

Акционерный капитал в национальной экономике. Формирование и перспективы развития

Виктория КОТОВА,

докторант кафедры экономики
и управления ВШУБ БГЭУ,
кандидат экономических наук

Возникновение акционерного капитала в Республике Беларусь в значительной степени связано с процессами приватизации государственной собственности. Приватизация, несомненно, одно из наиболее ярких экономических явлений XX века как с точки зрения своего положительного воздействия на реструктуризацию морально устаревших и убыточных государственных предприятий, так и сопутствующего ей накала страстей и экстремальности проявлений.

Мировая экономическая практика способствовала созданию различных вариантов приватизации, и ее осуществление не является исключительным для формирующихся рынков капитала (пример – денационализация, проведенная в Великобритании в результате смены послевоенного правительства).

Стратегической целью данного процесса становится создание эффективных собственников, способных обеспечить благоприятные условия для перелива капитала с целью его наиболее прибыльного использования.

В качестве основных факторов, стимулировавших в первоначальный период реформ процессы приватизации в Беларуси, можно выделить нарастание тенденции к уменьшению роли государства в экономике; осуществление либерализации товарных и финансовых рынков; поиск новых источников финансового обеспечения экономического роста.

Начало образования первых акционерных обществ (1990-1991 гг.) совпало с упразднением союзных министерств и переходом предприятий союзного подчинения под юрисдикцию Беларуси. На данном этапе участники фактически не существующего рынка

учились выживать в не оформившейся и плохо регулируемой рыночной среде. Методом проб и ошибок выработались основные правила рынка. Посредством приватизации происходила глобальная трансформация собственности и осуществлялась коренная перестройка сознания значительной части населения, психологически не готового к участию в организованном рынке ценных бумаг.

При этом первоначальные процессы акционирования в Беларуси носили не совсем легитимный характер до своего юридического оформления в законах РБ «О ценных бумагах и фондовых биржах», «Об акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью и обществах с дополнительной ответственностью», принятых в начале девяностых.

Поскольку в сложившихся экономических условиях в силу объективных причин отсутствовали традиции деловой этики, законодательство должно было стать основой для формирования взаимоотношений участников рынка капитала. Создание нормативной базы, правил игры в некоторой степени способствовало развитию экономических отношений в данной области, положило начало законодательному предупреждению возможных негативных последствий неправомерных действий. Непосредственное заимствование юридических норм представлялось наиболее простым и эффективным подходом. Однако при этом результаты заимствований во многом оказались отличными от избранных образцов и не способствовали формированию эффективного рынка капитала в национальной экономике.

Характерной особенностью начального периода преобразований является наличие высокой конъюнктуры фондового рынка, выражаемой в превышении спроса на акции (потенциального объема капитала, который мог бы быть вложен в их приобретение со сто-

роны юридических и физических лиц) над их предложением вследствие низкой капитализации (например АО «Содружество» наделяло каждого из участников не более чем тремя акциями).

Причины интереса к приватизации коренились в стремлении экономических субъектов к реализации новых возможностей перераспределения прав собственности, законно и цивилизованно предоставляемых зарождающимся фондовым рынкам. Группу ценных бумаг с наиболее благоприятными инвестиционными характеристиками в начальный период реформ сформировали акции АКБ «Приорбанк», АО «Элтик», АКБ «Беларусь», ОАО «Белорусская фондовая биржа», АО «Содружество», «Проминвест», «Ранар».

Период 1994-1995 гг. можно охарактеризовать как один из наиболее благоприятных, динамичных и кульминационных в становлении и развитии белорусского рынка капитала. Его отличительными особенностями явились наличие на рынке ценных бумаг инвестиционно привлекательных эмитентов и возрастающие объемы сделок вторичного рынка по купле-продаже акций. Необходимо отметить, что пакеты долевых ценных бумаг многих ОАО были проданы со значительным превышением цены продажи над первоначальной. К примеру, по ОАО «Щучинский завод «Автопровод» превышение составило 13 раз, по ОАО «Щетка» – 11,6 раза, по ОАО «Клецкий комбикормовый завод» – 9,6 раза, по ОАО «Гомельдрев» – 7 раз.

Свидетельством инвестиционной привлекательности ценных бумаг белорусских эмитентов в разные периоды приватизации стало приобретение крупных пакетов акций таких субъектов хозяйствования, как: Барановичский молочный комбинат, Барановичдрев, Белсоллод, Жабинковский сахарный завод, Витебскдрев, Светлогорский ЦБК и ряда других, расположенных во всех областях республики.

В Беларуси не расцвели финансовые пирамиды типа МММ, «Тибет», «Селенга» в силу активного государственного участия в процессах перераспределения собственности, препятствующего злоупотреблениям в данной сфере.

Волны подъема и спада, затронувшие процессы формирования фондового рынка Беларуси, обладали лишь незначительной амплитудой по сравнению со скандальными происшествиями, имевшими место в России и свидетельствовывавшими о многочисленных попытках нарушения прав акционеров в процессе скупки крупных пакетов акций по заниженным ценам. Тем не менее подобные события в незначительных масштабах происходили и в Беларуси, что наглядно продемонстрировали конфликтные ситуации между администрацией и акционерами АО «Минскхлебопродукты», «Фрунзенский универсам».

1998-1999 годы можно охарактеризовать как период усиления административных факторов воздействия на деятельность приватизированных ранее предприятий. В частности, об этом свидетельствует введение права золотой акции, существенно расширяющего участие государства в наиболее значимых аспектах функционирования акционерных обществ – вопросах управления, распределения прибыли и др. Золотая акция представляет собой одну из наиболее известных форм взаимодействия государства и частного бизнеса в условиях рыночной экономики. Ее наличие характерно не только для Республики Беларусь, но

имеет достаточно широкое распространение, включающее Малайзию, Францию, Великобританию, Новую Зеландию, Испанию, Бразилию, Турцию и др. Чрезмерное использование механизма золотой акции на формирующихся рынках капитала свидетельствует об усилении степени внешнеэкономического воздействия государства на частные приватизированные предприятия, препятствующего к ухудшению инвестиционных характеристик эмитента и разрастанию сферы корпоративных конфликтов.

В то же время оптимальный вариант использования данного механизма способствует установлению баланса имущественных прав и взаимному удовлетворению государственных и частных интересов, предоставляет бизнесу возможности обладания весомым пакетом собственности при одновременном сохранении за государством контрольной функции за процессом управления ею, препятствуя процессам изъятия инсайдерской ренты и присвоения аномально высоких доходов инвесторами-акционерами.

В настоящее время рынок ценных бумаг Республики Беларусь представлен следующими основными сегментами:

- ▶ корпоративные ценные бумаги (акции и облигации юридических лиц);
- ▶ государственные ценные бумаги (ГКО, ГДО);
- ▶ краткосрочные облигации Национального банка Республики Беларусь;
- ▶ векселя банков;
- ▶ векселя юридических лиц (кроме банков).

Результаты эмиссии в динамике отражены в таблице 1.

При этом в структуре фондового рынка Республики Беларусь удельный вес акций субъектов хозяйствования претерпел следующие изменения (рис. 1-4).

Представленные диаграммы свидетельствуют о том, что акции открытых акционерных обществ формируют преобладающий сегмент национального рынка ценных бумаг.

Удельный вес фондового рынка в экономике республики в течение исследуемого периода времени непрерывно возрастал, что наглядно демонстрируют рис. 5-7.

Тем не менее рост количественных показателей не тождествен достижению высокого качественного уровня развития фондового рынка.

Несмотря на декларируемый рост, показатели капитализации остаются низкими вследствие сохраняющейся низкой рентабельности предприятий реального сектора экономики, тяжелого бремени их задолженности, незавершенности процесса приватизации, неразвитости вторичного рынка и, соответственно невысокого спроса на ценные бумаги как при первичном размещении, так и в процессах купли-продажи на вторичном рынке.

В условиях национальной экономики эмитенты, формирующие акционерный капитал, обладают множеством преимуществ, способствующих удовлетворению их интересов и выражаемых следующим:

- ▶ наделение акционеров правами долевой собственности предполагает

Таблица 1

Выпуск ценных бумаг белорусских эмитентов за период 1997-2004 гг. (в млрд. руб.)

Виды ценных бумаг	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Корпоративные ценные бумаги (акции, облигации)	16,3	24,7	101,6	370,2	502,4	2616,9	3879,4	2268,4
Государственные ценные бумаги (Г О, ГДО)	12,2	23,4	89,5	233,2	665,2	701,7	941,2	1287
Краткосрочные облигации Национального банка РБ	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	17	631	70
Векселя, депозитные и сберегательные сертификаты	3,3	6,6	167,6	233,4	675,7	1102,4	1995,2	1623
Муниципальные ценные бумаги	0,5	0,5	5,5	2,5	1,7	0,5	0,24	0
Векселя коммерческих организаций (кроме банков)	0,0	0,0	0,0	83,9	79,2	108,8	80,7	57,9

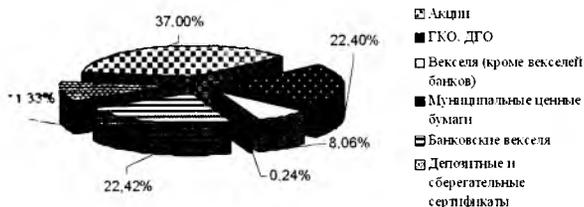


Рис. 1. Структура рынка ценных бумаг Республики Беларусь в 2000 году

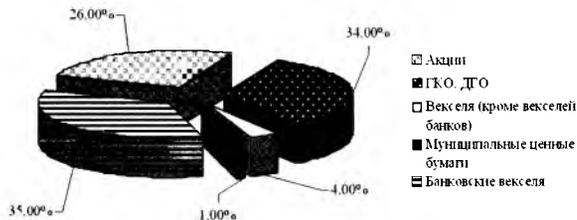


Рис. 2. Структура рынка ценных бумаг Республики Беларусь в 2001 году

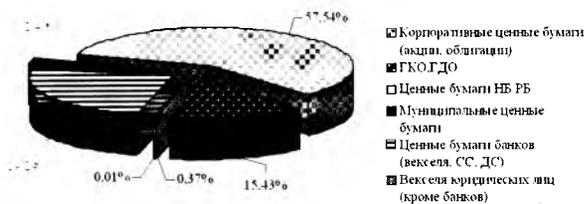


Рис. 3. Структура рынка ценных бумаг Республики Беларусь в 2002 году

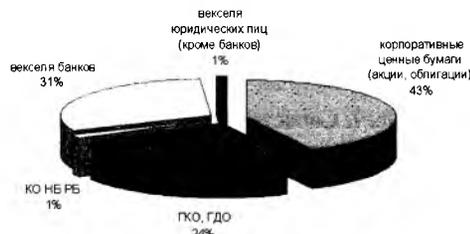


Рис. 4. Эмиссия ценных бумаг за 2004 год

наличие широкого спектра возможностей в сфере аккумуляции разрозненных капиталов множества индивидуальных и институциональных инвесторов;

▶ выпуск в обращение акций предполагает использование формирующихся источников финансирования корпораций на долгосрочной (зачастую практически бессрочной) основе;

▶ размещение акций является менее дорогим способом привлечения капитала по сравнению с опосредованным банковским кредитованием, требующим гарантий или залогового обеспечения;

▶ принцип платности за привлекаемые ресурсы соблюдается нерегулярно и лишь незначительной частью корпораций (так, широко распространенной практикой является невыплата дивидендов по обыкновенным акциям в связи с отсутствием прибыли, так и

дивидендная политика предприятий, ориентированная исключительно на стимулирование производства в ущерб интересам акционеров).

Формирующееся сообщество инвесторов – собственников отечественных корпораций неоднородно. В их среде можно выделить два преобладающих сегмента: обладатели крупных (контрольных) пакетов долевых ценных бумаг и мелкие миноритарные акционеры.

Мелкие акционеры – порождение программы разгосударствления и приватизации, начатой в девяностых и не законченной к настоящему времени. Данная совокупность представлена, в первую очередь, акционерами – работниками предприятий, наделенными приватизационными чеками, обмененными безвозмездно или на льготных условиях на акции.

В середине 90-х годов несовершенство отдельных нормативных документов, отсутствие механизма определения рыночной цены, инфляционные процессы способствовали спекулятивным операциям с акциями приватизируемых предприятий. В целях предотвращения скупки ценных бумаг у населения республики по низким ценам в марте 1998 г. был введен в действие мораторий на отчуждение акций на период безвозмездной приватизации. В настоящее время действующий мораторий серьезно препятствует формированию вторичного уровня рынка ценных бумаг, операций купли-продажи, без которых невозможно говорить о том, что рынок состоялся.

Бесплатное или льготное получение акций оказало неоднозначное влияние на процессы формирования акционерного капитала в Республике

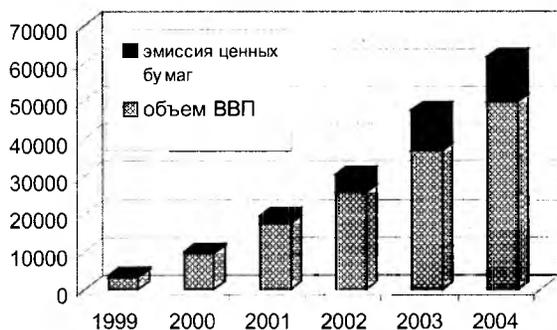


Рис. 5. Динамика объемов эмиссии

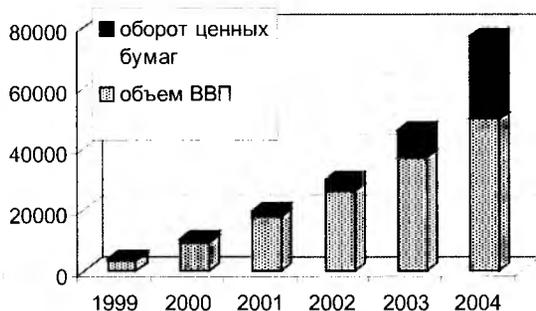


Рис. 6. Динамика оборотов на вторичном рынке

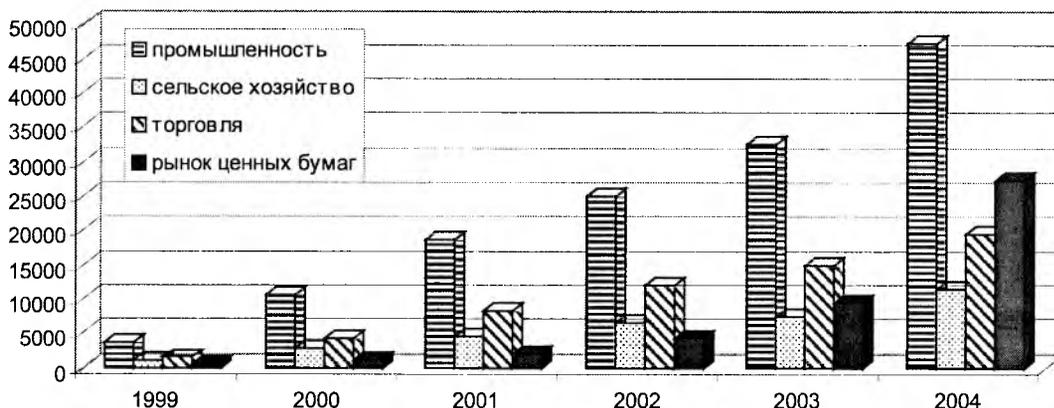


Рис. 7. Сопоставление оборотов на вторичном рынке ценных бумаг с объемом производства основных отраслей экономики

Беларусь. Такая неоднозначность выразилась в социальной значимости программ приватизации, способствующих их наделению долевой формой собственности множества акционеров-инвесторов, в одностороннем стремлении мелких акционеров к максимизации в настоящем времени своих потребительских предпочтений и улучшению благосостояния (посредством использования наибольшей массы прибыли для выплаты дивидендов и улучшения своего благосостояния), что сдерживает реинвестирование капитала в бизнес и препятствует стимулированию производства.

Согласно теории фундаментального анализа главной качественной характеристикой рынка является критерий инвестиционной привлекательности, базирующийся на двух основных параметрах: ожидаемой доходности и уровне риска.

Доходность детерминирована размерами чистой прибыли, получаемой акционерными обществами. Однако само ее наличие не является гарантом выплаты текущего дохода, будучи аргументированным объективной необходимостью перераспределения чистой прибыли в интересах развития производства и обновления основного капитала.

Еще одна составляющая доходности лежит в плоскости изменения курсовой стоимости акций и, таким образом, напрямую зависит от уровня развития вторичного рынка, операций

купли-продажи ценных бумаг. Изучение данной проблемы позволяет констатировать следующее.

Риски потери капитала, столь характерные для рынков со значимым сегментом биржевой и внебиржевой торговли и высоким уровнем волатильности, в национальной экономике Республики Беларусь незначительны или практически сведены к нулю вследствие неразвитости операций купли-продажи корпоративных ценных бумаг.

Обозначенные обстоятельства свидетельствуют о наличии в национальной экономике высоких рисков неполучения инвестором как текущего дохода на вложенный капитал (дивидендов), формирующего одну из важнейших составляющих инвестиционной привлекательности белорусских предприятий, так и прироста капитала (курсовой стоимости) вследствие низкого уровня развития вторичного рынка.

На формирование инвестиционного портфеля, включающего акции приватизированных предприятий, серьезные ограничения накладывает инфляционная компонента. Несмотря на значительное ее снижение в текущем периоде и достижение положительных реальных процентных ставок, инфляция негативно влияет на привлекательность акций и процессы их первичного распределения и вторичного обращения, создавая высокий уровень инвестиционных рисков.

Отличительная черта белорусского фондового рынка – доминирование в уставных фондах многих акционерных обществ весьма значимой доли государственной собственности. Такие ОАО во многом тождественны государственным предприятиям, демонстрируя явное противоречие между частной формой собственности и фактически государственным содержанием.

Таким образом, можно констатировать, что белорусский фондовый рынок в настоящее время создается и функционирует больше по форме, чем по содержанию, не способствуя удовлетворению взаимных интересов эмитентов и инвесторов, аккумуляции внутренних инвестиционных ресурсов и стимулированию экономического роста.

Тем не менее, учитывая положительное влияние государства на достижение высоких стабильных макроэкономических показателей (динамичных темпов экономического роста в среднем около 6% в год за период 1996-2004 гг., практически полной занятости – 98%), низких социальных издержек трансформации национальной экономики, потенциал в данной сфере представляется значительным и лежит в плоскости установления оптимального баланса имущественных прав государства и частного бизнеса, что способствует нахождению разумного компромисса интересов, возрастанию инвестиционной активности и росту благосостояния всех субъектов экономики. ■

Раздел подготовил О. ВЕНГЕРЕНКО.