного капитала с позиции доли государства, учитывающую эффективность функционирования акционерных обществ и государственную экономическую политику в области приватизации;
- обосновать критерий реструктуризации акционерного капитала с учетом специфики приватизационного процесса в Республике Беларусь.

Объект исследования — акционерный капитал открытых акционерных обществ Гомельской области, созданных в процессе приватизации государственных предприятий. Предмет исследования — совокупность теоретических и практических проблем реструктуризации акционерного капитала в Республике Беларусь.

Выбор объекта и предмета исследования обусловлен необходимостью повышения эффективности функционирования белорусских открытых акционерных обществ, созданных в процессе приватизации государственных предприятий.

Положения, выносимые на защиту.

1. Концептуальный подход к выбору критерия эффективности реструктуризации акционерного капитала, в рамках которого впервые выдвинута гипотеза об историческом характере цели акционерного общества и критерия эффективности управления акционерным капиталом. В соответствии с принятой гипотезой, под влиянием различных факторов, образующих иерархическую структуру, в которой первостепенное значение имеют уровень развития народного хозяйства страны, степень открытости экономики, уровень непосредственного участия государства в управлении экономическим развитием, на каждом этапе экономического развития республики модифицируется понимание основного критерия эффективности управления акционерным капиталом, в качестве которого выбрана прибыль. Такой подход позволяет определить меру использования основного критерия при разработке научно обоснованных механизмов реструктуризации акционерного капитала, систематизировать факторы, способствующие и препятствующие установлению эффективной структуры акционерного капитала, а также выработать промежуточные (частные), временные критерии управления акционерным капиталом.

2. Методика экспресс-оценки структурных сдвигов в акционерной собственности в части изменения долей миноритарных и мажоритарных акционеров (кроме государства), отличительной особенностью которой является возможность использования информации, содержащейся в публичных формах отчетности открытых акционерных обществ. В качестве показателей, характеризующих происходящие структурные изменения, использованы темпы роста количества акционеров по группам физических и юридических лиц. При этом, принимая во внимание существующую структуру акционерной собственности ОАО Беларуси, юридические лица отнесены к мажоритарным акционерам, физические — к миноритарным. С использованием разработанной методики выявлены тенденции и динамика процесса движения акций открытых акционерных обществ, а также оценена зависимость между дивидендной политикой и составом собственников.

3. Методика анализа эффективности структуры источников средств, отличительной особенностью которой является использование в качестве критериев эффективности структуры показателей допустимого уровня коэффициента текущей ликвидности и минимально допустимого уровня чистого оборотного капитала, рассчитанных на основе допустимой величины заемных источников финансирования оборотных активов, определяемой как разность между фактической величиной текущих активов и той их частью, которая должна быть профи-

нансирована за счет собственных средств. Это дает возможность учесть не только отраслевые, но и специфические, присущие каждой конкретной организации, особенности и позволяет с максимальной достоверностью оценить реальный уровень ликвидности и платежеспособности субъектов хозяйствования, а также повысить эффективность принимаемых решений по реструктуризации капитала.

4. Стратегия реструктуризации акционерной собственности, отличительной особенностью которой является ее ориентация на государственную экономическую стратегию и тактику в области приватизации, легитимно оформленную действующим законодательством. Сущность стратегии состоит в следующем: акции, принадлежащие государству в прибыльно работающих ОАО, продаются по рыночной стоимости стратегическим инвесторам; акционерные общества, имеющие в течение нескольких лет показатель рентабельности активов ниже величины процентной ставки по возможным привлекаемым долгосрочным кредитам, кроме случаев, когда ухудшение финансовых показателей связано с реализуемым инвестиционным проектом, переходят под более полный контроль государства путем безвозмездной передачи ему акций, находящихся в частной собственности. Реализация стратегии даст возможность рассматривать субсидии и льготы, предоставляемые субъектам хозяйствования, не только как помощь низкоэффективным предприятиям, но и как вложение государством средств в целях получения доходов в будущем, а также с большей точностью выявлять акционерные общества, реально нуждающиеся в поддержке государства.

5. Обоснование критерия реструктуризации акционерной собственности на данном этапе экономического развития, который предполагает последовательную минимизацию численности миноритарных акционеров. Особенность авторского подхода к разработке критерия заключается в учете специфики приватизационного процесса в Республике Беларусь и существенного изменения направленности дивидендной политики в акционерных обществах, возникших в результате приватизации бывших государственных предприятий. Минимизация численности (и доли) мелких акционеров, с одной стороны, позволит решить важную социальную проблему — уменьшить число недовольных приватизацией граждан, а с другой — откроет перед акционерными обществами новые возможности поиска стратегических инвесторов.

Личный вклад соискателя. Диссертация является самостоятельным завершенным научным исследованием. Основные идеи, выводы и практические рекомендации, содержащие научную новизну, теоретическую и практическую, экономическую и социальную значимость, разработаны соискателем лично в ходе рассмотрения проблемы реструктуризации акционерного капитала в условиях транзитивной экономики.

Апробация результатов диссертации. Основные положения, результаты и рекомендации диссертационного исследования докладывались на конферен-

циях «Проблемы управления экономическим потенциалом экологостабилизированного региона» (Гомель, 2002), III международной межвузовской научно-технической конференции студентов, аспирантов и магистрантов (Гомель, 2003), «Правовые и институциональные проблемы социально-экономических преобразований в Республике Беларусь» (Минск, 2003), «Социально-экономические основы управления экономическим потенциалом региона» (Гомель, 2003), «Управление экономическим потенциалом региона в условиях международной интеграции» (Москва—Гомель, 2004).

Опубликованность результатов диссертации. По теме диссертации опубликовано 14 научных работ, в том числе 1 монография, 6 статей в научных рецензируемых журналах, 1 — в сборнике научных трудов, 6 — в материалах конференций; в том числе 4 публикации, соответствующие п. 18 Положения о присуждении ученых степеней и присвоении ученых званий в Республике Беларусь (объем — 11,8 авторского листа).

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, общей характеристики работы, трех глав, заключения, библиографического списка и приложений. Работа изложена на 163 страницах. Объем, занимаемый 23 таблицами, 17 иллюстрациями и 5 приложениями, составляет 42 страницы. Библиографический список включает 135 наименований.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ

В первой главе «**Научно-методические основы реструктуризации акционерного капитала**» рассмотрены методические подходы к содержанию процесса реструктуризации акционерного капитала, определены ее сущность, критерии оценки, роль в повышении эффективности функционирования акционерных обществ в условиях переходного периода.

Анализ имеющихся в современной экономической литературе взглядов на проблему определения содержания понятия «акционерный капитал» показал отсутствие единства мнений по данному вопросу. При этом ни одно из известных определений не раскрывает структуру акционерного капитала, поскольку все они носят ограниченный характер, характеризуя его лишь с одной стороны. В отличие от других организационно-правовых форм, ориентированных главным образом на производство товаров и связи с товарными рынками, акционерное общество производит не только материальные, но и фондовые ценности, стремясь эффективно реализовать последние на специализированных рынках. Основу хозяйственной деятельности акционерного общества составляет *промышленный, или производительный (функционирующий), капитал*. Наряду с ним существует его «двойник» — «фиктивный капитал», представленный в

ценных бумагах. В связи с этим в работе предложен новый подход к определению акционерного капитала, в соответствии с которым он имеет разные формы проявления и представляет собой, с одной стороны, производительный (реальный, функционирующий) капитал в виде единства имущественного комплекса акционерного общества (прежде всего — средств производства) и источников его формирования, а с другой — фиктивный капитал, т.е. акционерную собственность, в которой реализуются интересы акционеров. Принятая трактовка отличается от известных ранее комплексностью определения акционерного капитала, что позволяет предложить новый методический подход к анализу его структуры по следующим наиболее существенным признакам: статьям актива и пассива агрегированного баланса, составу акционеров, величине пакетов акций, а также рассматривать акционерное общество как наиболее эффективную организационно-правовую форму в силу формирования «двойного» рынка капитала (реального и фиктивного) и использования таким образом эффекта «удвоения экономических возможностей». Действие данного эффекта проявляется в том, что на «волне» спекулятивных тенденций акционерное общество получает уникальную возможность наращивать производительный капитал за счет быстрого роста фиктивного, поскольку увеличение рыночной стоимости компании становится поводом для того, чтобы инвесторы обратили на нее пристальное внимание. При этом в диссертации отмечено, что для того, чтобы «заставить» фиктивный капитал работать на реальный, необходимы наличие развитого фондового рынка и присутствие эффективных (функциональных) нематериальных активов. Эти ограничения не позволяют белорусским акционерным обществам в полной мере реализовывать преимущества, присущие данной организационно-правовой форме. Акции (фиктивный капитал) рассматриваются в диссертации не как один из инструментов фондового рынка, а, с одной стороны, как способ (и источник) инвестирования производительного капитала, с другой — как ценные бумаги, удостоверяющие право их держателей на управление акционерным обществом (в зависимости от величины пакета). С таких позиций понятия «акционерный капитал» и «капитал акционерного общества» являются синонимами, имеющими общее содержание. Другими словами, речь идет о двух терминах, обозначающих одно понятие.

Обзор подходов к определению целей акционерного общества и управления акционерным капиталом показал всю сложность этой проблемы. В такой ситуации наиболее целесообразным представляется обращение к практике деятельности ОАО Беларуси. В уставах всех ОАО содержится пункт, согласно которому целью создания акционерного общества является хозяйственная деятельность, направленная на извлечение прибыли. В соответствии с этим основной целью управления акционерным капиталом будет максимизация прибыли. Тогда в качестве главного (но не единственного) критерия эффективности

управления акционерным капиталом можно назвать прибыль. Однако из-за специфики, присущей белорусским открытым акционерным обществам, созданным на базе государственных предприятий, возникает вопрос об актуальности этого критерия, его понимании и возможности использования на современном этапе экономического развития.

В диссертации в качестве рабочей гипотезы, имеющей общеэкономическое значение, выдвигается тезис об историческом характере цели акционерного общества и критерия эффективности управления акционерным капиталом. В соответствии с принятой гипотезой, под влиянием различных факторов, образующих иерархическую структуру (рисунок 1), в числе которых первостепенное значение имеют уровень развития народного хозяйства страны, степень открытости экономики, уровень непосредственного участия государства в управлении экономическим развитием, на каждом этапе экономического развития республики модифицируется понимание главного критерия эффективности управления акционерным капиталом (в качестве которого выбрана прибыль), складывается свой временный, промежуточный (частный), специфический для данного этапа критерий. В основе данного процесса лежат цель, задачи, осуществления и решения которых добивается на этом этапе государство, что находит свое отражение в законах, декретах, указах, других нормативных актах законодательной и исполнительной власти, программах социального и экономического развития страны.



Рисунок 1 — Факторы, обуславливающие историзм критерия эффективности управления акционерным капиталом

На основе гипотезы разработана и выносятся на защиту система факторов, влияющих на разработку научно-методических основ управления акционерным капиталом, обоснование критерия эффективности данного процесса. С учетом этих факторов формируются промежуточные (частные), временные критерии управления акционерным капиталом (рисунок 2).

В соответствии с предложенным подходом ряд факторов препятствует возможности приближения к установлению эффективной структуры акционерного капитала. Некоторые факторы, например, изменение внешнеэкономических условий функционирования народного хозяйства, его влияние на конкурентоспособность акционерных обществ, могут влиять как положительно (рост спроса на продукцию отечественных предприятий на мировом рынке, в основном в России), так и отрицательно (увеличение стоимости топливно-энергетических и других видов ресурсов). Изменение уставных норм функционирования акционерных обществ и их наблюдательных советов (а именно, возможность включения в состав наблюдательных советов членов коллегиального исполнительного органа, введение нормы, дающей преимущество председателю совета при равенстве голосов в процессе голосования), демократизация работы общих собраний (например, введение кумулятивного голосования) со вступлением в силу нового Закона «О хозяйственных обществах» позволяет полнее реализовать преимущества акционерной организационно-правовой формы. Отмена института особого права («золотой акции») государства на участие в управлении хозяйственными обществами повышает инвестиционную привлекательность ОАО Беларуси, что дает возможность оптимизировать структуру капитала за счет привлечения потенциальных инвесторов. Влияние ряда факторов с течением времени может измениться (на рисунке 2 это отражено пунктирными линиями). Негативное влияние некоторых факторов акционерное общество способно уменьшить самостоятельно (микроуровень). В этом случае речь идет об адаптации акционерных обществ к внешним условиям. Устранение (или изменение направления влияния) других факторов и расширение на этой основе возможностей реструктуризации акционерного капитала возможны только при содействии государства, что подразумевает обратную адаптацию государства к потребностям развивающегося негосударственного сектора.

Объективная необходимость учета приведенных факторов при разработке научно обоснованных механизмов управления акционерным капиталом в конечном счете позволяет максимально приблизиться к оптимальной структуре капитала для конкретного акционерного общества на данном этапе его развития.



Рисунок 2 — Система факторов, обуславливающих формирование временных, промежуточных (частных) критериев эффективности управления акционерным капиталом

Гипотеза об историчности критерия эффективности управления структурой акционерного капитала обуславливает соответствующий подход к содержанию процесса реструктуризации капитала акционерного общества. В соответствии с этим реструктуризация как средство повышения эффективности акционерного капитала определяется как такое изменение его структуры, которое позволяет максимально приблизиться к эффективной структуре.

В свою очередь, под эффективной структурой понимается такое соотношение элементов акционерного капитала, выделенных на основе принятого признака реструктуризации, которое дает возможность обеспечить максимальную прибыль при условии выполнения акционерным обществом уставных требований, решений общего собрания акционеров, наблюдательного совета, согласующихся с законодательно оформленными задачами экономической политики государства.

Во второй главе **«Исследование структуры капитала белорусских открытых акционерных обществ»** обоснована репрезентативность выборки из 42 ОАО Гомельской области для рассмотрения практических аспектов реструктуризации различных элементов акционерного капитала. В соответствии с предложенным методическим подходом к анализу структуры акционерного капитала оценена структура источников средств (пассивов), имущественного комплекса (активов) и акционерной собственности. В ходе анализа выявлены особенности формирования структуры акционерного капитала, тенденции ее изменения, а также определены основные проблемы, решение которых позволит повысить эффективность акционерного капитала на современном этапе экономического развития.

Созданная на основе агрегированных бухгалтерских балансов база данных за шесть лет наблюдения (2001—2006 гг.) дала возможность выявить ряд негативных тенденций, характеризующих недостаточную эффективность капитала с позиции его структуры на современном этапе экономического развития: рост общего капитала базируется в основном на увеличении краткосрочных обязательств и собственного капитала, прирастающего не за счет накопленной прибыли, возникающей как следствие производства и реализации продукции, а под влиянием организационно-правовых изменений (как правило, это переоценка основных средств); доля накопленного капитала, который характеризует величину собственных источников, сформированных как результат деятельности общества, наоборот, имеет тенденцию к снижению.

Анализ показал, что в структуре внеоборотных, а также и общих активов открытых акционерных обществ республики наибольшую долю составляют основные средства (в среднем за 2001—2006 гг. 92,1—94,7 % и 62,9—76,9 % соответственно). При изучении их состава был выявлен ряд негативных тенденций: наибольшую долю составляют здания и сооружения (в среднем от 51,45 %

на начало 2001 г. до 54,45 % на начало 2006 г.), доля машин и оборудования постоянно снижается. Высокая степень износа, особенно активной части (75,8—77,1%) приводит к снижению производственного потенциала отечественных предприятий, росту себестоимости продукции и снижению конкурентоспособности белорусских производителей. Приватизационные процессы в той форме, в какой они протекают, не оказывают должного влияния на имущественное положение открытых акционерных обществ: вопрос привлечения реальных инвестиций в производство по-прежнему остается открытым.

В ходе анализа было установлено, что использованная в Беларуси схема социально ориентированной безвозмездной приватизации сделала невозможным решение основной ее задачи, заключающейся в быстром перераспределении собственности. На скорости проведения приватизационных процессов отразилось и падение интереса со стороны населения к процессу «чековой» приватизации ввиду отсутствия дивидендов по акциям абсолютного большинства акционерных обществ и провозглашения «денежной» приватизации наиболее выгодных объектов. Общим же для всего периода реформирования отношений собственности фоном является стремление органов государственного управления к закреплению в госсобственности значительных пакетов акций в ряде секторов экономики (таблица 1), что позволяет говорить о формировании в Республике Беларусь смешанной модели корпоративного управления со значительной долей участия государства.

Таблица 1 — Структура ОАО Гомельской области в 2001—2006 гг. по доле государства в уставном фонде, %

Группы ОАО по доле государства в уставном фонде	Отчетные даты						Изменение за 5 лет
	01.01.2001	01.01.2002	01.01.2003	01.01.2004	01.01.2005	01.01.2006	
не более 25 %	26,19	26,19	26,19	28,57	28,57	28,57	2,38
от 25 % +1 до 50 %	19,05	19,05	19,05	16,67	16,67	16,67	-2,38
от 50 % +1 до 75 %	19,05	19,05	19,05	19,05	16,66	16,66	-2,39
более 75 %	35,71	35,71	35,71	35,71	38,1	38,1	2,39

В условиях ограниченного доступа к информации для анализа приватизационных процессов в диссертации предложена и обоснована методика экспресс-оценки структурных сдвигов в акционерной собственности на базе показателей (темпов роста численности акционеров по группам), информация для расчета которых содержится в формах отчетности открытых акционерных обществ, публикуемых в средствах массовой информации. При этом с определен-

ной долей условности (принимая во внимание «типичную» структуру акционерной собственности белорусских ОАО, характеризующуюся, кроме прочего, незначительным количеством крупных акционеров — физических лиц) юридические лица отнесены к мажоритарным акционерам, физические — к миноритарным. Логика построения выводов на базе подобного анализа очевидна: увеличение количественного состава акционеров одной из групп приводит, как правило, к увеличению доли этой группы в уставном фонде. В результате анализа данных по ОАО Гомельской области с использованием предложенной методики был сделан вывод о незначительном движении акций гомельских ОАО, что подтверждает тезис о низких темпах приватизационных процессов в республике (таблица 2).

Таблица 2 — Динамика количественного состава акционеров ОАО Гомельской области по группам (средние темпы роста)

Показатель (темпы роста численности акционеров)	Доля государства, %				В целом по выборке
	не более 25	от 25 + 1 до 50	от 50 + 1 до 75	более 75	
1	2	3	4	5	6
<i>2002 г.</i>					
1. Общего количества	1,00	1,13	1,07	1,05	1,09
2. Юридических лиц	1,00	1,04	0,95	1,46	1,10
3. Физических лиц	1,00	1,14	1,07	1,05	1,09
<i>2003 г.</i>					
1. Общего количества	1,00	1,00	1,03	1,20	1,08
2. Юридических лиц	1,06	1,00	1,00	1,09	1,05
3. Физических лиц	1,00	1,00	1,03	1,21	1,08
<i>2004 г.</i>					
1. Общего количества	1,00	1,00	1,02	1,20	1,07
2. Юридических лиц	1,02	1,13	0,89	1,10	1,04
3. Физических лиц	1,00	1,00	1,03	1,20	1,07
<i>2005 г.</i>					
1. Общего количества	0,99	1,00	1,01	1,02	1,01
2. Юридических лиц	0,96	0,93	1,05	0,82	0,92
3. Физических лиц	0,99	1,00	1,01	1,03	1,01

В третьей главе «Перспективные направления реструктуризации акционерного капитала в Республике Беларусь» для решения проблем, выявленных в ходе анализа акционерного капитала, предложены практические рекомендации по его реструктуризации.

Ввиду отсутствия в Беларуси на сегодняшний момент обновляемой статистической базы эффективных значений коэффициентов ликвидности организаций различных сфер деятельности в диссертации представлена методика расчета

допустимого уровня коэффициента текущей ликвидности и минимально допустимого уровня чистого оборотного капитала для анализа эффективности структуры источников средств с позиции величины краткосрочных обязательств и оценки максимально допустимого прироста наименее ликвидных текущих активов, которая может быть использована для оценки удовлетворительности структуры бухгалтерского баланса и платежеспособности организации:

$$K_{\text{ТЛдоп.}} = \frac{OA_{\text{факт.}}}{KO_{\text{доп.}}} ; \quad (1)$$

$$ЧОК_{\text{мин.}} = НЗП + ПЗ ; \quad (2)$$

$$KO_{\text{доп.}} = OA_{\text{факт.}} - ЧОК_{\text{мин.}} ; \quad (3)$$

$$РЗ_{\text{СК}} = ЧОК_{\text{факт.}} - ЧОК_{\text{мин.}} ; \quad (4)$$

$$\Delta A_{\text{НЛ}} = \Delta СК + \Delta ДО + \Delta РЗ_{\text{СКб}} , \quad (5)$$

где $K_{\text{ТЛдоп.}}$ — допустимый коэффициент текущей ликвидности;

$OA_{\text{факт.}}$ — фактические оборотные активы;

$KO_{\text{доп.}}$ — допустимая величина заемных источников финансирования оборотных активов;

$ЧОК_{\text{мин.}}$ — минимально допустимый чистый оборотный капитал;

$НЗП$ — незавершенное производство;

$ПЗ$ — производственные запасы;

$РЗ_{\text{СК}}$ — резерв собственного капитала;

$\Delta A_{\text{НЛ}}$ — максимально допустимый прирост наименее ликвидных активов (внеоборотных и наименее ликвидных оборотных);

$\Delta СК$ — прирост собственного капитала;

$\Delta ДО$ — прирост долгосрочных обязательств;

$РЗ_{\text{СКб}}$ — резерв собственного капитала предыдущего периода.

Методика основана на следующих положениях: 1) для обеспечения необходимого уровня ликвидности за счет собственных и приравненных к ним (долгосрочные обязательства) средств должны быть профинансированы наименее ликвидные оборотные активы. Таким образом, минимально допустимый чистый оборотный капитал должен покрывать наименее ликвидные оборотные активы; 2) состав наименее ликвидных текущих активов для каждой конкретной организации выделяется самостоятельно, однако в наиболее общем виде с определенной долей условности к ним можно отнести незавершенное производство и производственные запасы.

Рассчитанные допустимые коэффициенты текущей ликвидности сравниваются с фактическими значениями, что позволяет сделать вывод о достаточности уровня общей ликвидности и, в итоге, о возможности увеличения краткосрочных обязательств без риска потери ликвидности. Резерв собственного капитала характеризует возможность опережающего роста краткосрочных заем-

ных источников для финансирования текущих активов без риска потери финансовой устойчивости. Если $RЗ_{СК} < 0$, имеющаяся фактическая величина чистого оборотного капитала недостаточна для общества на данный момент.

Результаты, полученные на основе использования предложенной методики, служат основанием для вывода о том, что большинство ОАО Гомельской области не имеют возможности привлечения дополнительных краткосрочных заемных средств для финансирования текущих активов без риска потери ликвидности, более того, выявлена необходимость реструктуризации источников средств в направлении последовательного уменьшения доли краткосрочных обязательств (рисунок 3).

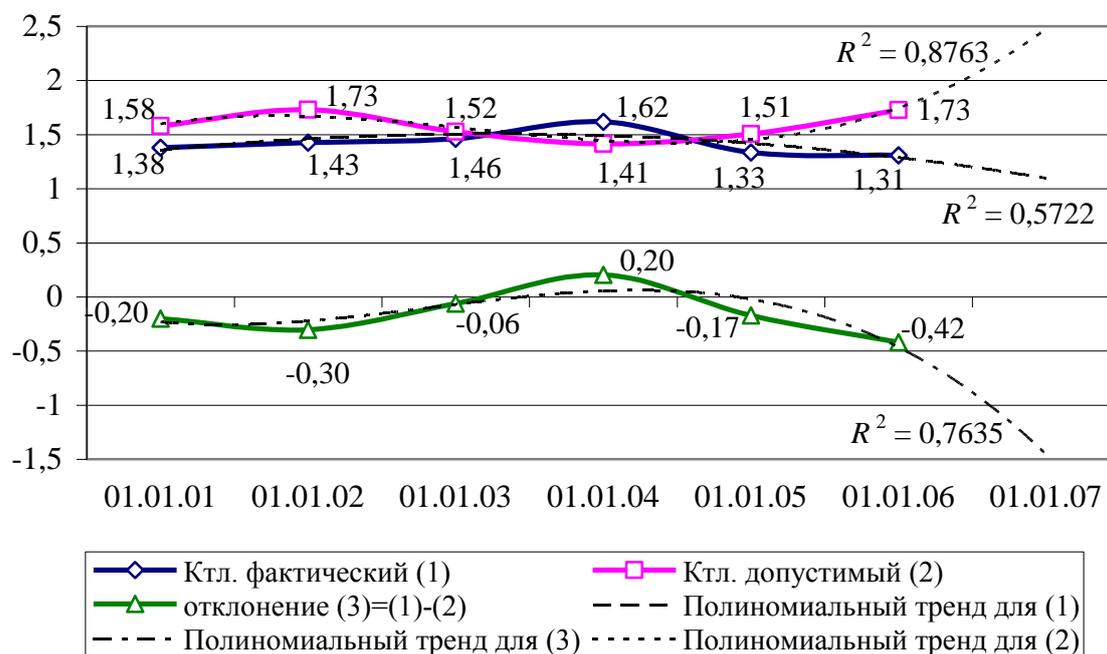


Рисунок 3 — Динамика коэффициентов текущей ликвидности ($K_{ТЛ}$) ОАО Гомельской области

Выявлено, что процессу разработки математической модели реструктуризации акционерной собственности, позволяющей получить ответ на вопросы о количественном значении доли государства и необходимом уровне полномочий государства-собственника, препятствуют факторы, не поддающиеся такой оценке. Использование принципа «точечного» подхода к приватизации делает практически невозможной оценку меры значимости (весомости) отдельных показателей для принятия решений по структуре капитала, поскольку в каждом конкретном случае на первый план выходят разные не только по своему содержанию, но и по природе факторы: экономические, политические, социальные.

Анализ показал, что в настоящее время зависимость между эффективностью функционирования белорусских ОАО и долей государства в их уставных фондах, по существу, отсутствует или просматривается только на надэкономиче-

ческом уровне. Это связано с тем, что в сложившихся условиях хозяйствования, отражающих государственную экономическую стратегию, легитимно оформленную действующим законодательством, государство является не менее, а нередко и более эффективным собственником, чем частный инвестор. Таким образом, можно только обозначить направления трансформации собственности, выделив наиболее существенный с экономической точки зрения аргумент. В связи с этим предложена следующая стратегия реструктуризации акционерной собственности по критерию доли государства на данном этапе экономического развития: акции, принадлежащие государству в прибыльно работающих ОАО, продаются по рыночной цене стратегическим инвесторам; акционерные общества, имеющие в течение нескольких лет показатель рентабельности активов ниже величины процентной ставки по возможным привлекаемым долгосрочным кредитам, за исключением случаев, когда ухудшение финансовых показателей связано с реализуемым инвестиционным проектом, переходят под более полный контроль государства путем безвозмездной передачи ему акций, находящихся в частной собственности. В этом случае рентабельность активов рассматривается как критерий определения степени привлекательности и стоимостной оценки обществ с точки зрения потенциальных стратегических инвесторов, интересующихся прежде всего способностью активов приносить доход.

Спорным на первый взгляд может показаться тезис о необходимости безвозмездной передачи акций государству. Однако необходимо понимать, что акция удостоверяет не только права акционера, но и его ответственность за деятельность общества (в пределах стоимости принадлежащих ему акций). В таком случае потеря своей доли собственником (акционером) в убыточном ОАО должна рассматриваться как факт наступления такой ответственности (естественно, прежде всего перед собой, своей семьей, но, конечно, и перед обществом).

Предложенный подход дает возможность рассматривать субсидии и льготы, предоставляемые субъектам хозяйствования, не только как помощь низкоэффективным предприятиям, но и как вложение государством средств в целях получения доходов в будущем, а также с большей точностью выявлять акционерные общества, реально нуждающиеся в поддержке государства.

Анализ влияния дивидендной политики на структуру акционерной собственности с использованием методики экспресс-оценки структурных сдвигов позволил сделать вывод об отсутствии кажущейся необходимой устойчивой зависимости между дивидендной политикой и составом собственников. Основным же фактором, оказывающим влияние на количественный состав акционеров, является процесс безвозмездной приватизации. При этом можно прогнозировать дальнейшее снижение темпов роста численности акционеров в силу падения интереса со стороны населения к процессу «чековой» приватизации. В связи с этим обоснована стратегическая необходимость на данном этапе эко-

номического развития реструктуризации акционерной собственности в направлении последовательной минимизации численности (а, соответственно, и доли) миноритарных акционеров ввиду существенного изменения общей оценки и направленности дивидендной политики в акционерных обществах, возникших в результате приватизации бывших государственных предприятий, что, с одной стороны, позволит решить важную социальную проблему — уменьшить число недовольных приватизацией граждан, а с другой — откроет перед акционерными обществами новые возможности поиска стратегических инвесторов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Основные научные результаты диссертации.

1. Предложен новый подход к определению акционерного капитала, в соответствии с которым он имеет разные формы проявления и представляет собой, с одной стороны, производительный (реальный, функционирующий) капитал в виде единства имущественного комплекса акционерного общества (прежде всего — средств производства) и источников его формирования, а с другой — фиктивный капитал, т.е. акционерную собственность, в которой реализуются интересы акционеров. В отличие от существующих подходов, представление акционерного капитала через единство производительного (реального, функционирующего) и фиктивного (капитала-собственности) капиталов позволяет рассматривать акционерное общество как наиболее эффективную организационно-правовую форму в силу формирования «двойного» рынка капитала (реального и фиктивного) и использования таким образом эффекта «удвоения экономических возможностей» [1].

2. Выдвинута и обоснована гипотеза об историческом характере цели акционерного общества и критерия эффективности управления акционерным капиталом, учитывающая влияние различных факторов, образующих иерархическую структуру, на возможность использования главного критерия эффективности управления акционерным капиталом, в качестве которого выбрана прибыль. В основе этого процесса лежат цель, задачи, осуществления и решения которых добивается на этом этапе государство, что находит свое отражение в законах, декретах, указах, других нормативных актах законодательной и исполнительной власти, программах социального и экономического развития страны. Такое понимание критерия позволяет определить меру его использования при разработке научно-методических основ реструктуризации капитала на конкретных этапах экономического развития акционерного общества. На основе гипотезы определены ранее не систематизировавшиеся в научных исследованиях факторы, способствующие и препятствующие установлению эффективной структуры акционерного капитала, которые обуславливают формирование вре-

менных, промежуточных (частных) критериев эффективности управления акционерным капиталом [1].

3. Предложена методика экспресс-оценки структурных сдвигов в акционерной собственности на базе показателей (темпов роста численности акционеров по группам), рассчитываемых на основе форм отчетности открытых акционерных обществ, публикуемых в средствах массовой информации, которая позволяет оценить приватизационные процессы в условиях ограниченного доступа к информации по данной проблеме [1, 6].

4. Предложена методика расчета допустимого уровня коэффициента текущей ликвидности и минимально допустимого уровня чистого оборотного капитала для анализа эффективности структуры источников средств с позиции величины краткосрочных обязательств и оценки максимально допустимого прироста наименее ликвидных текущих активов без риска потери финансовой устойчивости, в которой учитываются не только отраслевые, но и уникальные, присущие каждой конкретной организации, особенности. Это позволяет в условиях отсутствия в Беларуси на сегодняшний момент обновляемой статистической базы эффективных значений коэффициентов ликвидности организаций различных сфер деятельности с максимальной достоверностью оценить реальный уровень ликвидности и платежеспособности субъектов хозяйствования и повысить эффективность принимаемых решений по реструктуризации капитала [1].

5. Показано, что использование различных методов переоценки основных средств одной организации приводит к тому, что восстановительная стоимость одного и того же переоцениваемого объекта определяется не реальным изменением стоимости, а избранным методом переоценки. Обоснована необходимость проведения переоценки основных средств как части активов, имеющих наибольшую долю в стоимости имущества, прямым (рыночным) методом в целях их реструктуризации и приближения балансовой стоимости имущества, а соответственно величины чистых активов и балансовой стоимости акций белорусских ОАО, к реальной рыночной, что повысит их инвестиционную привлекательность. Подобная мера приобретает особую актуальность в свете проводимой политики привлечения иностранных инвестиций в отечественную экономику [1, 2, 5, 8].

6. Обоснована стратегия реструктуризации акционерной собственности с позиции доли государства по критерию рентабельности активов: акции, принадлежащие государству в прибыльно работающих ОАО, передаются по рыночной стоимости стратегическим инвесторам; акционерные общества, имеющие в течение нескольких лет показатель рентабельности активов ниже величины процентной ставки по возможным привлекаемым долгосрочным кредитам, за исключением случаев, когда ухудшение финансовых показателей связано с реализуемым инвестиционным проектом, переходят под более полный

контроль государства путем безвозмездной передачи ему акций, находящихся в частной собственности. Реализация стратегии даст возможность рассматривать субсидии и льготы, предоставляемые субъектам хозяйствования, не только как помощь низкоэффективным предприятиям, но и как вложение государством средств в целях получения доходов в будущем, а также с большей точностью выявлять акционерные общества, реально нуждающиеся в поддержке государства [1, 7, 9].

7. Защищен тезис о существенном изменении общей оценки и направленности дивидендной политики в акционерных обществах, возникших в результате приватизации бывших государственных предприятий, и о стратегической необходимости на данном этапе экономического развития реструктуризации акционерной собственности в направлении последовательной минимизации численности миноритарных акционеров. Это, с одной стороны, позволит решить важную социальную проблему — уменьшить число недовольных приватизацией граждан, а с другой — откроет перед акционерными обществами новые возможности поиска стратегических инвесторов [1, 3, 4].

Рекомендации по практическому использованию результатов. Практическая значимость результатов определяется всесторонним исследованием проблемы реструктуризации акционерного капитала в целях повышения его эффективности на основе значительного массива информации, содержащего бухгалтерскую отчетность 42 открытых акционерных обществ Гомельской области, вошедших в анализируемую выборку, репрезентативность которой обеспечена на основе математически точного учета масштабов деятельности, количества акционеров и доли государства в уставном фонде.

Наиболее значимыми для практического применения представляются: методики агрегирования баланса, расчета допустимого коэффициента текущей ликвидности и минимально допустимого чистого оборотного капитала, экспресс-оценки структурных сдвигов в акционерной собственности; предложения по проведению переоценки основных средств прямым методом, совершенствованию механизма формирования и функционирования наблюдательных советов.

Выводы и результаты исследования могут быть использованы руководством акционерных обществ, государственными органами, занимающимися вопросами разгосударствления и приватизации. Отдельные рекомендации нашли применение в СП «Речицапиво» ОАО, СОАО «Гомелькабель» (акт о внедрении от 10.04.2007 г.), ОАО «Дорожно-строительный трест № 2, г. Гомель» (справка о внедрении от 05.04.2007 г.).

Выводы, сделанные по результатам анализа структуры капитала открытых акционерных обществ Гомельской области, внедрены в учебный процесс экономического факультета УО «Гомельский государственный университет им. Ф. Скорины» (акт о внедрении от 05.10.2007 г.).

СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ СОИСКАТЕЛЯ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Монографии

1. Ермошко, В.Ю. Оптимизация структуры акционерного капитала как фактор повышения его эффективности / В.Ю. Ермошко. — Гомель: ЦИИР, 2007. — 161 с.

Статьи в научных рецензируемых журналах

2. Ермошко, В.Ю. Прямая оценка основных фондов как метод повышения инвестиционной привлекательности предприятий / В.Ю. Ермошко // Изв. Гомел. гос. ун-та. — 2003. — № 2. — С. 48—52.

3. Ермошко, В.Ю. Анализ влияния дивидендной политики на структуру акционерного капитала / В.Ю. Ермошко // Экономика и право. — 2004. — № 1. — С. 38—46.

4. Ермошко, В.Ю. Дивидендная политика и структура капитала / В.Ю. Ермошко // Изв. Гомел. гос. ун-та. — 2004. — № 2. — С. 62—74.

5. Ермошко, В.Ю. Структура основных средств белорусских открытых акционерных обществ и факторы, на нее влияющие / В.Ю. Ермошко // Вопр. экон. наук. — 2005. — № 3. — С. 51—58.

6. Ермошко, В.Ю. Структура акционерного капитала белорусских открытых акционерных обществ и факторы, на нее влияющие / В.Ю. Ермошко // Вестн. экон. интеграции. — 2007. — № 2. — С. 87—95.

7. Ермошко, В.Ю. О поиске математической модели для оптимизации доли государства в акционерном капитале / В.Ю. Ермошко // Изв. Гомел. гос. ун-та. — 2007. — № 5. — С. 113—118.

Статьи в сборниках научных трудов

8. Ермошко, В.Ю. Прямая оценка основных фондов предприятий / В.Ю. Ермошко // Экономико-правовая парадигма хозяйствования при переходе к цивилизованному рынку в Беларуси: сб. науч. ст. / Ин-т экономики НАН Беларуси, Центр исслед. инфраструктуры рынка; под науч. ред. П.Г. Никитенко. — Минск, 2004. — С. 41—53.

Материалы конференций

9. Ермошко, В.Ю. Структура органов управления акционерными обществами Гомельской области / В.Ю. Ермошко // Проблемы управления экономи-

ческим потенциалом экологостабилизированного региона: материалы междунар. науч.-практ. конф., Гомель, 14—15 нояб. 2002 г.: в 2 ч. / Гомел. гос. ун-т; редкол.: Д.Г. Лин [и др.]. — Гомель, 2002. — Ч. 1. — С. 91—93.

10. Ермошко, В.Ю. Структура наблюдательных советов открытых акционерных обществ Гомельской области / В.Ю. Ермошко // Проблемы управления экономическим потенциалом экологостабилизированного региона: материалы междунар. науч.-практ. конф., Гомель, 14—15 нояб. 2002 г.: в 2 ч. / Гомел. гос. ун-т; редкол.: Д.Г. Лин [и др.]. — Гомель, 2002. — Ч. 2. — С. 33—38.

11. Ермошко, В.Ю. Влияние структуры акционерного капитала на эффективность работы открытых акционерных обществ Гомельской области / В.Ю. Ермошко // Сб. материалов III междунар. межвуз. науч.-техн. конф. студентов, аспирантов и магистрантов, Гомель, 24—25 апр. 2003 г. / Гомел. гос. техн. ун-т; редкол.: О.Н. Сакунова [и др.]. — Гомель, 2003. — С. 300—303.

12. Ермошко, В.Ю. Организационно-правовые и экономические основы финансирования деятельности открытого акционерного общества / В.Ю. Ермошко // Правовые и институциональные проблемы социально-экономических преобразований в Республике Беларусь: материалы респ. науч.-практ. конф. студентов, магистрантов и аспирантов, Минск, 16 мая 2003 г. / Белорус. ин-т правоведения, Ин-т экономики НАН Беларуси; редкол.: С.Ф. Сокол [и др.]. — Минск, 2003. — С. 210—211.

13. Ермошко, В.Ю. Особенности оптимизации структуры источников средств белорусских предприятий (на примере ОАО Гомельской области) / В.Ю. Ермошко // Социально-экономические основы управления экономическим потенциалом региона: материалы междунар. науч.-практ. конф., Гомель, 16—17 окт. 2003 г. / Гомел. гос. ун-т; редкол.: Д.Г. Лин [и др.]. — Гомель, 2003. — С. 122—125.

14. Ермошко, В.Ю. Анализ структуры основных средств ОАО Гомельской области / В.Ю. Ермошко // Управление экономическим потенциалом региона в условиях международной интеграции: материалы междунар. науч.-практ. конф. аспирантов и молодых ученых, Гомель, 17—18 нояб. 2004 г. / Моск. гос. ин-т электроники и математики, Гомел. гос. ун-т; редкол.: Д.Г. Лин [и др.]. — Москва—Гомель, 2004. — С. 143—145.

РЭЗІЮМЭ

Ярмошка Валерый Юр'евіч

Рэструктурызацыя акцыянернага капіталу як фактар павышэння яго эфектыўнасці (на прыкладзе адкрытых акцыянерных таварыстваў Гомельскай вобласці)

Ключавыя словы: капітал, рэструктурызацыя, пасівы, актывы, акцыянерная ўласнасць, назіральны савет, пераацэнка, доля дзяржавы, дывідэндная палітыка.

Мэта даследавання: распрацоўка тэарэтычных і метадычных палажэнняў, а таксама практычных рэкамендацый па павышэнню эфектыўнасці акцыянернага капіталу на аснове яго рэструктурызацыі.

Метады даследавання: сістэмны і параўнальны аналіз, статыстычны, эканоміка-матэматычны, графічны. Метадалагічнай асновай паслужылі нарматыўныя і заканадаўчыя акты па праблеме даследавання, навуковыя выданні па пытаннях кіравання акцыянернымі таварыствамі на сучасным этапе эканамічнага развіцця.

Атрыманыя вынікі і іх навізна: удакладнена паняцце акцыянернага капіталу як эканамічнай катэгорыі і распрацаваны метадычны падыход да аналізу яго структуры; вызначана і абгрунтавана гіпотэза пра гістарычны характар мэты акцыянернага таварыства і крытэрыя эфектыўнасці кіравання акцыянерным капіталам; распрацавана сістэма фактараў, на аснове якіх фарміруюцца часовыя (асобныя) крытэрыі кіравання акцыянерным капіталам; распрацавана метадыка экспрэс-ацэнкі структурных зрухаў у акцыянернай уласнасці; прапанаваны метадычны падыход да аналізу эфектыўнасці структуры крыніц сродкаў; паказана неабходнасць правядзення пераацэнкі асноўных сродкаў ААТ прамым (рыначным) метадам; вызначана стратэгія рэструктурызацыі акцыянернай уласнасці; абгрунтавана прапанова аб мінімізацыі колькасці дробных акцыянераў.

Рэкамендацыі па выкарыстанні вынікаў даследавання. Асобныя вынікі даследавання скарыставаны ў СП «Рэчыцапіва» ААТ, ААТ «Дарожна-будаўнічы трэст № 2, г. Гомель», ААТ «Гомелькабель»; у вучэбным працэсе УА «ГДУ імя Ф. Скарыны».

Вобласць прымянення: дзяржаўныя органы, якія займаюцца пытаннямі раздзяржаўлення і прыватызацыі, кіраўніцтва акцыянерных таварыстваў; вучэбны працэс.

РЕЗЮМЕ

Ермошко Валерий Юрьевич

Реструктуризация акционерного капитала как фактор повышения его эффективности (на примере открытых акционерных обществ Гомельской области)

Ключевые слова: капитал, акционерный капитал, реструктуризация, пассивы, активы, акционерная собственность, наблюдательный совет, переоценка, доля государства, дивидендная политика.

Цель работы: разработка теоретических и методических положений, а также практических рекомендаций по повышению эффективности акционерного капитала на основе его реструктуризации.

Методы исследования: системный и сравнительный анализ, статистический, экономико-математический, графический. Методологической основой послужили нормативные и законодательные акты по проблеме исследования, научные издания по вопросам управления акционерными обществами.

Полученные результаты и их новизна: уточнено понятие акционерного капитала и разработан методический подход к анализу его структуры; выдвинута и обоснована гипотеза об историческом характере цели акционерного общества и критерия эффективности управления акционерным капиталом; разработана система факторов, на основе которых формируются временные (частные) критерии управления акционерным капиталом; разработана методика экспресс-оценки структурных сдвигов в акционерной собственности; предложен методический подход к анализу эффективности структуры источников средств; показана необходимость проведения переоценки основных средств ОАО прямым (рыночным) методом; определена стратегия реструктуризации акционерной собственности; обосновано предложение о минимизации численности мелких акционеров.

Рекомендации по использованию результатов исследования. Отдельные результаты исследования использованы в СП «Речицапиво» ОАО, ОАО «Дорожно-строительный трест № 2, г. Гомель», ОАО «Гомелькабель»; в учебном процессе УО «Гомельский государственный университет им. Ф. Скорины».

Область применения: государственные органы, занимающиеся вопросами разгосударствления и приватизации, руководство акционерных обществ; учебный процесс.

SUMMARY

Ermoshko Valery Yurievich

Re-structuring of the share capital as the factor of increase of its efficiency (by the example of open joint-stock companies of the Gomel region)

Key words: the capital, the share capital, re-structuring, passives, actives, the joint-stock property, the supervisory board, reassessment, a share of the state, dividend policy.

The purpose of research: to develop theoretical and methodical positions and also practical recommendations how to increase the efficiency of joint-stock companies capital on the basis of it's re-structuring.

Methods of research: the system and comparative analysis, statistical, economic-mathematical, graphic. A methodological basis of the research were normative and legislative acts on a problem of research, scientific editions on questions of joint-stock companies management.

Received results and their novelty: the concept of the share capital as economic category is specified and the methodical approach to the analysis of its structure is developed; the hypothesis about the historical character of criterion of a management efficiency of the share capital is put forward and proved; the system of factors which give the base of time (special) criteria of joint-stock companies management is developed; the technique of an express-evaluation of the structural shifts in the joint-stock property is developed; the methodical approach for the analysis of the efficiency of structure of means sources is offered; the necessity of carrying out of reassessment of the fixed assets of open joint-stock companies by a direct (market) method is shown; the strategy of re-structuring of the joint-stock property is determined; the offer for minimization the number of small shareholders is justified.

Recommendations for using the research results: Some results of the research were used in joint-stock company «Rechitsapivo», joint-stock company «Road-building trust № 2, city of Gomel», joint-stock company «Gomelkabel»; in educational process of the educational establishment «Francis Scorina Gomel State University».

Range of application: state bodies, engaged in questions of privatization, the management of joint-stock companies, the educational process.

Редактор *Г.В. Андропова*
Корректор *Е.И. Кожушко*
Технический редактор *О.В. Амбарцумова*
Компьютерный дизайн *Ю.Н. Лац*

Подписано в печать 07.05.2008. Формат 60×84/16. Бумага офсетная. Гарнитура Times New Roman. Офсетная печать. Усл. печ. л. 1,6. Уч.-изд. л. 1,4. Тираж 70 экз. Заказ

УО «Белорусский государственный экономический университет».
Лицензия издательская № 02330/0056968 от 30.04.2004.
220070, Минск, просп. Партизанский, 26.

Отпечатано в УО «Белорусский государственный экономический университет».
Лицензия полиграфическая № 02330/0148750 от 30.04.2004.
220070, Минск, просп. Партизанский, 26.