

УПРАВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННОЙ СОБСТВЕННОСТЬЮ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

§ 1. ОТПРАВНЫЕ ТОЧКИ

Основная часть государственной собственности на рынке ценных бумаг представлена пакетами акций и корпоративных облигаций. В более широком понимании к этой категории собственности можно отнести также переведенные на государственные структуры векселя, а также находящиеся в залоге у государственных органов ценные бумаги и т.д. Однако каждый вид такой собственности имеет свою специфику, препятствующую включению в массив объектов собственности, родственных в правовом отношении. Поэтому в данной главе под государственной собственностью на рынке ценных бумаг будут пониматься только эмиссионные корпоративные ценные бумаги, которыми уполномоченные государственные органы владеют на правах полной собственности.

В российских условиях формирование государственных пакетов ценных бумаг происходило двумя способами:

- в процессе приватизации государственной собственности, когда в собственности государства закреплялись на определенный период или бессрочно пакеты акций установленного размера, а также «золотая акция»;
- в результате участия государственных структур в капитале коммерческих обществ.

Под управлением в данном случае будем понимать процесс, при помощи которого усилия различных государственных органов координируются между собой и объединяются с другими ресурсами для достижения поставленных целей. Процесс управления государственной собственностью на рынке ценных бумаг затрагивает интересы федерального и регионального уровней и предполагает учет условий, возможностей, прав, конкретных задач и результатов. Исходный способ формирования государственных пакетов ценных бумаг не оказывает влияние на характер управления.

Управление государственной собственностью на рынке ценных бумаг должно обеспечить такое ее развитие, чтобы в максимальной степени компенсировать слабость корпоративного сектора там, где мотивация для частного капитала оказывается недостаточной. Специфика той ниши в экономике, которую часто занимают предприятия с долями государства в уставном капитале, нередко обусловлена низкой рентабельностью, ориентацией на решение не коммерческих, а общесоциальных задач, выполнением инфраструктурных функций, необходимостью проведения фундаментальных научных исследований, не дающих немедленного коммерческого эффекта, и т.д. Все это самым непосредственным образом сказывается на уровне эффективности производства. Однако в целом в тех случаях, когда государство является титульным собственником, оно должно стать равноправным участником хозяйственных процессов, и обязано обеспечить эффективное управление своей собственностью.

1. Основные цели управления государственными пакетами акций

Государственная собственность на рынке ценных бумаг характеризуется тремя основными аспектами:

- 1) обладание собственностью как стратегическим ресурсом;
- 2) непосредственное использование собственности;
- 3) извлечение дополнительных ресурсов (дивиденды, доходы, гарантии, арендные платежи и т.п.).

Каждый из этих аспектов, в той или иной мере, находит свое отражение при определении всех основных целей управления государственной собственностью на рынке ценных бумаг. Отдельные группы целей можно объединить по признаку доминирующего аспекта.

1. Обладание государством пакетами ценных бумаг как стратегическим ресурсом обеспечивает достижение следующих целей:

- оптимизация структуры собственности на предприятиях в интересах обеспечения устойчивых предпосылок для выхода экономики из кризиса, осуществление институциональных преобразований путем реструктуризации предприятий;
- стимулирование развития производства, повышение конкурентоспособности предприятий со смешанной формой собственности, улучшение их общих финансово-экономических показателей путем направленного воздействия на экономическую политику предприятий;
- оптимизация управленческих затрат путем сокращения расходов, связанных с управлением, и создания условий, в которых предприятия будут характеризоваться хорошей управляемостью;
- улучшение социального климата на предприятиях с долями государства в уставном капитале (обеспечение занятости населения, создание новых высокооплачиваемых рабочих мест, охрана труда, экологическая безопасность производства и т.д.);
- расширение финансовой поддержки социальной сферы со стороны предприятий с долями государства в уставном капитале (внебюджетное финансирование, а также благотворительность и меценатство, направленные на дополнительное пенсионное обеспечение, улучшение условий жизни и здоровья населения, повышение уровня его образования, финансирование культуры и т.д.);
- развитие фундаментальной науки, повышение научно-технического и инновационного потенциала производства и сферы услуг;
- обеспечение вывода за пределы густонаселенных территорий промышленных объектов, ухудшающих экологическую обстановку.

2. Возможность использования государством корпоративной собственности, обусловленная правами акционера или владельца облигаций, обеспечивает достижение следующих целей:

- выполнение предприятиями общегосударственных функций (оборона, экономическая независимость государства, экологическая и информационная безопасность, регулирование использования невозполнимых природных ресурсов);
- выполнение приоритетных социально-экономических программ федерального и регионального уровня;
- использование государственных активов в качестве инструмента для ликвидации бюджетных разрывов и стимулирования инвестиций в реальном секторе производства;
- использование промышленного потенциала предприятий с долями государства в уставном капитале с целью повышения конкурентоспособности отечественной экономики по стратегическим направлениям;

- стимулирование ускоренного развития сферы услуг с целью выравнивания структурных диспропорций экономики.

3. Извлечение ресурсов из корпоративной собственности позволяет достичь следующих экономических целей:

- повышение доходов от ценных бумаг, включая прямые поступления в бюджет в виде дивидендов и процентов;
- расширение налоговой базы на предприятиях с долями государства в уставном капитале, повышение налоговой дисциплины;
- повышение доходности эксплуатации производственных территорий и принадлежащей государству недвижимости;
- привлечение коммерческих кредитов под залог государственных пакетов ценных бумаг.

Отдельный аспект связан с конвертируемостью государственных инвестиций в форме пакетов ценных бумаг. Под конвертируемостью инвестиций здесь понимается возможность осуществления процесса смены собственности, превращения ее в средство платежа при крупных транзакциях. По сути, она означает, что государство в любой момент может поменять свою собственность в форме пакетов ценных бумаг на любую другую собственность на выгодных для него условиях. В свете данного аспекта цели управления состоят в повышении ликвидности и рыночной стоимости государственной собственности. В обеспечение этих целей решаются следующие задачи управления:

- повышение ликвидности ценных бумаг акционерных обществ, способствующее увеличению доходов государства от продажи государственных пакетов на вторичном рынке;
- осуществление контроля над проведением дополнительных эмиссий акционерных обществ с долями государства в уставном капитале с целью предотвращения размывания долей государства;
- повышение общей капитализации акционерных обществ, способствующее увеличению рыночной стоимости находящихся в собственности государства пакетов акций;
- укрепление финансовой устойчивости акционерных обществ, обеспечивающее снижение риска дефолта по принадлежащим государству корпоративным облигациям;
- повышение кредитного рейтинга акционерных обществ, способствующее увеличению доходов государства при досрочной перепродаже корпоративных облигаций;
- осуществление контроля над размещением дополнительных эмиссий, направленного на предотвращение установления незаконных льгот по приобретению новых акций.

2. Функции и характеристики управления государственными ценными бумагами

В процессе управления государственной собственностью на рынке ценных бумаг осуществляются пять главных функций: планирование, организация, распоряжение, руководство и контроль.

Планирование является средством претворения идей в реальность и заключается в формализации целей и задач, а также средств их достижения. В процессе планирования

принимаются решения относительно направлений деятельности по управлению государственной собственностью на рынке ценных бумаг, и устанавливается очередность действий (выделяются приоритеты).

Организация подразумевает установление определенной системы взаимоотношений (иерархии) между различными государственными органами, принимающими участие в управлении государственной собственностью на рынке ценных бумаг, а также связей между ними и другими ресурсами, используемыми для достижения поставленных целей.

Распоряжение обеспечивает функционирование всей системы, созданной в процессе организации. Оно опирается на четкое разделение прав и ответственности во всех звеньях управления. Эта деятельность призвана направлять рабочий процесс управления на региональном и федеральном уровне.

Руководство заключается в том, чтобы побудить отдельные звенья управления действовать в интересах общих целей и задач. Оно базируется на инициативности руководителей всех уровней, их способности воспринимать новые и прогрессивные идеи, а также брать на себя ответственность за конечные результаты.

Контроль предполагает принятие мер, необходимых для проведения планирования и решения конкретных задач в процессе достижения целей управления, а также обеспечения соответствия текущих задач конечным целям. Важнейшим аспектом функции контроля является также нацеленность на достижение максимальной эффективности работы системы управления.

С точки зрения кибернетики управление государственной собственностью на рынке ценных бумаг должно быть адаптивным, целевым и оптимальным с элементами управления по задачам и по исключениям.

Свойство **адаптивности** обусловлено тем, что желательное состояние государственного портфеля ценных бумаг должно определяться на основе предшествующего процесса управления, т.е. на основе творческого использования накопленного опыта.

Целевое управление должно содержать четыре обязательных этапа:

- выработка ясной и сжатой формулировки целей;
- разработка реалистических планов их достижения;
- систематический контроль и измерение качества работы и результатов;
- принятие корректирующих мер для достижения планируемых результатов.

Оптимальное управление означает выбор такой стратегии и тактики управления, которые обеспечивали бы наилучшее с точки зрения заданного критерия протекание процесса управления.

Управление **по задачам** подразумевает выделение наиболее важных в данный период задач (желательных результатов деятельности), на осуществление которых направляются основные усилия системы управления.

Управление **по исключениям** используется в системах с существенно лимитированными ресурсами. Оно предусматривает выделение специальных областей особенно хорошего или особенно плохого выполнения намеченных планов и заданий, а также анализ отклонений от стандартных или плановых показателей. При разработке корректирующих мер анализируются только те отклонения, которые превышают заданный уровень.

3. Понятие эффективности управления

Согласно современным экономическим воззрениям, главным критерием оценки работы системы управления государственной собственностью на рынке ценных бумаг является эффективность.

Актуальность любых решений в процессе управления определяется их экономической целесообразностью, т.е. способностью дать положительный эффект. Под экономическим эффектом в этом случае понимается полезный конечный результат управления. Он измеряется с помощью натуральных и стоимостных: количественных и качественных показателей. В частности, эффект может быть выражен в виде увеличения неналоговых платежей в бюджет (дивиденды и проценты), полученной экономии бюджетных ресурсов, роста объема производства, производственных мощностей на предприятиях с долями государства в уставном капитале и т.д.

Экономическая эффективность управления государственной собственностью на рынке ценных бумаг характеризуется системой обобщающих показателей, отражающих конечный экономический результат реализации управленческих решений. Она измеряется отношением полученного эффекта в натуральном или стоимостном выражении и произведенных затрат. Математически формула отношения означает, что распределение ресурсов в процессе оптимизации управления может быть одновременно направлено как на максимизацию эффекта, так и на минимизацию расходов.

Совершенствование системы управления государственной собственностью на рынке ценных бумаг связано с непрерывным поиском возможностей роста эффективности государственного инвестиционного портфеля и мобилизации имеющихся внутренних резервов. Резервы повышения экономической эффективности отражают потенциальные возможности роста результативности и полезной отдачи государственных инвестиций в форме пакетов ценных бумаг, повышения конкурентоспособности, улучшения качества и наращивания объемов производимой продукции (работ, услуг) на предприятиях с долями государства в уставном капитале. Сущность проблемы повышения эффективности управления государственным портфелем состоит в том, чтобы достичь снижения затрат на управление при достижении стабильно высокого уровня доходов от ценных бумаг как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. В конечном итоге повышение эффективности управления государственной собственностью является стратегической проблемой, решение которой предопределяет успешное развитие корпоративных предприятий с долями государства в уставном капитале. Благодаря росту эффективности управления увеличивается не только общий объем производства на предприятиях, но и доля доходов, которая может быть направлена на развитие социальной сферы.

Управление пакетами акций должно нацеливаться не столько на увеличение текущих либо надежно планируемых на ближайшие периоды прибылей, сколько на создание прочной основы для получения гораздо больших и даже, возможно, точно не прогнозируемых прибылей в более отдаленном будущем. Такая стратегия дает возможность резко повысить доходность государственных инвестиций, главным образом, за счет роста текущей и будущей рыночной стоимости предприятий с долями государства в уставном капитале.

Статистические исследования мирового фондового рынка показывают, что с точки зрения влияния разных факторов на уровень рыночной стоимости акций современная экономика условно делится на два сектора – «традиционную» и «новую» экономику. Критерием деления отраслей на сектора является то, какой из двух главных факторов в соответствующих отраслях больше влияет на рыночную стоимость акций корпораций:

- традиционная экономика представлена теми отраслями, в которых на рыночную стоимость акций решающее влияние (по результатам многофактор-

ного корреляционного анализа – на 70% и более) оказывают уже заработанные, подвергнутые аудиту и показанные в опубликованных финансовых отчетах прибыли;

- в новой, как правило, высокотехнологичной экономике (в таких отраслях, как информационные технологии, компьютеры, биотехнологии, связь, аэрокосмическая промышленность и т.д.) на рыночную стоимость акций решающее влияние (также на 70% и более) оказывает подтвержденная информация, которая свидетельствует о реальных перспективах получения соответствующими компаниями существенных будущих прибылей (точнее, денежных потоков) от успешных инновационных проектов.

Предприятия новой экономики обладают значительно большей капитализацией, чем предприятия традиционной экономики. Поэтому именно этот сектор потенциально способен существенно увеличить доходность государственных инвестиций в форме корпоративных ценных бумаг.

На практике на рыночную стоимость предприятия обычно сильно влияют конкретные инвестиционные проекты, связанные, как правило, с созданием и освоением продуктовых и процессных инноваций. Такие инвестиционные проекты по разработке и внедрению новых видов продукции (товаров, услуг), а также новых технологических процессов и оборудования обычно именуется инновационными проектами. Именно они способны принести предприятию дополнительные прибыли и денежные потоки в результате выведения на рынок новых продуктов, повышения качества ранее выпускавшейся продукции и снижения себестоимости продукции и операционных издержек предприятия. Но они же, будучи достаточно дорогостоящими, из-за маркетинговых и научно-технических ошибок способны принести фирме огромные убытки, причем тем большие, чем более радикально новые продукты или процессы создаются и осваиваются.

Другим типом проектов, которые способны существенно повлиять на уровень текущих и особенно ожидаемых издержек и прибылей предприятия, выступают проекты по реструктуризации компании с целью, например, увеличить степень ее вертикальной и горизонтальной интегрированности в отношении выпускаемой профильной продукции либо повысить ее инвестиционную привлекательность, кредитоспособность, надежность в качестве делового партнера. Содержанием подобных проектов обычно служат следующие мероприятия:

- слияние с поставщиками покупных ресурсов (вертикальная интеграция «вниз»);
- слияние с фирмами – держателями сбытовых и дилерских сетей (вертикальная интеграция «вверх»);
- слияние с поставщиками комплиментарных продуктов, дополняющих основную продукцию фирмы в потреблении, так как эти поставщики при обновлении последней также должны соответствующим образом обновлять свою продукцию (горизонтальная интеграция);
- поглощение поставщиков покупных ресурсов, сбытовиков и производителей комплиментарных продуктов;
- выделение дочерних фирм, которые будут привлекать капитал для развития выгодного бизнеса или начала нового дела.

Подобные проекты, которые обычно называют реорганизационными, в силу своей организационной и юридической сложности также могут привести к обратным результатам. Поэтому перед осуществлением таких проектов необходимо провести детальную

оценку того, как они могут повлиять на текущую оценочную и прогнозируемую рыночную стоимость предприятия и его акций.

Наиболее простой подход к оценке эффективности управления государственной собственностью на рынке ценных бумаг связан с категорией бюджетной эффективности. При этом можно выделить пять потоков бюджетных и иных финансовых поступлений от предприятий с долями государства в уставном капитале:

- выплаты дивидендов по акциям и процентов по корпоративным долговым ценным бумагам;
- бюджетные поступления по налогам, относимым на финансовые результаты;
- бюджетные поступления по налогам, относимым на себестоимость продукции или услуг;
- арендные и прочие рентные платежи;
- прочие перечисления в бюджет и государственные внебюджетные фонды, включая добровольные пожертвования и спонсорские поступления.

Бюджетная эффективность при этом рассчитывается как частное от суммы перечисленных выше поступлений за фиксированный период и стоимости государственного портфеля ценных бумаг.

При принятии управленческих решений, влияющих на величину потоков бюджетных и внебюджетных поступлений, очень часто встает дилемма: что следует предпочесть – высокую текущую эффективность или более динамичный рост эффективности в будущем, обеспечиваемый за счет направления части потока доходов в производственные инвестиции. В качестве объективного критерия оптимизации потоков реинвестирования в этом случае следует взять дисконтированную бюджетную эффективность. Она рассчитывается в два этапа:

- определяются прогнозные значения эффективности на несколько будущих периодов (лет);
- находится оценка суммарной эффективности за весь период прогноза (при этом значения эффективности за каждый период дисконтируются в соответствии с переменной ставкой, учитывающей прогноз инфляции).

В ряде случаев целесообразно также рассчитать локальные эффективности по каждой из перечисленных выше пяти составляющих. Сопоставительный анализ по локальным бюджетным эффективным в динамике позволяет четко определить особенности взаимоотношений каждого предприятия с долями государства в уставном капитале с бюджетом.

В более общем случае следует рассматривать категорию расширенной бюджетной эффективности (иногда в этом качестве используется понятие социально-экономической эффективности). Критерий расширенной бюджетной эффективности учитывает не только прямые финансовые результаты, но и косвенные, связанные с решением за счет предприятий различных социальных вопросов, в частности, создание дополнительных рабочих мест, снижение социальных выплат из бюджета в результате осуществления социальных программ предприятий, потенциальное расширение общей налоговой базы и т.п.

Строго говоря, задача оптимизации структуры государственного портфеля ценных бумаг по критерию расширенной бюджетной эффективности является неразрешимой в чисто математическом аспекте. Степень выполнения социальных задач плохо формализуется, качественные характеристики и оценки преобладают над количественными, много-

мерность множества исходных параметров, которые к тому же имеют различные единицы измерения (не всегда сводимые к стоимости), препятствует поиску устойчивых связей между ними не только в строго функциональном, но и в статистическом виде. Поэтому на практике задачу максимизации доходов решают при некоторых зафиксированных требованиях к предприятиям по решению ими социально-экономических задач. Возможна и обратная постановка задачи: максимизация в решении отдельных социально-экономических задач при заданном уровне доходов от предприятий с государственными долями в уставном капитале (последнее требует формулировки достаточно четких количественных показателей). Такая постановка математической задачи дает частные решения, т.е. оптимизация одних параметров проводится в некоторой области, ограниченной приемлемыми значениями других существенных для получаемого результата параметров. Таким образом, получаемые в результате вычислений значения расширенной бюджетной эффективности являются оптимальными лишь в частном случае (в локальных областях).

Управление государственной собственностью на рынке ценных бумаг методом оценки эффективности является сравнительно новым экономическим подходом. Оно решает задачи стратегического и оперативного контроля с целью приведения потенциала акционерных обществ в соответствие с изменениями рыночной среды и при условии учета интересов собственника – государства. В зависимости от величины государственного пакета оно может включать все возможные формы взаимодействия с акционерным обществом: от участия в голосовании на общем собрании акционеров до прямого воздействия на финансово-хозяйственную деятельность соответствующего предприятия через представителей государства в Совете директоров акционерного общества.

Действующее законодательство об акционерных обществах дает государству, как акционеру, следующие права:

Доли в уставном капитале (%)	Права в соответствии с действующим законодательством Российской Федерации об акционерных обществах (АО)
≥1	Право требовать получения из реестра акционеров данных об именах (наименованиях) зарегистрированных в реестре лиц с указанием количества, категории и номинальной стоимости принадлежащих им ценных бумаг.
≥2	Право предложить кандидатуру в Совет директоров (наблюдательный совет) и ревизионную комиссию АО, а также внести мотивированные предложения в повестку дня общего собрания акционеров.
≥10	Право требовать проведения внеочередного собрания акционеров.
> 30	Право обеспечить кворум для легитимного проведения общего собрания повторного созыва.
> 50	Право обеспечить кворум для проведения общего собрания первичного созыва, утвердить путем голосования на общем собрании финансовый отчет АО и размер дивидендов (не выше предложенного Советом директоров), избрать большинство Совета директоров (следовательно – провести свою кандидатуру на должность председателя Совета директоров и генерального директора), утвердить решение Совета директоров о проведении дополнительных эмиссий, в том числе с целью консолидации или дробления акций, а также увеличении уставного капитала АО после государственной регистрации размещения объявленных акций или увеличения номинала акций, одобрить проведение крупных сделок по приобретению или отчуждению имущества (от 25 до 50 % балансовой стоимости активов АО по единогласному предварительному решению Совета директоров).
≥75	Право утвердить путем голосования на общем собрании внесение изменений в Устав АО (следовательно – провести решения по изменению структуры, полномочий и сроков переизбрания органов управления АО), утвердить решение Совета директоров об увеличении уставного капитала АО и изменении его структуры, одобрить проведение крупных сделок по приобретению или отчуждению имущества (от 25 до 50 % балансовой стоимости активов АО), принять решение о реорганизации или ликвидации АО.

Доли в уставном капитале (%)	Права в соответствии с действующим законодательством Российской Федерации об акционерных обществах (АО)
«золотая акция»	Право вето при принятии общим собранием решения о внесении изменений и дополнений в Устав АО, о реорганизации и ликвидации АО, об изменении уставного капитала, о заключении крупных сделок и сделок, в отношении которых имеется заинтересованность.

Характер управления государственным пакетом акций непосредственно зависит от размеров этого пакета:

1) Фактически (с учетом распределения обыкновенных акций между крупными и мелкими акционерами, в том числе работниками, а также возможностей передачи голосующих акций в доверительное управление более крупным акционерам) контрольный пакет в России в настоящее время в среднем обеспечивают 35% обыкновенных акций. Это объясняется, в частности, тем, что во многих акционерных обществах, прошедших приватизацию по преобладавшей в 1992-1993 гг. так называемой второй схеме приватизации, значительная доля обыкновенных акций до сих пор остается в руках работников предприятий, которые либо склонны отдавать свои голосующие акции в доверительное управление крупным акционерам (в расчете на получение преимущественных шансов на сохранение рабочего места и улучшение условий оплаты труда), либо не реализуют своих прав по участию в управлении фирмой (не являются на собрания акционеров, не голосуют и пр.). Обладая контрольным пакетом акций, государство может контролировать предприятие неопределенно долго, так как оно имеет потенциальную возможность в любое время получить адекватную отдачу на сделанные капиталовложения. Управление со стороны государства в этом случае может быть очень активным и детально регламентированным. Однако в случае если предприятие само успешно справляется с проблемами своего развития и рыночной адаптации, демонстрирует высокую эффективность и внимание к интересам акционеров, управление со стороны государства может ограничиваться периодическим контролем.

2) Если государство имеет в собственности крупный, но не контрольный пакет акций предприятия, это позволяет добиться, по меньшей мере, представления в Совете директоров (наблюдательном совете) компании. Как правило, акционеры, располагающие большим, но не контрольным пакетом акций (обычно более 10% уставного капитала) являются «среднесрочными». Они вкладывают в предприятие средства на определенный достаточно длительный срок (3-5 лет), после чего планируют перепродажу своих пакетов и поэтому заинтересованы пусть и не в быстром, но в существенном росте стоимости компании за это время. Такие акционеры заинтересованы в представлении в Совете директоров компании, чтобы иметь возможность отстаивать свои долгосрочные интересы. Они готовы относительно длительное время ожидать значительного дохода с вложенного в предприятие капитала, активно воздействуя в своих интересах на менеджмент компании, который должен обеспечить им этот доход. Поэтому и государство в подобной ситуации заинтересовано в существенном, пусть и отложенном, росте стоимости компании, где оно имеет свою долю. Будучи представленным в Совете директоров, оно в состоянии активно способствовать такому росту. Кроме этого, позиции государства могут быть усилены, если оно полностью или частично контролирует фактических или потенциальных поставщиков и заказчиков предприятия – объекта его инвестиций. При этом помощь со стороны государства может быть весьма действенной, так оно может поддержать предприятие кредитами, госзаказами, трастовыми операциями и т. д. За 3-5 лет по инициативе государства на предприятии может быть осуществлен ряд инвестиционных проектов, которые способны дать отложенную во времени, но зато существенную отдачу. Наиболее распространенным видом таких проектов являются инновационные, которые характерны тем, что с начала осуществления крупных инновационных проектов до получения результатов, как правило, требуется именно 3-5 лет. Поэтому стоимость компании-инноватора в

случае достигнутого в инновационном проекте успеха сможет существенно подняться именно к планируемому государством моменту выхода из уставного капитала компании, т.е. планируемому сроку продажи государственной доли. Успешные инновационные проекты часто являются капиталоемкими, однако они способны приносить компании-инноватору длительное время значительные прибыли, если удастся добиться закрепленной охраняемыми патентами на изобретения инновационной монополии, которая в свою очередь позволит либо проводить агрессивную ценовую политику, либо успеть за это время закрепить клиентуру (важный нематериальный актив) и затем максимизировать повторные продажи закрепленным клиентам.

3) Обладание мелким пакетом акций позволяет отнести государство к категории миноритарных акционеров, которые не могут быть представлены в Совете директоров или других органах управления предприятия. Как правило, миноритарные акционеры – частные лица – вкладывают средства на небольшой промежуток времени, т.е. обычно склонны продавать акции при первых же повышениях либо понижениях (чтобы спасти вложенные фонды) рыночной стоимости этих акций. Они инвестируют преимущественно в открытые акционерные общества, обладающие ликвидными акциями, и вынужденно удовлетворяются небольшой нормой дохода на рубль капиталовложения. Особенность государства, как миноритарного акционера, состоит в том, что спекулятивные экономические интересы у него отходят на второй план (хотя иногда выгодная продажа мелкого государственного пакета при невозможности оказать реальное влияние на ситуацию в акционерном обществе может быть целесообразной). В большинстве же случаев на первом плане у государства находится возможность получать, пользуясь правами миноритарного акционера, более подробную информацию о деятельности предприятия. Немаловажна также представительская функция государства – субъекта, способного эффективно отстаивать права миноритарных акционеров.

§ 2. СУЩНОСТЬ ПРОЦЕССА УПРАВЛЕНИЯ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ПОРТФЕЛЕМ ЦЕННЫХ БУМАГ

Процесс управления государственной собственностью на рынке ценных бумаг содержит пять основных этапов:

- 1) формулировка целей и политики управления;
- 2) классификация активов;
- 3) разработка управленческих решений;
- 4) реализация управленческих решений и оптимизация портфеля активов;
- 5) измерение и оценка эффективности управления.

Отдельные этапы образуют замкнутый циклический процесс, в котором оценка эффективности может приводить к корректировке целей и политики управления, что обуславливает дальнейшее изменение структуры портфеля и т.д. Рассмотрим сущность и содержание каждого этапа.

1. Формулировка целей управления зависит от состояния государственного портфеля ценных бумаг в текущий момент. Основные цели управления государственной собственностью на рынке ценных бумаг были подробно рассмотрены в первом параграфе данной главы. Приоритетность этих целей меняется со временем и определяется текущей экономической программой государства. Например, в настоящее время основное внимание уделяется вопросам экономического роста и гармонизации налогообложения. Поэтому общий приоритет должен отдаваться экономическим целям, направленным на извлечение ресурсов из корпоративной собственности. Однако в каждом конкретном случае разные цели на различных предприятиях могут выстраиваться в неодинаковой последовательности. Очевидно, например, что на градообразующих предприятиях большим priori-

тетом будут пользоваться цели социальной группы, а на экспортоориентированных – более весомыми будут цели экономического порядка.

Формирование политики управления означает определение основных направлений управляющих воздействий, необходимых для достижения выбранных выше целей. При формировании такой политики необходимо учитывать ограничения, связанные с наличием внешних обстоятельств (общей экономической ситуацией в стране, динамикой мировых цен на основные виды сырья и промышленной продукции, планами правительства и т.д.). Так как эти обстоятельства сами по себе изменчивы, их учет не позволяет разработать политику, оптимальную в долгосрочной перспективе. Поэтому некоторые направления политики управления должны регулярно корректироваться.

2. Этап **классификации активов начинается с** оценки находящихся в государственном портфеле пакетов ценных бумаг по степени влияния на динамику социально-экономического развития общества. В итоге формируются различные группы предприятий, государственная стратегия управления ценными бумагами которых во многом является сходной. В основу классификации принадлежащих государству пакетов акций закладываются признаки, определяющие специфику управления данными пакетами.

По социально-экономическим параметрам предприятия делятся на следующие группы:

1) Социально значимые предприятия. В управлении этими предприятиями преобладают цели, обусловленные обладанием государством пакетами ценных бумаг как стратегическим ресурсом. Государству вынуждено сохранять на своем балансе ценные бумаги таких предприятий, не зависимо от их экономической эффективности. Более того, во многих случаях эти предприятия объективно являются низкорентабельными или убыточными, так как вынуждены работать в непривлекательных для частного бизнеса отраслях и поддерживать уровень цен на свою продукцию (услуги), доступный для социально незащищенных слоев населения. В таких случаях государству приходится оказывать этим предприятиям финансовую поддержку (льготные кредиты, дотации, снижение ставок налогообложения, арендной и рентной платы и т.д.).

2) Градообразующие предприятия. Этот термин весьма условен, так как к такого рода предприятиям относят, как правило, не только единственное крупное предприятие в небольшом городе, но и крупное предприятие, обеспечивающее рабочими местами население некоторого района в городе-мегаполисе. При управлении государственным пакетом акций такого предприятия следует найти оптимальный баланс между экономическими и социальными целями. С одной стороны, необходимость сохранения рабочих мест для большого числа людей, иное трудоустройство которых часто невозможно, требует того, чтобы государство настаивало на максимальном реинвестировании всех полученных на предприятии доходов в расширение производства. С другой стороны, как акционер, государство должно добиваться максимальной производительности труда на таком предприятии и увеличения конкурентоспособности его продукции, с тем чтобы предприятие могло привлечь внешние инвестиции и стать прибыльным для своих акционеров.

3) Бюджетообразующие предприятия. К данной категории можно условно отнести также потенциально высокодоходные предприятия, занимающие перспективные рыночные ниши. Несмотря на то, что доля вклада каждого такого предприятия в государственный бюджет может быть относительно невелика, за счет их числа может формироваться в совокупности весьма солидная доля бюджета. В управлении пакетами ценных бумаг этих предприятий очевидный приоритет следует отдавать целям, направленным на извлечение ресурсов из корпоративной собственности. Часть из этих предприятий демонстрирует высокую эффективность работы уже в настоящее время, часть – нуждается в обновлении менеджмента, которое должно проводиться с учетом мнения государства, как одного из акционеров.

4) Проблемные предприятия. К числу таких предприятий можно отнести большинство нерентабельных и убыточных предприятий с низким качеством менеджмента. В отношении управления государственными пакетами ценных бумаг таких предприятий существует общий отличительный признак: затраты на реструктуризацию, замену менеджмента и вывод таких предприятий в число рентабельных превышают потенциальную экономическую выгоду, которую может получить государство от владения долей их уставного капитала. Поэтому в управлении ими преобладают цели, связанные использованием корпоративной собственности в интересах государства. В ряде случаев такое использование сводится к продаже на рынке всего пакета ценных бумаг проблемного предприятия и приобретению на высвобожденные средства более перспективных ценных бумаг. В определенных случаях (если доля государства в уставном капитале предприятия велика) продаже пакета может предшествовать предпродажная подготовка предприятия. Целесообразность данного мероприятия определяется по результатам предварительных экономических расчетов. Для того чтобы принимаемые по предприятиям этой группы управленческие решения были экономически обоснованы, необходимо регулярно проводить мониторинг динамики всех видов стоимостей проблемных предприятий (балансовой, ликвидационной, рыночной, инвестиционной и потенциальной). По результатам такого мониторинга некоторые из проблемных предприятий, состояние которых заметно улучшилось, могут быть переведены в группу бюджетообразующих.

Особенности распределения собственности, влияющие на характер менеджмента, обуславливают следующую классификацию предприятий:

1) Предприятия, руководители которых являются владельцами относительно крупных пакетов акций. В этом случае понятия «собственник» и «менеджер» практически совпадают, и предприятие можно отнести к числу так называемых «предпринимательских». Эффективность менеджмента на предпринимательских предприятиях, как правило, определяется компетентностью и целенаправленностью «первого лица» – генерального директора. Так как на таких предприятиях велика вероятность доминирования личных целей, государственную долю в уставном капитале целесообразно сохранять лишь в случае реального влияния на экономическую политику предприятия.

2) Предприятия, крупные пакеты акций которых сосредоточены в руках нескольких собственников, одним из которых является генеральный директор (т.н. «групповые» предприятия). В этом случае задача государственной политики, которая сводится к противодействию неэффективному использованию ресурсов предприятия, может быть решена достаточно конструктивно. Вследствие того, что уставный капитал несколько диверсифицирован, голосов, которые дает государственный пакет, в совокупности с авторитетом представителя государства часто оказывается достаточно, чтобы провести перестановку в высшем менеджменте предприятия. Если генеральный директор демонстрирует консерватизм мышления или упорное нежелание считаться с интересами других акционеров, преследуя только свои личные цели, существует возможность его замены путем перевыборов на общем собрании акционерного общества.

3) Предприятия, крупные пакеты акций которых сосредоточены в руках одного или нескольких внешних собственников, а генеральный директор (так же, как и члены трудового коллектива), по сути, является наемным работником. Такие предприятия можно отнести к категории «капиталистических» предприятий. Задача государства в данном случае состоит в том, чтобы наладить конструктивные взаимовыгодные отношения с другими крупными акционерами предприятия. Если это оказывается невозможным, интересы государства, как миноритарного акционера, могут быть ущемлены. В такой ситуации наилучшим управленческим решением является выход государства из состава акционеров предприятия.

4) Предприятия, акции которых распределены преимущественно среди трудового коллектива, причем пакет акций генерального директора не является достаточным для продвижения единоличных решений через общее собрание акционеров. Такие предприятия обычно называют «коллективными». Иногда эффективность таких предприятий ориентирована исключительно на интересы коллектива, порой в ущерб внешней эффективности. Однако в большинстве случаев влияние государства на экономическую политику данных предприятий может быть исключительно велико. Даже если государственный пакет акций недостаточен для того, чтобы государство могло чисто технически заблокировать решения трудового коллектива, ущемляющие интересы внешних акционеров, остается возможность конструктивного диалога представителя государства с трудовым коллективом, в ходе которого методом убеждения может быть получено необходимое большинство голосов для проведения в жизнь экономически важных для государства решений.

5) Предприятия, контрольный пакет акций которых находится в руках государства (т. н. «полугосударственные» предприятия). Эта группа предприятий по естественным причинам является наиболее важным объектом системы управления государственной собственностью на рынке ценных бумаг. Эффективность работы таких предприятий самым непосредственным образом зависит от мнения соответствующих государственных органов по экономическим вопросам. Очевидно также, что эти предприятия в первую очередь могут рассчитывать на понимание и поддержку государства в вопросах реструктуризации производства, повышения его эффективности и конкурентоспособности.

Наряду с двумя рассмотренными выше базовыми формами на практике часто используются дополнительные виды классификации предприятий. Наиболее распространенные примеры классификаций:

- по объемам производства: крупные, средние и малые предприятия;
- по финансовому состоянию: высокорентабельные; предприятия, находящиеся на уровне среднеотраслевой рентабельности; низкорентабельные; предприятия с нулевой рентабельностью и убыточные предприятия, а также – предприятия-банкроты;
- по характеристикам эмитированных предприятиями акций: высоколиквидные, низколиквидные, неликвидные, никогда не котировавшиеся на фондовом рынке; а также – котирующиеся на биржах (списочные и внесписочные), на организованных рынках типа электронных торговых систем и на неорганизованном (т.н. «уличном») рынке;
- по взаимоотношениям с бюджетом: дисциплинированные налогоплательщики; предприятия, имеющие периодические или хронические задолженности перед бюджетом; предприятия, имеющие дебиторские задолженности по госзаказам.

Все эти классификационные признаки в значительной степени влияют на государственную политику управления пакетами ценных бумаг. Поэтому вырабатываемая на предыдущем этапе политика должна быть достаточно гибкой, позволяющей учитывать не только текущее состояние каждого предприятия с долей государства в уставном капитале (определяющееся его вхождением в ту или иную группу согласно приведенным выше классификационным признакам), но и изменение состояния предприятия во времени (перемещение из одной группы в другую).

Параллельно с проведением классификации и полной инвентаризации пакетов ценных бумаг, принадлежащих государству, должна осуществляться оптимизация государственной системы учета долей в акционерных капиталах, разграничения и оформления прав на них. Это требует не только проведения финансово-экономических расчетов и прогнозирования, но и развития правовой и нормативной базы соответствующего профиля. Со-

вершенствование системы управления государственными долями должно проводиться на базе современных методов и технологий, а также детальной правовой регламентации процессов управления.

3. На этапе **разработки управленческих решений** при самом общем подходе их делят на активные и пассивные. Следует иметь в виду, что в данном случае эти характеристики относятся не к типу непосредственного воздействия на предприятия со стороны государства, а к процедуре подготовки решений. Активные решения для повышения эффективности управления используют максимум доступной информации и различные методы прогнозирования. При этом прогнозирование используется для оценки факторов, способных повлиять на достижение целей управления. Например, при разработке решений относительно акций обычно прогнозируются потоки будущих доходов, дивидендов или показателя отношения цены акции к доходу для предприятий с долями государства в уставном капитале. Управленческие решения относительно облигаций основываются на прогнозировании будущего уровня процентных ставок и возможности дефолта на предприятиях – эмитентах облигаций. Пассивные управленческие решения требуют минимума информации о будущем. Как правило, в их основе лежит требование о соблюдении заданного уровня диверсификации государственного портфеля ценных бумаг. Пассивные управленческие решения базируются на некоторой конечной совокупности алгоритмов действия, включающихся при переходе государственного портфеля в то или иное состояние, считающееся нежелательным. С целью стабилизации неналоговых платежей в бюджет для управления государственным портфелем могут использоваться так называемые структурные портфельные стратегии. Они помогают организовать портфель таким образом, чтобы обеспечить запланированный поток платежей по ценным бумагам в будущем.

С учетом издержек на управление наиболее предпочтительными являются пассивные управленческие решения, не требующие проведения дорогостоящих аналитических исследований и расчетов. Однако они не всегда оптимальны с точки зрения баланса расходов и доходов бюджета, связанных с государственным портфелем ценных бумаг. Выбор типа наиболее адекватных текущей ситуации управленческих решений целесообразно делать на основе предварительной оценки того, насколько трудно получить больший доход от реализации активных решений по сравнению с пассивным управлением, если принять во внимание текущие риски и накладные расходы.

Все управленческие решения должны отвечать целому ряду важнейших требований: технологических, организационных, экологических, социальных, экономических и др. С технологических, организационных и иных позиций осуществляемые мероприятия должны обеспечивать решение научно-технических и прочих задач на уровне мировых достижений. При этом осуществление новшеств должно быть социально и экологически целесообразно и эффективно.

Центральная роль в реализации стратегического курса на повышение эффективности и конкурентоспособности предприятий с долей государства принадлежит социально-экономическим проектам. Такие проекты объединяют группы управленческих решений, выстроенные в определенной временной последовательности. На практике они часто оформляются как программы или планы мероприятий, содержащие формулировки целей, задач, методов, объемов, сроков выполнения отдельных решений и достигаемых конечных результатов. При этом часть управленческих решений может оформляться как всесторонне обоснованные директивные акты, постановления, плановые и организационные задания, договора, команды, приказы, распоряжения, рекомендации, оперативные поручения соответствующих органов и должностных лиц, определяющие целевые установки, содержание, объем и сроки работ, порядок, формы и методы выполнения поставленных задач наиболее рациональными и эффективными путями.

В современных условиях большое внимание должно уделяться систематической работе по анализу и экспертной оценке разрабатываемых социально-экономических проектов и принимаемых управленческих решений с позиций их экономической эффективности и целесообразности. Любой проект или управленческое решение могут быть признаны целесообразными и приемлемыми лишь в том случае, если выгода от них при прочих равных условиях больше, чем размер требуемых затрат ресурсов. Экономическое обоснование и экспертиза проектировок управленческих задач и целей должны исключать и предотвращать возможные ошибки и просчеты. Наиболее типичная ошибка заключается в подмене конечных целей и ожидаемых результатов отдельными мерами, вспомогательными инструментами и средствами. Так, например, в погоне за высокими дивидендами могут быть утрачены возможности для плановой модернизации и производственно-технического развития предприятий.

Основными целями анализа и оценки эффективности социально-экономических проектов и управленческих решений являются:

- выявление и изучение положительного и отрицательного влияния внутренних и внешних факторов на уровень эффективности хозяйствования, на конкурентоспособность предприятий с долями государства в уставном капитале и производимой ими продукции (работ, услуг), а также на конъюнктуру рынка;
- выбор и обоснование приоритетных стратегических направлений социально-экономических и научно-технических преобразований, предпочтительных точек роста и мер по ускорению перехода предприятий на инновационный путь развития;
- определение уровня рациональности, прогрессивности и конкурентоспособности разрабатываемых и реализуемых социально-экономических проектов, концепций, прогнозов, целевых программ и планов, а также соответствующих конкретных организационно-технических и управленческих решений;
- поиск потенциальных резервов повышения конкурентоспособности и эффективности производства для более полного удовлетворения потребностей общества в социально-экономических благах при наиболее целесообразном использовании материальных, трудовых, финансовых и природных ресурсов на базе внедрения новейших научно-технических достижений, прогрессивной организации труда, производства и управления.

При расчете, анализе и обосновании эффективности социально-экономических проектов и разрабатываемых управленческих решений используются разнообразные методы, в том числе методы экономико-математического моделирования, экспертных оценок, ситуационного анализа, корреляции, экстраполяции и т.п. Одним из наиболее распространенных является метод сравнительного анализа нескольких вариантов, направленных на решение каждой конкретной социально-экономической задачи.

При изучении преимуществ и слабых сторон различных проектных подходов используются соответствующие принципы анализа экономической эффективности. Под принципами здесь понимаются правила и исходные положения, которыми руководствуются при расчетах показателей, обосновании и анализе эффективности сравниваемых вариантов проектов, прогнозов, планов и управленческих решений.

Большую практическую значимость имеет использование следующих принципов анализа экономической эффективности:

- сравнимость вариантов;
- правильный выбор эталона для сравнения;

- сопоставимость технико-экономических показателей;
- приведение сравниваемых вариантов к тождественному эффекту;
- комплексность проведения анализа;
- учет фактора времени;
- научная обоснованность, объективность и законность выводов, заключений и рекомендаций.

Сравнимость вариантов. При экономическом анализе сравнимыми могут считаться самые разнообразные варианты проектов и решений, предназначенные для выполнения идентичной задачи, независимо от организационных, методических и иных особенностей.

Правильный выбор эталона для сравнения. При анализе экономической эффективности нет необходимости перебирать и сравнивать все теоретически известные и практически используемые варианты. Если исходить из того, что каждый новый проект (управленческое решение) должен значительно превышать уровень эффективности и конкурентоспособности известных вариантов, за эталон для сравнения должен приниматься лучший из существующих в мире вариантов. На практике в качестве эталона для сравнения часто принимается наилучший вариант российского происхождения, что обеспечивает анализ реальной эффективности рассматриваемого проекта (решения).

Сопоставимость технико-экономических показателей предопределяет во многом достоверность и объективность аналитических результатов и выводов. Для обеспечения сопоставимости необходимо использовать одни и те же единицы измерения параметров, однородные информационные массивы, одинаковые базы сравнения, стандартные методы расчета показателей эффективности и т.п.

Приведение сравниваемых вариантов к тождественному эффекту касается вариантов, отличающихся своими масштабами, эксплуатационными характеристиками, конечными результатами их использования и т.п. На практике оно сводится к нормированию различных вспомогательных показателей по величине основного (для каждого рассматриваемого варианта). Например, при сравнении между собой различных объемных финансово-экономических показателей предприятий (прибыль, задолженность и проч.) они нормируются по общей стоимости активов (валюте баланса).

Комплексность проведения анализа предполагает:

- использование системы основных и дополнительных (локальных) показателей экономической эффективности;
- применение удельных (нормированных по сумме или максимальному значению) и частных показателей эффективности, позволяющих более полно оценить положительные и негативные аспекты вариантов с учетом их специфических особенностей;
- расчет и анализ наряду со стоимостными показателями различных натуральных показателей, характеризующих качество, надежность и долговечность продукции, ее ресурсоемкость, изменение экологических, социальных и других параметров;
- расчет и изучение уровня эффективности проекта (управленческого решения) во всем диапазоне условий и всех областях применения каждого варианта с учетом влияния разнообразных внутренних и внешних факторов, в том числе факторов неопределенности и риска;

- выявление интегральной экономической эффективности, включающей сумму основного, а также сопутствующего эффекта, получаемого в смежных сферах;
- оценка суммарной народнохозяйственной эффективности, отражающей результаты практического использования каждого проекта (решения) за весь период времени его действия.

Учет фактора времени при анализе и обосновании эффективности предопределяет необходимость выполнения следующих требований:

- приведение предстоящих разновременных доходов и расходов к единому исходному периоду времени, т.е. дисконтирование стоимостных показателей в связи с их обесценением;
- учет влияния фактора сезонности;
- охват всего периода, т.е. жизненного цикла создания и использования каждого проекта;
- выбор оптимального режима работы персонала и оборудования, требуемого для осуществления проекта.

Научная обоснованность, объективность и законность выводов, заключений и рекомендаций требует независимости экспертов и экспертных организаций, что позволяет обеспечить достоверность данных и соблюдение принципа юридической и административной ответственности за качество проведения экспертизы.

Эффективность любого управленческого решения, направленного на развитие производства, внедрение новой техники, технологии, на рационализацию использования трудовых и материальных ресурсов и т.п., не может быть выражена каким-либо одним универсальным показателем. Решения, принимаемые в процессе управления пакетами государственных ценных бумаг, не являются исключением. Поэтому, чтобы объективно и комплексно оценить уровень эффективности, масштабы и темпы ее изменения, необходимо использовать достаточно обширную систему различных показателей. На практике широко применяются абсолютные (стоимостные, натуральные, трудовые) и относительные (различные коэффициенты) показатели эффективности.

Базовые показатели экономической эффективности социально-экономических проектов и управленческих решений:

Прибыль – является одним из наиболее обобщающих показателей эффективности, характеризующих конечные результаты хозяйствования. Это денежный эффект, доход, определяемый как разность между суммой выручки от реализации продукции (работ, услуг) и суммой издержек производства (себестоимостью). В расчетах обычно используются данные о чистой прибыли, которая определяется путем вычитания из общей суммы полученной прибыли подлежащих уплате налогов и иных обязательных платежей.

Чистый дисконтированный доход (т.е. интегральный экономический эффект или интегральная прибыль) используется при оценке проектов, которые осуществляются в течение нескольких лет, так как при этом расходующиеся денежные средства требуют дисконтирования. Показатель определяется путем суммирования за все годы дисконтированных показателей чистой (после вычета налогов) прибыли, а также амортизации и вычитания из полученной суммы объема инвестиций, предназначенных на реализацию данного проекта. Как правило, данный показатель служит одним из основных критериев при конкурсном отборе вариантов социально-экономических проектов, претендующих на получение государственной финансовой поддержки для их реализации.

Объем капитальных вложений, связанных с реализацией социально-экономического проекта (управленческого решения). В состав капитальных вложений включаются средства, расходуемые на приобретение земельного участка, оборудования, его доставку и монтаж, на строительство зданий и сооружений, покупку инструмента, оснастки, инвентаря, различных элементов оборотных фондов, на выполнение пусконаладочных и других работ. Таким образом, общий объем капитальных вложений представляет собой сумму основного и оборотного капиталов.

На основе трех базовых показателей рассчитываются конечные результативные показатели:

Рентабельность продукции определяется отношением суммы полученной балансовой прибыли от реализации продукции (работ, услуг) и амортизации к их полной себестоимости и выражается в процентах.

Рентабельность производства рассчитывается по народному хозяйству страны, отрасли, субъекту Федерации или предприятиям как отношение суммы балансовой прибыли и амортизации к сумме среднегодовой балансовой стоимости основных производственных фондов и нормируемых оборотных средств и выражается в процентах.

Производство чистой продукции (национального дохода) на один рубль затрат определяется в целом по субъекту Федерации или народному хозяйству как отношение национального дохода к сумме затрат за данный период времени. По отдельным предприятиям и объединениям этот показатель определяется отношением чистой продукции к ее себестоимости (сумме затрат на производство).

Коммерческая эффективность отражает финансовые результаты осуществления каждого экономического проекта и определяет целесообразность его реализации для каждого отдельного партнера – участника проекта (в т.ч. государства). Рассчитывается как отношение суммы полученных финансовых результатов (прибыли) к произведенным затратам и выражается в процентах.

Срок окупаемости капиталовложений – период времени, за который инвестор возвратит вложенный в дело капитал за счет полученного чистого дохода. Определяется отношением суммы капиталовложений к массе чистого дохода в расчете на один год. При этом к чистому доходу добавляется сумма начисленной в расчетном году амортизации используемых при реализации проекта основных производственных фондов.

Бюджетная эффективность определяется при использовании средств из бюджетов различных уровней (госбюджет, региональный бюджет или бюджет предприятия) для финансирования капиталовложений по экономическому проекту. Например, на государственном уровне бюджетная эффективность проекта определяется как отношение суммы дисконтированной величины налоговых поступлений и иных обязательных платежей в бюджет к размеру государственной гарантии, предоставляемой инвесторам под заемные средства для реализации социально-экономического проекта.

Экспертиза экономической эффективности и конкурентоспособности социально-экономических проектов и управленческих решений завершается в два этапа, на которых последовательно выполняется:

- оценка полноты соблюдения при реализации проекта установленных государством в нормативно-правовых актах и инструктивно-методических документах заданий, индикативных показателей и условий хозяйствования;
- проверка соответствия утвержденным государством значений (уровней) важнейших пороговых показателей, гарантирующих социальную, экономическую, продовольственную, экологическую и национальную безопасность страны.

После этого производится окончательное сравнение основных итоговых (результативных) экономических показателей анализируемых вариантов и выбор лучшего из них с учетом отдельных данных о конъюнктуре в кредитной сфере, соответствующей отрасли и финансовом положении конкурентов.

Государство максимально заинтересовано в реализации наиболее эффективных социально-экономических проектов. В этих целях оно разрабатывает систему показателей эффективности хозяйствования, устанавливает нормативные уровни важнейших конечных экономических, экологических, социальных и иных критериев, определяет их пороговые значения. Пороговые значения критериев, количественных и качественных показателей разрабатываются в интересах успешной реализации государственной стратегии управления государственными пакетами ценных бумаг и регламентируют предельные уровни (барьеры), выход за которые недопустим, поскольку может вызвать потери и эффективное решение социально-экономических задач или создать угрозу для национальной безопасности.

Предприятия с долей государства в уставном капитале в значительной степени формируют экономический потенциал страны, непосредственно влияя на социально-политический климат в обществе. Это характерно не только для современной России, но и для других стран. Например, в некоторых странах Европейского Сообщества общая доля принадлежащего государству акционерного капитала доходит до 30%. Государственное влияние на корпоративный сектор реальной экономики как инструмент воздействия на социально-экономические процессы используется для решения следующих задач:

- аккумуляция и перераспределение денежных средств на основе использования налоговой системы, операций на финансовом рынке с государственными пакетами ценных бумаг в целях обеспечения доходов и расходов государственного бюджета, обеспечивающих поддержку деловой активности;
- поддержка занятости на основе сохранения существующих и создания новых рабочих мест;
- выравнивание экономических циклов посредством обеспечения государственных инвестиций, госзакупок, реконструкции предприятий инфраструктуры;
- формирование наиболее рациональной структуры народного хозяйства посредством реконструкции действующих и строительства новых предприятий в развивающихся отраслях и видах производства;
- развитие науки, обеспечение технологического применения ее результатов, подготовка научных кадров;
- интенсификация внешнеэкономической деятельности с помощью государственных организаций.

Оценка социальных результатов проекта означает, что он соответствует социальным нормам, стандартам и условиям прав человека. Обязательным условием реализации такого проекта является создание для работников нормальных условий труда и отдыха, обеспечение их жилой площадью и объектами социальной инфраструктуры. Социально-экономическая эффективность проекта наряду с перечисленными выше экономическими показателями характеризуются следующими базовыми социальными показателями:

- увеличение количества рабочих мест или рост доли высокооплачиваемых мест;
- изменение структуры персонала по уровню специальной подготовки, образования и т.д.;

- изменение условий труда работников;
- улучшение жилищных и культурно-бытовых условий работников;
- изменение надежности снабжения населенных пунктов или регионов основными видами товаров;
- изменение уровня здоровья работников и населения;
- экономия свободного времени населения.

4. Реализация управленческих решений и оптимизация портфеля активов является практическим продолжением предыдущего этапа и состоит из совокупности организационных мероприятий. Эти мероприятия включают:

- проведение системного анализа предприятий с целью формирования тактических решений;
- оценку качества прибыли акционерных обществ для принятия конкретных решений по инвестированию или деинвестированию (увеличению или уменьшению государственного пакета акций за счет операций на фондовом рынке);
- проведение государственной политики посредством голосования на общих собраниях акционеров предприятий с долями государства в уставном капитале, а также с помощью представителей государства в органах управления акционерных обществ;
- оценку залоговой стоимости пакетов акций с целью дальнейшего использования этих государственных активов для привлечения новых финансовых ресурсов;
- проведение процедур реструктуризации предприятий в форме слияния, поглощения, присоединения или иного преобразования для решения конкретных задач экономического развития в регионах или отраслях;
- использование процедур банкротства в управлении пакетами акций для решения конкретных экономических задач.

Практика развития корпоративного сектора экономики России в последнее десятилетие показала, что силы самоорганизации рынка не обеспечивают соблюдения экономических интересов всех акционеров (в том числе государства) пропорционального их долям в уставном капитале. Объективной необходимостью является сознательное вмешательство государства, как акционера, в формирование сбалансированных корпоративных отношений на предприятиях с государственной долей собственности. Мировой опыт подтверждает, что только справедливое представительство интересов всех акционеров создает условия, благоприятные для устойчивого роста акционерного капитала и быстрого развития производственной базы предприятия.

В процессе реализации управленческих решений государство должно настаивать на внедрении принципов рационального менеджмента на предприятиях с государственными долями в уставных капиталах, основанных на комплексном внедрении информатизации, проведении глубокого анализа, точного расчета, моделирования и прогнозирования ситуаций, выработке и реализации наступательных инновационных стратегий. Наивысшая эффективность хозяйствования достигается не за счет принадлежности предприятия к той или иной организационно-правовой форме, а благодаря конкурентным преимуществам, мировому уровню качества продукции, активному внедрению новейших достижений, высочайшей квалификации персонала, прогрессивным методам и гибкости управления и т.п.

Результатом реализации управленческих решений является оптимизация государственного портфеля ценных бумаг, оценочным критерием которой является максимальное повышение стоимости акционерного капитала.

5. На этапе **измерения и оценки эффективности управления** производится вычисление реализованной доходности портфеля и сопоставление полученного результата с выбранным базисным показателем. При этом базисным показателем может служить некоторая количественная характеристика поведения заранее выбранного набора ценных бумаг. Как правило, в этом качестве выступают различные фондовые индексы. Социально-экономическая эффективность оценивается по описанным выше критериям.

§ 3. ОСОБЕННОСТИ УПРАВЛЕНИЯ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ

Специфика социально-экономического периода, который переживает в настоящее время Россия, накладывает отпечаток на стратегию и тактику управления государственной собственностью на рынке ценных бумаг. С этой точки зрения особого внимания в настоящее время требуют следующие вопросы:

- 1) организация представительства государства в органах управления акционерных обществ с государственными долями в уставном капитале;
- 2) доверительное управление государственными пакетами акций;
- 3) обеспечение научно-технической поддержки управленческих решений, принимаемых государственными органами в процессе управления пакетами ценных бумаг;
- 4) обеспечение предприятий инвестициями с помощью инструментов рынка ценных бумаг;
- 5) оценка рыночной стоимости пакетов акций.

1. Организация представительства государства в органах управления предприятий корпоративного сектора осуществляется с помощью специального института официальных представителей, назначаемых соответствующими государственными органами. Такие представители выдвигаются государством на должности членов Советов директоров (наблюдательных советов) и ревизионных комиссий акционерных обществ. Замещение этих должностей осуществляется по именованному принципу. После процедуры обязательного утверждения представителей государства на общем собрании акционеров они исполняют свои обязанности в акционерных обществах по совместительству, без освобождения от своих основных государственных должностей. В случае если служащий покидает государственную систему управления или его работа в акционерном обществе становится невозможной по иным причинам, на ближайшем собрании акционеров он должен быть заменен другим представителем государства.

Представитель является проводником информации от предприятия к государству и каналом передачи управляющих воздействий от государства к предприятию. Другими словами, он представляет в руководстве акционерного общества позицию государства, а также информирует государство о решениях руководства акционерного общества, что позволяет проследить, в какой степени ему удалось отстоять интересы государства, т.е. оценить эффективность деятельности представителя. Используя институт своих представителей, государство получает возможность влиять на принятие решений в Советах директоров акционерных обществ, формировать политику развития обществ, ориентированную на учет интересов государства.

2. Доверительное управление государственными пакетами акций заключается в передаче государством, как учредителем управления, доверительному управляющему на определенный срок по договору в управление государственной собственности в виде пакетов ценных бумаг корпоративных предприятий. Доверительный управляющий (индиви-

дуальный предприниматель или коммерческая организация) после этого осуществляет в пределах, предусмотренных законом и договором доверительного управления имуществом, правомочия собственника в отношении имущества, переданного в доверительное управление. Существенными моментами модели доверительного управления государственными пакетами акций, используемой в России, являются:

- гласный, открытый и конкурсный характер выбора доверительного управляющего (условия проведения конкурсов на доверительное управление закреплены в соответствующих нормативных документах) – конкурсная основа позволяет выделить наиболее результативных управляющих и сформировать конкурентную среду для здорового соперничества;
- осуществление доверительного управления на основе специального договора, заключаемого по каждому объекту государственной собственности, согласно которому доверительный управляющий обязуется осуществлять управление этой собственностью в интересах государства – в таком договоре устанавливаются цели, сроки, методы контроля и условия доверительного управления;
- представление доверительным управляющим учредителю управления регулярных отчетов о своей деятельности в срок и в порядке, которые установлены законодательством о доверительном управлении имуществом и договором.

3. Обеспечение научно-технической поддержки управленческих решений, принимаемых государственными органами в процессе управления пакетами ценных бумаг, является многогранным процессом.

Современные производственные технологии все в большей степени направлены на нематериальные активы – на так называемый человеческий капитал. Это подразумевает развитие систем маркетинга, дистрибьюции, информационных систем, повышение качества менеджмента, квалификации и навыков персонала. В связи с этим технологии управления активами также становятся самостоятельными факторами развития производства.

Значительная часть предприятий с долями государства в уставном капитале располагает высоким производственно-технологическим потенциалом. В то же время у них отсутствуют или незначительно развиты такие факторы, как маркетинговая инфраструктура, современный менеджмент, реструктуризация бизнес-процессов, квалификация управленческого персонала, бухучет по международным стандартам, прозрачность информации о деятельности акционерного общества. Мировой опыт показывает, что интенсивное развитие этих факторов способно значительно повысить конкурентоспособность и соответственно увеличить стоимость государственных пакетов корпоративных ценных бумаг. Задействовать нематериальные факторы конкурентоспособности могут помочь профессиональные консалтинговые и управляющие компании с большим опытом работы по реструктуризации бизнес-процессов. Такие компании целесообразно привлекать на конкурсной основе к разработке и реализации управленческих решений, принимаемых государственными органами в процессе управления пакетами ценных бумаг.

Основными направлениями деятельности консультационных компаний должны стать:

- реструктуризация бизнес-процессов на предприятиях с долями государства в уставных капиталах,
- изучение причин низкой экономической эффективности работы предприятий;
- разработка стратегии развития предприятий;

- перевод бухучета предприятий на международные стандарты;
- экспертиза предложений по вхождению государства в капитал коммерческих структур;
- осуществление мероприятий по выводу предприятий с долями государства на рынок ценных бумаг, включая проведение рекламно-имиджевых компаний;
- подготовка вторичных эмиссий акций и эмиссий корпоративных облигаций;
- выявление пакетов акций, которые целесообразно приобрести в собственность государства;
- выявление пакетов акций, которые целесообразно реализовать, и отработка процедур их реализации;
- обучение и консультации представителей государства в органах управления корпоративных предприятий.

4. Обеспечение предприятий инвестициями с помощью инструментов рынка ценных бумаг является сравнительно новой и малоисследованной проблемой для российской экономики. Государственная политика по экономической поддержке предприятий, пакет акций которых принадлежит государству, в условиях работающего рынка ценных бумаг может реализовываться не за счет бюджетных ассигнований и дотаций, а путем привлечения инвестиций через эмиссию долевых и долговых ценных бумаг.

Государственная поддержка процесса проведения вторичных эмиссий может предусматривать использование следующих мер:

- предоставление эмитентам со стороны государственного бюджета специальных налоговых льгот на этапе подготовки и проведения эмиссии;
- выделение целевых кредитов предприятиям-эмитентам на финансирование эмиссионной деятельности;
- реструктуризация арендных и коммунальных платежей предприятий-эмитентов в государственный бюджет;
- корректировка государственного заказа среди предприятий с учетом планов их эмиссионной деятельности;
- создание системы методической и консультационной поддержки региональных предприятий в процессе выхода на внутренние и международные рынки капитала;
- развитие системы обучения руководителей и главных специалистов предприятий основам фондового рынка и технологии проведения эмиссий.

5. Оценка рыночной стоимости пакетов акций проводится в два этапа: сначала оценивается стоимость предприятия в целом, а затем – стоимость пакета акций, принадлежащих государству.

Оценка рыночной стоимости всего предприятия (компании) в целом V_k , что аналогично оценке 100 % ее обыкновенных акций, может проводиться любым из известных методов, рассмотренных в других главах данного учебника. При этом наиболее существенным моментом является доступ оценщика к внутренней информации (балансовым отчетам за последние периоды, прогнозам денежных потоков предприятия и пр.) оцениваемого предприятия (так как оценка пакетов акций часто производится не по инициативе самого предприятия). Специфика здесь состоит в том, чтобы заранее знать, заложена ли премия за

контроль (рыночная компонента стоимости) в итоговую оценку рыночной стоимости предприятия.

Например, метод рынка капитала ориентирован на оценку всего предприятия как бы с точки зрения инвестора, приобретающего в предприятии долю меньшинства. Причина состоит в том, что оценочные рыночные мультипликаторы, используемые в этом методе, изначально рассчитываются по котировкам рыночной цены ликвидных акций компании-аналога, которые на фондовом рынке покупались и продавались мелкими пакетами. Во всяком случае, здесь не накладывается того ограничения, что по компании-аналогу должны учитываться лишь сделки с пакетами, предоставлявшими контроль над компанией.

Метод сделок (разновидность метода компании-аналога), напротив, изначально ориентирован на получение оценки рыночной стоимости предприятия в расчете на инвестора, приобретающего контроль над предприятием. Поэтому в дальнейшем соответствующая оценка не требует добавления премии за контроль, так как используемые в методе сделок оценочные мультипликаторы по определению должны быть рассчитаны по ценам только тех сделок с акциями компании-аналога, результатом которых являлась передача контроля над компанией покупателю в таких сделках.

Метод дисконтированного денежного потока и метод накопления активов в данном отношении аналогичен методу сделок. Данные методы также выводят сразу на оценку стоимости предприятия при обладании контролем над ним. Это объясняется тем, что по методу дисконтированного денежного потока стоимость предприятия определяется по его будущим денежным потокам, которые, по сути, представляют собой не что иное, как средства на счете предприятия (плюс, в отечественной отчетности, учтенная наличность фирмы). Контролирующий инвестор практически в любой ситуации может при необходимости найти легальный способ направить в нужное русло заработанные предприятием средства. Метод накопления активов прямо ориентирован на контролирующего предприятие инвестора, так как только он будет иметь достаточно влияния, чтобы при необходимости настоять на продаже оцениваемых активов предприятия (при одновременном сокращении выпуска либо даже закрытии предприятия) и распорядиться полученной выручкой с учетом своих интересов.

После оценки предприятия в целом определяется прогнозная рыночная (обоснованная рыночная) цена государственного пакета акций. Оценка конкретного пакета акций предприятия, для которого предварительно определена обоснованная рыночная (инвестиционная) стоимость, осуществляется согласно следующему алгоритму:

1) Находится условная стоимость пакета $V_{\text{пак}}$, пропорциональная доле государства D (в процентах) в уставном капитале предприятия:

$$V_{\text{пак}} = DV_{\text{к}} / 100$$

2) Вносится поправка, учитывающая степень контроля над компанией, который способен дать пакет акций размером D . Такая поправка в виде премии за контроль вносится лишь в том случае, если использованный ранее метод оценки рыночной стоимости всего предприятия не учитывал автоматически стоимости контроля. Размер премии зависит от отрасли, в которой работает предприятие, и от степени контроля, который обеспечивается размером пакета акций. Покупатель пакета платит премию за то, что получает возможность не только получать дивиденды и перепродавать с рыночным выигрышем свои ликвидные акции на вторичном рынке, но и может получить следующие преимущества:

- использовать свое влияние для проведения трансфертных сделок предприятия (не по рыночным ценам) в пользу третьих аффилированных с ним лиц

(по небольшим сделкам это практикуется в России постоянно; по крупным сделкам это запрещается законом, но трудно доказуемо);

- получить в удобный для себя момент свободный от долгов остаток имущества предприятия при его добровольной ликвидации по настоянию контролирующего инвестора (для реализации такой возможности контролирующему инвестору необходимо иметь как можно больше привилегированных акций, которые позволяют в первую очередь получить ликвидный остаток имущества);
- решать вопросы продажи в нужное время либо сдачи в аренду нефункционирующих активов предприятия, количество которых, пользуясь своим влиянием, контролирующий инвестор способен произвольно увеличивать, сокращая объем операций предприятия.

Имея в виду данные преимущества контролирующего инвестора, можно с полной определенностью утверждать, что цена пакета акций должна содержать как бы премию за контроль, если размер такого пакета с учетом распределения обычных (голосующих) акций среди прочих инвесторов предоставляет приобретающему подобный пакет акций инвестору фактический контроль над предприятием. По разным оценкам (основанным преимущественно на международной статистике фондовых рынков), премия может достигать 30- 40% от предварительной оценки значения $V_{\text{пак}}$, полученной на предыдущем шаге.

Однако если использованный при оценке рыночной стоимости всего предприятия метод уже автоматически учитывал стоимость полного контроля, а продаваемый пакет акций обеспечивает лишь частичный контроль, то связанная с контролем поправка к цене пакета будет носить уже форму скидки. По данным международной статистики фондовых рынков, эта скидка может составлять 20-25% предварительной оценки $V_{\text{пак}}$.

Характерно, что размеры премии за контроль и скидок за неконтрольный характер оцениваемого пакета акций численно, как правило, не совпадают. Это объясняется тем, что премии за контроль рассчитываются на основе статистики, которая отражает перепад в ценах на акции (между ценой акции в составе пакетов, скупаемых для увеличения степени контроля над предприятием, и ценой акций в обычных сделках купли/продажи мелких пакетов акций). В то же время скидки за недостаточный контрольный характер пакета акций определяются на базе сравнения стоимости акций в обычных сделках с мелкими пакетами и их цены, когда мелкими пакетами распродают крупные пакеты акций. Очевидно, что приобретение контроля над компанией при быстро выявляемом факте скупки мелких пакетов требует большей прибавки к цене акции, чем можно было бы ожидать выручить сверх цены акции в обычных сделках при попытке получить компенсацию за теряемый контроль, когда он продается, но не приобретается многими покупателями мелких частей распыляемого крупного пакета.

3) Стоимость пакета корректируется в зависимости от факта (при более тщательном анализе – степени) ликвидности или неликвидности акций оцениваемого предприятия. Под ликвидностью здесь понимается способность акций или даже конкретного пакета акций быть проданными на вторичном фондовом рынке другим инвесторам в достаточно короткое время за цену, которая бы незначительно отличалась от цены нелимитированной по времени продажи.

Фактор учета ликвидности акций оцениваемой компании существен лишь для инвестора, который не приобретает контроля над предприятием. Ему важно сохранить возможность извлечь из предприятия, пусть даже не за его счет, а за счет третьих лиц – покупателей акций, свои средства (чтобы они не оказались заблокированными) в момент, когда ему это удобно. Таким образом, если оценивается неконтрольный пакет акций и акции предприятия неликвидны (доля в предприятии свободно нереализуема), то со стоимости

этого пакета, в которой уже учтена степень обеспечиваемого пакетом акций контроля над предприятием, необходимо произвести скидку за недостаток ликвидности акций. Обычно эта скидка составляет порядка 30%. В разных отраслях она может различаться.

При оценке крупного пакета акций, обеспечивающего контроль над предприятием, фактором ликвидности часто можно просто пренебречь, так как контролирующей компанию инвестор приобретает возможность по-иному, в случае необходимости, извлечь свои средства. Однако иногда необходимо установить методами оценки бизнеса обоснованную стоимость как неконтрольного, так и контрольного пакетов достаточно ликвидных акций. На первый взгляд, такого случая не должно быть, так как стоимость ликвидных акций устанавливается непосредственно фондовым рынком. Однако если фондовому рынку не предоставляется достоверная и полная информация по некоторым компаниям, он может давать искаженные случайные оценки, которые при отсутствии у рынка доступа к соответствующей внутренней информации о компании необходимо корректировать.

4) Если акции оцениваемого предприятия еще не размещены на фондовом рынке, вводится дополнительная скидка с результата предыдущих корректировок показателя $V_{\text{пак}}$. Размер скидки за неразмещенность определяется на основе статистики издержек по размещению на фондовом рынке акций сходных по размеру компаний той же отрасли, что и рассматриваемая фирма, т. е. издержек по регистрации акций для обращения, по включению в листинг фондовых бирж, по найму постоянных брокеров и проч. Ориентировочно размер указанной скидки может составлять до 10-15% стоимости акций, ранее уже скорректированной с учетом факторов степени обеспечиваемого пакетом акций контроля над бизнесом, а также степени ликвидности акций.

Если не учитывать дивиденды, которые может обеспечить пакет акций до его продажи (что характерно для вложений в большинство российских предприятий, нуждающихся для своего развития в реинвестировании всех получаемых ими прибылей), чистый текущий доход от государственного пакета ценных бумаг P_T может быть рассчитан по формуле:

$$P_T = (V_{\text{пак}} - V_0) / (1+d)^{t_{\text{пр}}}, \quad \text{где:}$$

V_0 – рыночная стоимость пакета акций на момент его приобретения;

d – ставка дисконта, учитывающая риски бизнеса предприятия, пакет акций которого принадлежит государству;

$t_{\text{пр}}$ – длительность прогнозного периода или время, через которое происходит продажа государственного пакета акций.