

0719543-1

На правах рукописи

Карпов Дмитрий Владимирович

**РАЗВИТИЕ КОРПОРАТИВНОЙ СОБСТВЕННОСТИ
НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ
В ТРАНСФОРМАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКЕ**

Специальность 08.00.01. - политическая экономия

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Казань - 2000



Работа выполнена на кафедре экономики Казанского государственного университета.

Научный руководитель: доктор экономических наук,
профессор Мокичев С. В.

Официальные оппоненты: доктор экономических наук,
профессор Авилова В. В.
кандидат экономических наук,
Краснова О. М.

Ведущая организация: Казанский финансово-
экономический институт

Защита состоится "18" декабря 2000 г. в 15⁰⁰ на заседании диссертационного Совета К.053.29.10 по присуждению ученой степени кандидата экономических наук в Казанском государственном университете по специальности 08.00.01. - политическая экономия.

Адрес: 420008, г. Казань, ул. Кремлевская, 18, корп. 2, ауд. 312.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Казанского государственного университета.

Автореферат разослан "17" ноября 2000 г.

Ученый секретарь
диссертационного Совета
кандидат экономических наук, доцент
 М. Х. Халилова

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА
КФУ



0000947909

0719543-1

I. Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. В настоящее время в России идет сложный процесс реформирования экономики, происходят глобальные преобразования в сфере отношений собственности, которые затрагивают интересы всех экономических субъектов. В результате разгосударствления и приватизации в России корпоративная собственность стала доминирующей формой. Вместе с тем, следует отметить низкий уровень ее развития, что выражается в “размытости” структуры присвоения, неопределенности прав субъектов, а также слабой их защите. Неопределенность отношений и прав собственности в акционерном обществе, обострение противоречий, возникающих между различными субъектами являются тормозом на пути привлечения инвестиций в развитие производственной сферы через механизм рынка ценных бумаг.

Разработка концептуальных основ создания эффективных социально-экономических условий для экономического роста требует синтеза достижений различных областей экономического знания с практическим отечественным и зарубежным опытом реформ. Кроме того, особое значение приобретает конструктивно-критическое осмысление теории и практики трансформации корпоративной собственности, развития рынка ценных бумаг с целью их селективного включения в отечественные механизмы преобразовательных процессов.

Степень разработанности проблемы. Научные разработки российских и зарубежных исследователей проблем развития корпоративной собственности послужили творческим импульсом и исходной теоретической основой авторской концепции развития корпоративной собственности на рынке ценных бумаг.

В середине 90-х годов в российской научной экономической литературе значительно вырос интерес к исследованию корпоративной собственности. Свое отношение к ней высказывали многие ведущие российские ученые. Однако комплексные исследования монографического характера, посвященные ее анализу отсутствуют.

Особенности отношений собственности на основе многообразия ее форм нашли свое отражение в работах В. Авиловой, А. Агеева, Р. Капелюшниковой, В. Кошкина, С. Мокичева и многих других. Институциональный анализ собственности проводится в работах таких ученых как Р. Коуз, А. Алчиан, Д. Норт, Р. Познер, Г. Демеец.

Теоретические проблемы функционирования рынка ценных бумаг также

затрагивались в многочисленных работах отечественных и зарубежных экономистов. Различные теоретические концепции развития рынка ценных бумаг присутствуют в исследованиях Дж. Гурли, Дж. Кейнса, Дж. Сороса, Д. Фишера, Дж. Р. Хикса, Е. Шоу и других.

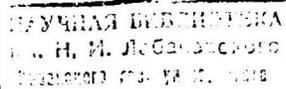
Проблема развития корпоративной собственности и контроля посвящены труды зарубежных экономистов А. Берли, Р. Вишны, М. Дженсена, У. Мехлинга, Г. Минза, Ю. Фамы, А. Шляйфера. Некоторые аспекты данной проблемы нашли свое отражение в исследованиях отечественных экономистов: И. Беглова, Ю. Кочеврина, С. Меньшикова. В последнее время интерес к вопросу корпоративного управления значительно вырос. В этой связи можно отметить публикации С. Аукционера, В. Жукова, В. Каблиной, И. Розинского, А. Филатова, Е. Чирковой и других.

Практические вопросы реализации корпоративной собственности на рынке ценных бумаг в России рассматривались в научных работах ведущих отечественных исследователей Э. Василишина, А. Ивантера, А. Киячкова, А. Фельдмана, А. Чалдаевой и многих других.

Многосторонний научный анализ экономического содержания и сущности корпоративной собственности во взаимосвязи с рынком ценных бумаг проводили отечественные и зарубежные исследователи. Данная проблема нашла свое отражение в работах Дж. Блази, А. Вильяма, О. Вильямсона, С. Глазьева, Р. Гильфердинга, Р. Капелюшниковой, Г. Клейнера, Л. Келсо, К. Маркса, А. Мовсесяна, Я. Миркина, А. Радыгина, А. Фельдмана, Н. Шмелевой, В. Шупыро, Е. Ясина и других.

Несмотря на большое количество появившихся в последнее время научных работ и публикаций, корпоративная собственность на рынке ценных бумаг для экономической теории остается недостаточно изученной. В работах исследователей превалирует в основном нормативный, управленческий или финансовый подход к ее анализу. Предпринятые попытки оказались недостаточными, чтобы целостно научно осмыслить процессы организации, развития и управления корпоративной собственностью на рынке ценных бумаг. Вместе с тем, интенсивно развивающиеся процессы трансформации экономических отношений требуют адекватного анализа корпоративной собственности, механизма ее реализации на рынке ценных бумаг, системы корпоративного управления.

Актуальность, теоретическая и практическая значимость многих недостаточно разработанных аспектов такой крупной научной и практической проблемы, как развитие корпоративной собственности на рынке ценных бумаг, вызвали необходимость дальнейшего комплексного политэкономического исследования, что обусловило выбор темы предлагаемой диссертационной работы, предопределило ее цель, задачи и структуру.



Цели и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является анализ экономического содержания, а также возможности реализации корпоративной собственности на рынке ценных бумаг в условиях трансформации экономической системы.

Для реализации поставленной в работе цели необходимо решение следующих задач:

- определить политэкономическое содержание, современную структуру корпоративной собственности, особенности ее развития, что в свою очередь требует определения основных движущих сил (участников) процесса перераспределения собственности, их ролевых функций и мотивов участия;
- раскрыть диалектику взаимосвязи корпоративной собственности и рынка ценных бумаг;
- определить противоречия корпоративной собственности, представить их развернутую классификацию и механизм разрешения на рынке ценных бумаг;
- дать характеристику существующего механизма перераспределения корпоративной собственности на рынке ценных бумаг;
- выявить современные тенденции и перспективы развития корпоративной собственности в России;
- определить государственный интерес, участие и приоритеты государственной политики управления корпоративной собственностью.

Объектом исследования являются политэкономические отношения субъектов корпоративной собственности, складывающиеся на рынке ценных бумаг в России в современных условиях.

Предметом исследования выступает процесс преобразования отношений собственности в ходе перераспределения прав собственности на рынке ценных бумаг и формирования корпоративной модели современной российской экономики.

Теоретической и методологической основой диссертации послужили научные исследования отечественных и зарубежных ученых-экономистов, посвященные проблемам трансформации отношений собственности, корпоративного управления, рынка ценных бумаг.

В диссертационной работе использованы положения классических и неоклассических экономических теорий.

Информационную основу диссертационного исследования составили аналитические материалы Министерства экономики РФ, Министерства имущественных отношений РФ, статистические данные Госкомстата РФ и Республики Татарстан, научные публикации в периодической печати и

доклады научных конференций по проблемам реформирования собственности и фондового рынка.

В диссертации использованы законодательные акты Российской Федерации и Республики Татарстан, регулирующие отношения собственности, иностранные инвестиции, деятельность акционерных обществ, финансово-промышленных групп, профессиональных участников рынка ценных бумаг. Кроме того, в работе использованы государственные экономические программные документы: “Концепция управления государственным имуществом и приватизации в Российской Федерации”, экономическая программа правительства России “Структурная перестройка и экономический рост”.

Исследование проводилось с использованием общенаучных методов: анализа и синтеза, единства исторического и логического анализа, качественно-количественного анализа, системного подхода, структурного, факторного, функционального и сравнительного анализов. Обобщение информации в диссертации осуществлялось с использованием статистических методов.

Новые научные результаты, полученные автором в ходе исследования, состоят в следующем:

- дополнена характеристика понятия корпоративная собственность применительно к условиям современной российской экономики. Сделан вывод о том, что в условиях трансформации экономической системы одним из механизмов реализации корпоративной собственности, ее оценки и корпоративного контроля выступает рынок ценных бумаг;
- доказано, что современное состояние структуры корпоративной собственности в России характеризуется неопределенностью прав собственности и слабой их защитой, что не способствует ее реализации и препятствует процессу инвестирования. Показано, что реализация корпоративной собственности в трансформационной экономике осуществляется как в доходе, так и в формах и механизмах управления;
- на основе анализа структуры корпоративной собственности определены тенденции развития корпоративных отношений в России: с одной стороны, наблюдается консолидация собственности в руках крупных акционеров, происходит ее концентрация, что выражается в снижении числа мелких акционеров при одновременном росте пакетов акций отдельных собственников и сосредоточении на этой основе функций по управлению корпоративной собственностью. С другой - наблюдается объединение мелких собственников для более эффективной реализации и защиты их интересов. Дальнейшее развитие корпоративной собственности приводит к росту ее масштабов, развитию форм межкорпоративного взаимодействия и усилению влияния в экономике;

- показана роль рынка ценных бумаг как механизма консолидации интересов корпоративных собственников и перераспределения прав собственности на акционерный капитал в период трансформации экономики. Выявлены основные участники процесса перераспределения собственности, их ролевые функции и экономические интересы;
- раскрыты противоречия корпоративной собственности в период трансформации экономики, дана их классификация. Выделены внутренние противоречия, являющиеся результатом сущности корпоративной собственности (функциональные, структурные), и внешние, выступающие следствием трансформации. На основе их анализа определено, что в условиях передела и закрепления прав собственности в акционерном обществе на первый план выходят противоречия между внешними акционерами и инсайдерами;
- выявлена взаимосвязь эволюции российского фондового рынка и институциональных изменений в сфере собственности. Доказано, что масштабное движение пакетов акций между субъектами фондового рынка приводит к радикальному изменению отношений собственности и трансформации властных полномочий на различных уровнях (корпоративном, региональном, федеральном);
- определены перспективные формы организации и развития корпоративной собственности: межкорпоративные формы сотрудничества; интеграционные формы взаимодействия и объединения компаний в холдинги и финансово - промышленные группы (ФПГ), стратегические корпоративные альянсы, вертикально - интегрированные компании.

Теоретическая и практическая значимость работы. В диссертации дано решение ключевых политико-экономических проблем развития корпоративной собственности на рынке ценных бумаг в трансформационной экономике, позволившие расширить, углубить и уточнить теорию отношений между различными субъектами. Полученные в ходе исследования результаты могут быть использованы государственными органами власти при разработке и проведении политики управления корпоративной собственностью в части управления государственными пакетами акций, регулирования отношений на рынке ценных бумаг, а так же в практике управления акционерными обществами.

Ряд положений работы может быть применен в преподавании и изучении курсов “Экономическая теория”, “Экономика переходного периода”, а также специальных курсов “Рынок ценных бумаг”, “Экономика и управление акционерным обществом” в системе профессионального образования, повышения квалификации и переподготовки управленческих кадров.

Апробация работы. Основные теоретические положения диссертационного исследования докладывались на республиканских научных и научно-практических конференциях в г. Казани (1996 г.), всероссийских научно-практических конференциях в г. Казани (1996 г.) и в г. Уфе (1997 г.), региональной научно-практической конференции г. Чебоксарах (1996 г.) международной научной конференции в г. Смоленске (1997 г.), и международной научно-практической конференции в г. Набережных Челнах (1999 г.).

Результаты диссертационного исследования, докладывались автором на итоговой научной конференции Казанского государственного университета (в 1995, 1997 г.г.), а также обсуждались на аспирантских семинарах экономического факультета КГУ.

По результатам диссертационного исследования опубликовано 8 работ. Результаты исследований использовались автором в учебном процессе КГУ, при разработке спецкурса “Рынок ценных бумаг”, а также нашли свое применение в процессе подготовки специалистов по рынку ценных бумаг и консультационной деятельности акционерных обществ, осуществляемых на базе ООО “Учебно-консалтинговый центр Центрального Депозитария”.

Структура диссертации. Диссертация состоит из введения, двух глав, заключения, списка использованной литературы и приложений.

II. Методологические вопросы анализа корпоративной собственности в трансформационной экономике

Исследование развития корпоративной собственности на рынке ценных бумаг позволило раскрыть ее сущность содержание и структуру; рассмотреть экономические формы реализации корпоративной собственности в трансформационной экономике.

Автор диссертации исходит из того, что при рассмотрении природы собственности в трансформационной экономике следует иметь в виду следующие обстоятельства. Во-первых, структура собственности динамична, во-вторых - многогранна. На основе многоструктурности отношений собственности формируется представление о корпоративной собственности. В работе отмечается, что в корпоративной собственности происходит объединение частных интересов и “упразднение” черты капитала как “частной собственности”, его внутреннее перерождение в форму коллективно - частной собственности.

Под корпоративной собственностью понимается коллективная форма частной собственности, основанная на акционерном капитале, функции управления которой переданы профессиональным управляющим. В результате

распределения собственности и контроля происходит трансформация собственника в субъекта - получателя дохода.

Для определения экономической сути корпоративной собственности автором был дан системный политэкономический анализ ее структуры, который заключается в комплексном изучении ее внутреннего строения, определении состава и особенностей организации элементов, характера взаимодействия между ними, функциональной роли каждого элемента.

Благодаря уникальным возможностям, которые создает институт корпоративной собственности, ее субъекты обладают определенной экономической свободой в реализации своих отношений распоряжения, владения и пользования акциями. В работе отмечается, что в процессе реализации корпоративной собственности субъектами используются следующие механизмы: совместное владение, трастовое управление, залоговое управление пакетами акций, институт номинального держателя и т. д.

Автор исходит из того, что в корпоративной собственности каждый субъект в отдельности имеет собственные специфические интересы, что отличает его от других субъектов в структуре собственности. В этой связи отмечается специфическая многосубъектность корпоративной собственности, которая означает, что собственником может выступать как физическое, так и юридическое лицо, а также государство. Различие в статусе субъектов корпоративной собственности определяется только размером доли в капитале компании. Поэтому корпоративная собственность наиболее удобная форма взаимодействия (объединения) государственных, коллективных и частных интересов.

В ходе исследования установлено, что при осуществлении реализации отношений корпоративной собственности огромное значение имеет размер пакета акций, принадлежащий субъекту. Возможность субъекта оказывать влияние на принятие решений определяется величиной пакета акций, которая, по мнению автора, во многом зависит от характера первоначального распределения корпоративной собственности, степени концентрации акционерного капитала среди различных категорий собственников, особенностей действующего законодательства, размеров конкретной акционерной компании, уровня развития рынка ценных бумаг, а также его инфраструктуры, участников и других факторов. Также следует учитывать, что чем меньше распыленность акционерного капитала, тем больше величина пакета, необходимого для получения контроля. Это особенно актуально для трансформационной экономики, для которой характерна высокая концентрация корпоративной собственности.

В работе отмечается, что процесс концентрации корпоративной собственности дополняется ее централизацией, которая выражается в росте размеров акционерного капитала путем объединения нескольких в один или

поглощения одного другим.

В результате концентрации акционерного капитала в руках отдельного собственника возникает возможность осуществления контроля над корпоративной собственностью. Величина контрольного пакета может колебаться от 3-5% до 75% акций. В условиях высококонцентрированной собственности владение как минимум 25% голосующих акций (блокирующий пакет) позволяет в случае необходимости применить санкции против владельцев контрольного пакета, например, заблокировав на собрании акционеров какое-либо решение. Однако лишь контрольный пакет (50% плюс одна акция) гарантирует субъекту полный контроль над собственностью.

Корпоративная собственность находится в постоянном движении, в ней происходят многообразные изменения. Данная особенность корпоративной собственности определяет два принципиальных положения: во-первых, ни один элемент корпоративной собственности не может существовать неизменно, ибо он перманентно изменяется в результате непрерывного взаимодействия; во-вторых, всякое познание элемента корпоративной собственности относительно, ибо рано или поздно обнаружатся его еще непознанные взаимодействия, а следовательно, и его неизвестные свойства. Характер и качество связи зависят от особенностей той или иной стороны элементов корпоративной собственности, находящихся во взаимодействии. Это чрезвычайно важный момент в познании сущности корпоративной собственности, ее характеристики.

Наиболее рельефно проявляется взаимосвязь корпоративной собственности и рынка ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг обслуживает интересы корпоративных собственников, в этой связи он представляет собой механизм реализации корпоративной собственности, ее оценки и внешнего корпоративного управления. Данные качества рынка ценных бумаг требуют более детального анализа.

В работе рассматривается проблема ликвидности и спекуляции на рынке ценных бумаг. Высокая ликвидность корпоративной собственности обеспечивается механизмом непрерывной торговли. Мощным средством перераспределения корпоративной собственности и доходов в пользу крупных акционеров является спекуляция, основанная на больших колебаниях рыночной стоимости акций, что характерно для нестабильных фондовых рынков и для периодов действия глобальных финансовых кризисов.

Возможность быстрого объединения капитала, даже достаточно большого числа собственников, создаст условия для ускоренного развития корпоративной собственности. Централизация капитала на уровне акционерных компаний осуществляется также благодаря системе участия, то есть владение акциями других компаний.

Отмечается, что важным моментом в определении взаимосвязи рынка и корпоративной собственности является то, что рынок постоянно производит оценку акционерного капитала компании в виде движения курса ее акций. Однако только высокий уровень развития рынка позволяет получить объективную оценку стоимости акций компании. В условиях трансформационной экономики рыночные сигналы по оценке активов компании сильно искажены в силу следующих факторов: недостаточный уровень раскрытия информации, низкая активность торговли, высокие риски, связанные с неопределенностью общей экономической и политической ситуации.

Значительное место в работе уделено раскрытию сущности корпоративного управления. В отличие от традиционного подхода, который рассматривает корпоративное управление как обеспечение возможности контроля акционеров за менеджерами, автор придерживается мнения, что корпоративное управление охватывает всю совокупность отношений между конкретным субъектом и объектом управления, и характеризует роль этих отношений среди других общественных связей. Деятельность рынка в качестве механизма корпоративного контроля подразумевает оценку эффективности деятельности менеджеров со стороны мелких акционеров, а также возможности поглощения компании.

В диссертации рассмотрены внешние и внутренние механизмы корпоративного управления, две основные модели корпоративного управления: германо-японская и англо-американская. На основе их изучения были определены подходы к формированию модели корпоративного управления в России.

Исследования показали, что в настоящее время в России происходит формирование промежуточной модели корпоративного управления, эффективность которого в условиях трансформационной экономики большинством специалистов ставится под сомнение. Это является и причиной и следствием слабого уровня организации рынка ценных бумаг как механизма цивилизованного перераспределения корпоративной собственности и осуществления корпоративного контроля. Поэтому эффективное управление возможно лишь при дальнейшем совершенствовании рынка ценных бумаг.

Значительное место в работе отведено анализу противоречий корпоративной собственности и рынка ценных бумаг.

Автор рассматривает основные группы противоречий корпоративной собственности, которые наиболее ярко проявляются в современных условиях. В частности, в работе рассматриваются общие противоречия, присущие корпоративной собственности как элементу структуры экономики, и специфические, связанные с периодом трансформации экономической системы, изменением прежних и становлением новых институтов и элементов

экономики.

В ходе анализа общих противоречий корпоративной собственности установлено, что они возникают и существуют в самой ее объективной природе, выражают единство и борьбу элементов корпоративной собственности на рынке ценных бумаг и являются движущей силой ее развития. Противоречия как источник изменения, развития корпоративной собственности коренятся во взаимосвязи элементов собственности, то есть в определенной структуре единства и борьбы противоположностей между ними.

Определено, что противоречие, лежащее в основе сущности акционерного капитала, заключается, с одной стороны, в высокой скорости аккумуляции акционерного капитала на рынке ценных бумаг, с другой - в длительном сроке его высвобождения из производственного процесса.

Результатом неоднозначности экономической природы акционерного капитала является противоречие соответствия уровня курсовой стоимости акций и реальных активов компании-эмитента, определяемое в экономической теории как противоречие между реальным и фиктивным капиталом.

Центральным вопросом в исследовании противоречий являются отношения между субъектами корпоративной собственности, которая затрагивает интересы многих лиц, что приводит к возникновению различного рода противоречий.

Для определения сути отношений между субъектами корпоративной собственности в работе было проведено разграничение противоречий на внешние и внутренние. Внешние противоречия корпоративной собственности проявляются во взаимодействии ее с другими формами собственности: государственной, частной, коллективной. Внутренние противоречия являются результатом взаимодействия субъектов корпоративной собственности - это противоречия субъектов в структуре акционерного капитала.

Определена причина возникновения противоречий, которая отчасти состоит в том, что субъекты занимают различное положение в системе производственных отношений или имеют различную направленность экономической деятельности. Однако противоречия интересов проявляются не только в разноразрядных, но и в однородных системах. Внешне они проявляются как противоречия интересов субъектов присвоения.

Автором показано, что на рынке ценных бумаг противоречия интересов различных групп собственников наиболее ярко проявляются в структуре акционерного капитала (между крупными и мелкими акционерами, внешними акционерами и инсайдерами), а также противоречия, возникающие во взаимоотношениях управляющих (менеджеров) и собственников (акционеров). Механизм согласования интересов различных категорий акционеров внутри корпорации реализуется через их участие в управлении и получении дохода.

Противоречия разрешаются путем разделения контроля и распределения

со стороны собственника, а также возможного участия работников и менеджеров в собственности. Последнее достигается с использованием механизма и инструментов рынка ценных бумаг. Наиболее системно привлечение работников к собственности компании реализуется в рамках широко известной программы создания акционерной собственности работников *ESOP (Employee Stock Ownership Plan)*, которая фактически представляет собой схему премирования сотрудников и руководителей акциями компании. Сюда же можно отнести методы дополнительного распределения корпоративной собственности: наиболее распространенным является открытое предложение акционерам о покупке дополнительных акций по фиксированной цене; бонусные эмиссии, которые представляют собой способ “безвозмездного” размещения акций среди существующих акционеров в результате капитализации прибыли, а также денежных резервов компании; “выпуск прав”, дающий преимущественное право приобретения акции компании новой эмиссии по фиксированной цене в зависимости от количества акций, собственником которых акционер уже является; выпуск производных ценных бумаг, таких как конвертируемые облигации, варранты на приобретение акций, опционы на приобретение пакета акций высшим руководством в случае достижения им положительных результатов в управленческой деятельности.

В трансформационный период возникает противоречие между реальными отношениями собственности и системой изменяющихся хозяйственных отношений.

Многочисленные исследования проблем противоречий собственности и экономических отношений подтверждают тот факт, что в условиях трансформации и неустойчивого развития экономической системы данные противоречия обостряются и проявляются в новом качестве. Более того, диспропорции и несоответствия, усиливающиеся в период кризиса экономики, есть результат обострения данных противоречий, которые проявляются в новом качестве.

В ходе трансформации хозяйственного механизма происходят видоизменения “старых” и создание “новых” базовых элементов экономической системы (институтов), устанавливаются качественно новые взаимосвязи между субъектами экономической деятельности. Параллельно идет процесс видоизменения “традиционных” противоречий и возникновение “новых”. В частности, это связано с новыми условиями функционирования экономики. Противоречия, возникающие в переходной экономике, - это результат трансформации экономических отношений. Источник этих противоречий - конфликты между институтами, которые сложились в разные исторические эпохи (например, институт частной и государственной собственности).

Наряду с межсубъектными противоречиями в работе рассматриваются противоречие государства, являющееся результатом внутреннего конфликта государственных интересов в корпоративной собственности, связанных с многофункциональностью государства как субъекта рыночных отношений; противоречие управляющего, заключающееся в совмещении им противоположных интересов по максимизации собственного дохода и соблюдению интересов собственника.

Проведенный глубокий анализ противоречий корпоративной собственности показал, что рынок ценных бумаг выступает в качестве механизма их разрешения. Таким образом, сделан вывод, что способы разрешения противоречий на рынке ценных бумаг зависят от тенденций и перспектив развития корпоративной собственности.

III. Механизм перераспределения корпоративной собственности на рынке ценных бумаг

В работе исследуется процесс перераспределения корпоративной собственности в трансформационной экономике, при этом отмечается, что перераспределение корпоративной собственности представляет собой два противоположных процесса: дифференциации и концентрации. На основе анализа их динамики сделан вывод о том, что данные процессы разворачиваются последовательно, то есть движение собственности носит циклический характер.

Первоначальное распределение и закрепление прав в частной собственности в России произошло в результате приватизации. В настоящее время рынок ценных бумаг представляет собой механизм концентрации первично приобретенных прав собственности. Это происходит посредством скупки акций у мелких акционеров с последующей их перепродажей на вторичном рынке; приобретения акций через институт доверительного управления; проведения вторичных эмиссий акций по закрытой подписке; обмена пакетами акций между предприятиями (перекрестное владение акциями); консолидации акций в отраслевых, региональных группах предприятий (образование холдинговых компаний, финансово - промышленных групп).

Значительное место в работе уделяется анализу структуры корпоративной собственности в России, положению отдельных категорий собственников в ней, выявлению направлений изменений в структуре собственности. В рамках корпоративной формы собственности автором выделены и рассматриваются следующие основные типы субъектов: руководитель компании и администрация предприятия; работники компании как физические лица и трудовой коллектив; акционеры компании как физические или юридические

лица; государство как акционер. В диссертации проводится анализ интересов всех выделенных субъектов, а также влияния их линии поведения на ситуацию на рынке ценных бумаг. Различные подходы к классификации интересов субъектов позволили наиболее полно раскрыть их мотивы и противоречия. Интересы корпоративных собственников различаются по времени действия (постоянно действующие и единовременные, текущие и стратегические), в зависимости от уровня организации (индивидуальные, групповые, внутрифирменные, межкорпоративные), с точки зрения удовлетворения интереса субъекта (функциональные и институциональные).

Определены основные мотивы, которыми руководствуются инвесторы при покупке акций: приобретение акций с целью получения контроля над акционерным обществом; оптимизация собственного инвестиционного портфеля путем соответствующего подбора ценных бумаг; получение доходов в виде дивидендов, а также возможность получения прибыли при перепродаже на рынке по более высокой цене. Определено, что основными приобретателями корпоративной собственности в России являются руководители компаний и крупные внешние акционеры, среди которых выделены иностранные инвесторы и представители финансовых структур. В ходе перераспределения собственности происходит формирование контрольного пакета, в связи с чем движение акций на рынке осуществляется в одном направлении - в сторону концентрации. Определено, что высоко концентрированная структура собственности препятствует процессу инвестиций с помощью инструментов рынка ценных бумаг.

При формировании контрольного пакета акций стороны используют грязные технологии и применяют определенные методы нападения и защиты. Отдельно рассматриваются методы защиты интересов внутренних акционеров: скупка акций на рынке для формирования пакета "противовеса"; учреждение специальных компаний, объединяющих акции трудового коллектива; консолидация и дробление акций; дополнительные эмиссии по закрытой подписке; внесение изменений в устав акционерного общества, препятствующих переходу акций сторонним акционерам, а также выборам их представителя в совет директоров; выпуск акций с последующим их распределением среди дружественных структур; передача акций в управление холдинговой компании; взаимный обмен акциями группой компаний и другие.

В работе делается вывод о том, что тенденция концентрации корпоративной собственности в России является следствием слабой защиты и реализации прав акционеров. В такой ситуации концентрация акционерного капитала объективно необходима, чтобы крупный акционер (или группа) могли осуществлять прямой контроль над собственностью.

В работе подробно рассмотрена среда внешних акционеров, отдельно выделены интересы иностранных инвесторов и коммерческих банков в

корпоративной собственности. Проведенный анализ иностранных инвестиций в акции российских компаний показал, что основным мотивом участия иностранных инвесторов в корпоративной собственности в России является недооценка акций большинства компаний. В связи с этим иностранные инвесторы осуществляют как прямые, так и портфельные вложения в акции. В работе делается вывод о том, что с одной стороны, отмечается низкий уровень общего участия иностранных инвесторов в акционерном капитале российских компаний, что обусловлено политической и макроэкономической конъюнктурой, с другой стороны, степень участия иностранных инвесторов в некоторых российских компаниях создает возможности для получения контроля. Другим активным участником процесса перераспределения корпоративной собственности являются коммерческие банки. Участие банков в корпоративной собственности обусловлено их личными интересами, а также теми действиями, которые они выполняют в интересах своих клиентов (операции по скупке пакетов акций, трастовые операции). Наиболее распространенным видом инвестиций для банков являются портфельные, однако некоторые из числа крупных банков в последнее время переносят свою деятельность в область прямого инвестирования нефинансовых компаний и активного их управления.

В результате исследования диссертантом выявлена тенденция усиления финансового контроля, что во многом связано с активностью банков в вопросах участия и управления акционерным капиталом. В работе отмечается, что коммерческие банки приобретают контроль над промышленными компаниями через следующие механизмы: активную кредитную политику, предоставление ссуд под залог ценных бумаг, прямое приобретение акций на рынке, андеррайтинг (выпуск и размещение акций). В результате чего многие банки становятся финансовыми центрами официальных и неофициальных финансово-промышленных групп, крупных холдингов.

Высоко оценивая значение и перспективы корпоративной собственности в современной российской экономике, автор попытался проникнуть в суть механизма перераспределения собственности, определить последовательность и логику процесса развития корпоративной собственности. В работе выделены характерные этапы развития корпоративной собственности. На взгляд автора, на первом этапе достигается определенный уровень развития внутрикорпоративных отношений: стабилизируется структура собственности акционерной компании, происходит укрупнение доли отдельного собственника, определяется доминирующий собственник. На этой основе далее происходит формирование межкорпоративных отношений. Данный процесс имеет различные формы проявления:

- концентрация капитала (слияние, поглощение, создание стратегических альянсов);

- интеграция промышленного и финансового капитала (создание ФПГ);
- диверсификация направлений деятельности корпоративных структур (приобретение привлекательных направлений бизнеса);
- секьюритизация активов компании.

В диссертации автором подробно анализируются процессы объединения промышленного капитала (образование крупных вертикально интегрированных компаний и межотраслевых холдингов), а также финансового и промышленного капитала. На основе анализа развития крупнейших корпоративных структур выделены основные схемы корпоративного строительства через механизм приобретения акций, а также взаимного обмена пакетами акций. Так в процессе вертикальной интеграции корпоративной собственности отдельно рассматриваются две стратегии: интеграция вперед, интеграция назад.

Комплексный анализ корпоративной собственности на уровне отдельных компаний позволяет автору сделать вывод о том, что сложившаяся в настоящее время структура корпоративной собственности обладает очевидной неустойчивостью. Внутри корпоративных структур идет перегруппировка прав собственности, определены необходимого состава участников. В работе, в частности, отмечается, что финансовый кризис 1998 г. усилил процессы концентрации корпоративной собственности. Об активизации процесса перераспределения собственности в корпоративных структурах свидетельствуют данные регистраторов: в 1998 - 1999 гг. общий объем перерегистрации сделок с акциями не уменьшился; в 1999 г. значительно сократилось количество акционерных обществ с числом акционеров более 500000 за счет увеличения доли более крупных собственников. Кроме того, в 1998 - 1999 гг. активизировалась эмиссионная деятельность российских компаний с целью укрупнения собственности. Так, в 1999 г. было зарегистрировано около 19000 выпусков акций. При этом большая часть выпусков была размещена по закрытой подписке среди акционеров. Следовательно, идет процесс не только перераспределения, но и консолидации корпоративной собственности. Кроме того, идет процесс концентрации собственности на межкорпоративном уровне в виде слияний и поглощений компаний. Этот процесс затронул многие отрасли российской экономики: черную и цветную металлургию, отрасль связи и коммуникаций, нефтяную, пищевую и некоторые другие. Объединение или поглощение компаний в целом повышает эффективность крупных корпоративных структур, однако, не всегда сложение активов гарантирует прямой экономический эффект. Результаты анализа объединения собственности на межкорпоративном уровне в России позволяют сделать вывод, что в целом процесс укрупнения корпоративных структур способствует росту конкурентоспособности компаний, внутренних инвестиций, увеличению производственного потенциала. Перераспределение

собственности происходит через институт банкротства, а также посредством механизма рынка ценных бумаг путем приобретения и обмена акций.

В работе отмечается, что в настоящее время некоторые крупные корпоративные структуры приобрели достаточный объем стратегических активов, что позволяет им обозначить свой вес в некоторых стратегически важных отраслях российской экономики. Это вызывает необходимость оценки влияния корпоративных структур на экономические процессы современного общества и государственные интересы.

Автор придерживается мнения, что корпоративная собственность создает идеальные условия для объединения государственных и частных интересов. Современный подход к развитию корпоративной собственности заключается в идее партнерства, соединения потенциалов государственных и частных капиталов в рамках корпоративных структур.

В этой связи, трансформация отношений собственности требует переосмысления роли государства в экономических процессах современного общества. Роль государства как субъекта корпоративной собственности имеет двойственный характер. С одной стороны, государство выступит как регулятор рыночных отношений, тем самым оказывает существенное влияние на деятельность всех экономических субъектов, с другой - является активным участником рыночного процесса. Это означает, что интересы государства как собственника акционерного капитала могут не соответствовать интересам государства как субъекта макроэкономического регулирования.

Автор исходит из того, что, во-первых, необходимо наладить систему государственного управления пакетами акций. В данном вопросе принципиальным моментом является размер государственного портфеля акций, который должен быть оптимальным с точки зрения возможности получения дохода и осуществления эффективного управления. Во-вторых, на основе этого развить активную политику в сфере корпоративных отношений. С помощью механизма рынка ценных бумаг государство может оказывать сильное влияние на хозяйственную деятельность акционерных обществ, а также эффективно проводить в отношении них активную инвестиционную и промышленную политику через закрепление у государства контрольного или крупного (блокирующего) пакета акций, используя "золотую акцию" и другие методы.

Проведенный в диссертации анализ свидетельствует о том, что в результате приватизации в ряде случаев фактически был потерян контроль над некоторыми стратегическими объектами корпоративной собственности. На взгляд автора необходимо восстановить утраченные позиции в капитале отдельных акционерных обществ. В той или иной мере это возможно осуществить несколькими способами, наиболее перспективными из которых с точки зрения оценки нынешней ситуации являются: приобретение

государством акций дополнительной эмиссии (например, на правах крупнейшего акционера); включение в акционерный капитал компании стоимости земельного участка, с последующей эмиссией ценных бумаг и их передачей в государственную собственность; осуществление в счет задолженности государству по налогам эмиссии ценных бумаг и их передачи государству в залог или в собственность.

Анализ показывает, что позиции государства в совокупной структуре акционерного капитала является доминирующей. По данным Госкомстата РФ за 1993-1998 гг., в ходе приватизации в России появилось почти 4700 акционерных обществ с той или иной формой участия государства в капитале, в том числе 3049 - с контрольным пакетом акций, закрепленными в государственной и муниципальной собственности, и 1643, имеющих "золотую акцию" в уставном капитале. В результате приватизации в собственности государства находятся крупные пакеты акций многих акционерных компаний, что обуславливает поиск подходов к их эффективному управлению.

В этой связи, по мнению диссертанта, необходимо использовать следующие механизмы:

- институт государственных представителей, институт поверенных государства, доверительных управляющих, использующих потенциал частного бизнеса, профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- все имеющиеся формы работы с акциями, такие как передача акций в доверительное управление и в уставные капиталы организаций (при условии получения от этого реального дохода), операции репо (позволяющие привлекать достаточно дешевые кредитные ресурсы), залог акций.

В работе отмечается, что в настоящее время происходит дальнейшая трансформация роли государства как субъекта отношений корпоративной собственности. В связи с разделением государственной собственности на федеральную, субъектов федерации и органов местного самоуправления возникают новые уровни и субъекты управления собственностью, формируется принципиально новый порядок отношений между уровнями государственной власти. В результате разграничения полномочий между уровнями управления государственной собственностью происходит изменение порядка отношений присвоения внутри государственной собственности. Дифференциация субъектов государственной собственности подразумевает возможность осуществления ими функций распоряжения и управления государственным имуществом.

В работе отмечается тот факт, что некоторые наиболее активные и влиятельные субъекты федерации проводят самостоятельную политику в отношении корпоративной собственности. Данная политика представляет собой процесс формирования инвестиционного портфеля и дальнейшее управление полученными активами. В региональный портфель включаются

ценные бумаги перспективных предприятий региона, а также компаний, деятельность которых не представлена в экономике данного региона. По линии этих связей, в частности, происходит развитие углубление межрегиональных отношений.

Таким образом, в работе делается разграничение интересов государства как субъекта корпоративной собственности: государственный интерес на федеральном уровне (интерес законодательных и исполнительных органов власти), интерес региональных властей (региональные и местные хозяйственные интересы), интересы отдельных министерств и ведомств (отраслевые интересы). В работе делается вывод о том, что в настоящее время "поля интересов" пересекаются. Однако можно говорить и об их обособленности, что создает препятствия в проведении эффективной единой государственной политики по управлению корпоративной собственностью.

Заключение. В заключении диссертации изложены основные теоретические выводы и практические рекомендации, полученные автором в ходе исследования.

Основные теоретические положения и результаты диссертационного исследования диссертантом докладывались на международных, всероссийских и республиканских научно-практических конференциях, а также нашли свое отражение в следующих научных публикациях (в том числе и в соавторстве):

1. Карпов Д. В. Российский рынок ценных бумаг: идеальная модель // Материалы Всероссийской научно-практической конференции: Реформирование экономики: финансово-кредитный аспект. - Казань: КФЭИ, 1996. - С.39-41.
2. Карпов Д. В. Коммерческие банки на рынке ценных бумаг // Материалы региональной научно-практической конференции: Проблемы социально-экономического развития региона в условиях осуществления экономической реформы. - Чебоксары, 1996. С.64-66.
3. Карпов Д. В., Губайдуллина З. Л. Проблемы акционерных обществ в постприватизационный период // Материалы региональной научно-практической конференции: Проблемы социально-экономического развития региона в условиях осуществления экономической реформы. - Чебоксары, 1996. - С.71-72.
4. Карпов Д. В. Возможности привлечения инвестиций с использованием инструментов фондового рынка в Республике Татарстан // Материалы республиканской научно-практической конференции: Социально-экономические и политико-правовые аспекты становления рыночных отношений в Республике Татарстан. - Казань, 1996. - С.82-84.

5. Кашбразиев Р. В., Карпов Д. В. Основные направления экономических преобразований в Республике Татарстан // Материалы международной научной конференции: География и региональная политика. Ч.2. - Смоленск: СГУ, 1997. - С.218-220.
6. Кашбразиев Р. В., Карпов Д. В. Становление региональных рынков ценных бумаг как основа экономического роста // Материалы российской научно-практической конференции: Экономическая география и региональное развитие. Ч.2. - Уфа: БГУ, 1997. - С.24-26.
7. Карпов Д. В. Из истории финансовых спекуляций на рынке ценных бумаг // Сборник работ молодых ученых экономического факультета КГУ "Социально-экономические проблемы современности". - Казань: Менеджмент, 1997. - С.37-40.
8. Карпов Д. В. Проблема подготовки специалистов для осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг // Сборник тезисов по итогам выступлений на международной научно-практической конференции в г. Набережные Челны: Кадровая стратегия предприятий в условиях трансформационной экономики. Казань: Менеджмент, 1999. - С.113-114.



3003 13.12.01
-- 18.02.02
3003 230402

Лицензия на полиграфическую деятельность №0128 от 08.06.98г. выдана
Министерством информации и печати Республики Татарстан
Подписано в печать 17.11.2000 г.
Форм. бум. 60x84 1/16. Печ. л. 1,25. Тираж 100. Заказ 109.

Минитипография института проблем информатики АН РТ
420012, Казань, ул. Чехова, 36.

α^{-1}