

УДК 336 (476)

**ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ ГОСУДАРСТВА  
НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ****Л.А. КРИЦКАЯ***(Белорусский государственный экономический университет, Минск)*

*Проведено комплексное исследование экономических основ инвестиционной деятельности государства на национальном фондовом рынке. Обоснован приоритет стратегического управления в процессе инвестиционной деятельности государства на рынке ценных бумаг. Предложен алгоритм такого управления.*

Инвестиционная деятельность государства на рынке ценных бумаг – это поддержка субъектов предпринимательской деятельности путем прямых государственных инвестиций в их уставные капиталы, деятельность по управлению пакетами акций, находящимися в государственной собственности, использование акций, находящихся в государственной собственности, и производных от них инструментов для развития и активизации национального фондового рынка. Инвестиционная деятельность государства предполагает тесное взаимодействие органа по регулированию рынка ценных бумаг с другими государственными органами, на которые возложены функции по проведению экономической, финансовой, фискальной политики, а также функции по управлению имуществом, находящимся в государственной собственности. Такая государственная функция на этапах восстановления и развития экономики способна создать предпосылки для эффективного развития экономики страны, будущего экономического роста.

Инвестиционная деятельность государства включает:

- принятие решений о государственных инвестициях в уставные капиталы коммерческих компаний;
- операции на рынке ценных бумаг с акциями, принадлежащими государству;
- управление портфелем прямых инвестиций в акции, принадлежащие государству, путем участия

в принятии стратегических управленческих решений, влияющих на бизнес компании-эмитента.

Как видно из перечисленных выше направлений инвестиционной деятельности государства, в основе их лежит задача управления пакетами акций, находящимися в собственности государства. При этом в данном случае инвестиции государства рассматриваются не просто как портфельные инвестиции, а как стратегические инвестиции, преследующие цель повышения эффективности хозяйственной деятельности компании-эмитента. Такой подход является новым в деятельности государственных органов на национальном фондовом рынке.

Управление пакетом акций, принадлежащим государству, заключается в инициировании стратегических решений на уровне органов управления компанией-эмитентом посредством реализации того объема прав, которые предоставляет государству его пакет акций. *Цель такого управления* – поддержка социально значимых и инфраструктурных предприятий, вывод их на безубыточный режим работы, содействие повышению эффективности их финансово-хозяйственной деятельности и последующий выход из состава акционеров путем продажи пакета акций стороннему инвестору по цене, превышающей цену при приобретении, с последующей реинвестицией вырученных средств в социально значимые предприятия, являющиеся убыточными.

Это особенно актуально в связи с тем, что доля нерентабельных предприятий и организаций в производственном секторе экономики хотя и сократилась по сравнению с 2003 годом, все же составила 20,9 % в 2004 году (36,2 % – в 2003 году). Сумма убытков таких предприятий по всем отраслям экономики в 2004 году – 711,4 млрд. бел. руб. (832,3 млрд. бел. руб. – в 2003 г.) [1].

Анализируя деятельность государства как инвестора на рынке ценных бумаг в Беларуси, невозможно не упомянуть о том, что с 5 июня 2004 года вступил в силу Указ Президента Республики Беларусь № 125 «Об особом праве («золотой акции») государства на участие в управлении хозяйственными обществами». Он значительно расширил сферу применения «золотой акции». Если действующий Указ от 14.11.1997 г. № 591 «Об особом праве («золотой акции») государства на участие в управлении акционерными обществами» допускал применение этого особого права государства только в отношении акционерных обществ, имеющих долю государственной собственности, то согласно Указу № 125 «золотая акция» может вводиться в хозяйственных обществах (акционерных, обществах с ограниченной и с дополнительной ответственностью), созданных в процессе разгосударствления и приватизации госсобственности, а также образованных путем реорганизации обществ, созданных в процессе разгосударствления и приватизации. Причем она может вводиться независимо от того, есть ли в настоящее время в их имуществе доля государства. В качестве оснований для введения «золотой акции» Указ называет невыплату в полном объеме заработной платы работникам общества в течение трех месяцев подряд, неудовлетворительную структуру бухгалтерского баланса в течение шести месяцев, необходимость защиты прав и свобод граждан, обеспечения обороны и безопасности государства, а также соблюдения его экономических интересов. Практически это означает, что особое право может быть в любой момент введено в отноше-

нии любого хозяйствующего субъекта, имущество которого либо имущество общества, правопреемником которого данное общество является, когда-либо относилось к государственной собственности. При этом срок, на который может быть введена «золотая акция», Указом не ограничен.

Изменился и порядок принятия решения о введении особого права «золотой акции». В отношении хозяйственных обществ, акции (доли) которых принадлежат Республике Беларусь, решения принимаются республиканскими органами государственного управления по согласованию с Советом Министров; в отношении иных обществ – местными исполнительными и распорядительными органами, на территории которых они находятся.

Особая форма государственного управления введена в июле текущего года еще на одном отечественном предприятии. В соответствии с Постановлением Совета Министров от 15.07.2005 г. № 789, она будет действовать до 1 января 2006 года на ОАО «Лакокраска» (г. Лида).

По состоянию на июль текущего года государству принадлежало 25 % акций в Уставном фонде этого предприятия. В 2004 году ОАО «Лакокраска» получило выручку 67,7 млрд. бел. руб. Кредиторская задолженность составила 3,3 млрд. бел. руб.; дебиторская – 3,6 млрд. бел. руб. За 1 квартал 2005 года убытки составили 1937,0 млн. бел. руб.; количество акционеров – 3248; среднесписочная численность работающих – 1731 чел. Дивиденды за 2004 год не выплачивались [2].

Однако этот инструмент не является исключительно белорусским изобретением. Он широко применяется в мировой практике, но по-разному. Особое право управления капиталом, получившим название «золотая акция», стало широко применяться в 80-х годах прошлого века в Великобритании, когда Правительство Маргарет Тэтчер успешно осуществляло программу приватизации. Отметим, что применение «золотой акции» в Европе не ограничивается только сферой управления государственным имуществом. Нередко при продаже компании в договор вписывался пункт о «золотой акции», которая позволила бы прежним владельцам контрольного пакета сохранить определенные традиции, заблокировать некоторые решения правления, а также иметь преимущества при распределении дивидендов. Но в любом случае согласие на каждый такой пункт договора должны дать покупатели, и, конечно же, это повлияет на цену сделки.

Европейский суд – высший арбитражный орган Евросоюза – в 2004 году признал незаконным использование государством «золотой акции», с помощью которой правительства таких стран, как Великобритания, Дания, Португалия, Нидерланды, Испания и др., вмешивались в решения частных компаний. Такая практика была признана противоречащей принципу свободного движения капитала внутри Евросоюза.

Несмотря на эту явно выраженную европейскую тенденцию ограничения вмешательства государства в деятельность негосударственных компаний, некоторые страны СНГ обращаются к использованию «золотой акции». Так, в России статья 1 Федерального закона от 26.12.1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» устанавливает, что особенности создания акционерного общества при приватизации государственных и муниципальных предприятий определяются законодательством о приватизации. А статья 38 федерального закона от 21.12.2001 г. № 178-ФЗ «О приватизации государственного и муниципального имущества в Российской Федерации» устанавливает право Правительства Российской Федерации, органов государственной власти субъектов федерации принимать решение при приватизации государственных комплексов унитарных предприятий или при принятии решения об исключении открытого акционерного общества из перечня стратегических акционерных обществ об использовании в отношении указанных ОАО специального права на участие соответственно Российской Федерации и ее субъектов в управлении указанными обществами. При этом существует строгое разграничение возможности участия властей в использовании «золотой акции»: Российская Федерация и ее субъекты не могут одновременно использовать в отношении одного и того же ОАО специальное право («золотую акцию»); кроме того, субъекты федерации не могут использовать такое право в отношении ОАО, созданного путем преобразования федерального государственного унитарного предприятия, в период, когда акции этого общества находятся в федеральной собственности. Такое право используется в целях обеспечения обороны страны и безопасности государства, защиты нравственности, здоровья, прав и законных интересов граждан.

Среди государств СНГ, применяющих «золотую акцию» можно назвать Кыргызскую Республику, где это право закреплено в законе от 31.01.2002 г. «О приватизации государственной собственности» (ст. 31). В Казахстане действует иной механизм. Там в соответствии с пунктом 3 статьи 139 Гражданского кодекса «золотая акция» может быть введена учредительным собранием или общим собранием акционеров. При этом владелец «золотой акции» обладает лишь правом вето на решения общего собрания, правления и совета директоров по вопросам, определяемым уставом общества.

Свое понимание концепции «золотой акции» в Азербайджане. В соответствии с Положением о выпуске и регистрации акций акционерных обществ открытого типа, созданных в ходе приватизации государственной собственности, утвержденным Указом Президента от 19.05.1998 г. № 705, акционерные общества, учрежденные в процессе приватизации госпредприятий, имеют право выпускать «золотую акцию», при этом она является ценной бумагой, отражающей «пай государства в уставном капитале акционерного общества». Такая акция дает ее обладателю право вето на следующие решения, принятые  $\frac{3}{4}$  голосов и касающиеся исключительно полномочий общего собрания акционеров: о внесении изменений в

устав общества, о приостановлении деятельности общества, о создании филиалов или приостановлении их деятельности.

Однако система таких мер не должна замещать должный контроль со стороны государства, за исполнением законодательства о ценных бумагах. Также и регулятивные решения государства на рынке ценных бумаг являются необходимым условием реализации качественных инвестиционных решений всеми участниками фондового рынка, включая и государство-инвестора. Регулирование рынка ценных бумаг обеспечивает единство правил и стандартов деятельности всех его участников, создает равные условия доступа инвесторов к публично раскрываемой информации, способствует повышению качества корпоративного управления. Без создания системы действенного регулирования эффективность инвестиций будет оставаться на низком уровне.

Принимаемые государством регулятивные решения относятся ко всем участникам рынка ценных бумаг без исключения, и не могут действовать в отношении определенной группы инвесторов, в том числе и самого государства.

Аккумуляция пакетов акций, принадлежащих государству, происходила в Беларуси по двум основным направлениям: пакеты акций, полученные в результате приватизации государственной собственности, и пакеты акций, сформировавшиеся в результате участия государственных органов в капитале коммерческих организаций. На 1 июля 2005 года реформировано 1852 объекта республиканской формы собственности, способы приватизации которых отражены в табл. 1.

Таблица 1

Реформирование республиканской собственности по способам приватизации

Наименование показателя	Количество объектов					Всего
	1991–2003 г.	2004 г.	2005 г.			
			I квартал	II квартал	I полугодие	
<i>Разгосударствление</i>						
Выкуп арендованного имущества арендным предприятием	135	0	0	0	0	135
Выкуп государственного имущества трудовым коллективом	25	0	0	0	0	25
Выкуп государственного имущества частными лицами	1	0	0	0	0	1
Преобразование в акционерное общество	824	52	1	0	1	877
Продажа по конкурсу	17	0	0	0	0	17
Продажа на аукционе	8	0	0	0	0	8
<i>Отчуждение</i>						
Продажа конкретному покупателю	226	17	2	1	3	246
Продажа с аукциона	260	64	12	18	30	354
Продажа с аукциона методом понижения	0	2	0	0	0	2
Продажа по конкурсу	155	2	0	0	0	157
Безвозмездная передача	24	0	0	0	0	24
Мена	5	1	0	0	0	6
Всего по республике (разгос./отчужд.)	1010/670	51/86	1/14	0/19	1/33	1852

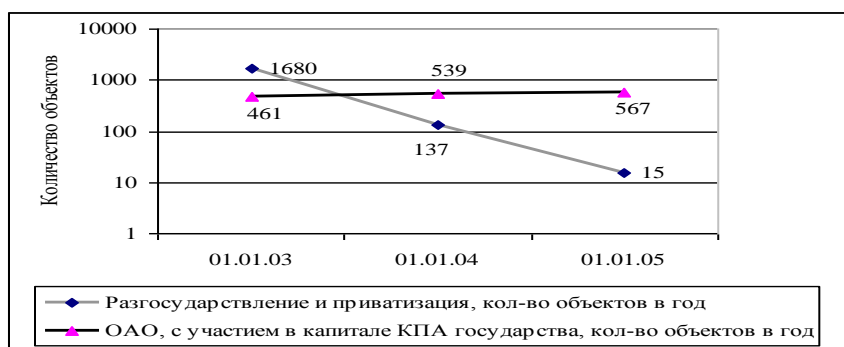
В настоящее время наблюдается тенденция к незначительному увеличению количества акционерных обществ, созданных в процессе разгосударствления и приватизации путем преобразования государственных предприятий. Так, за 2004 год количество таких акционерных обществ в республике увеличилось в 1,1 раза по сравнению с 2003 годом. По состоянию на 01.05.2005 г. в Комитете по ценным бумагам зарегистрированы ценные бумаги 1508 ОАО, созданных в процессе приватизации (83,8 % от общего количества ОАО) [3].

Редкие всплески активности размещения акций обусловлены динамикой приватизационных процессов (2002 – 2003 гг. – акционирование нефтехимического комплекса и Белтрансгаза, уставные фонды которых суммарно составляют порядка 3 трлн. бел. руб.: так, 6 декабря 2002 года на ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» состоялась сделка по продаже белорусского пакета акций ОАО «НГК «Славнефть». Сумма сделки – 207 млн. долл. США, что в эквиваленте по официальному курсу Национального банка Республики Беларусь на 06.12.2002 г. составило 395,2 млрд. бел. руб., или 515 087 000 акций). Объем эмиссии акций в 2004 году составил 2248,4 млрд. бел. руб., что на 42 % меньше по сравнению с 2003 годом [4].

В целях реализации принадлежащих государству акций открытых акционерных обществ Министерством экономики Республики Беларусь сформированы перечни ОАО, акции которых планируются для продажи в 2005 году по конкурсу и на аукционе, в том числе в ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». В перечни включены 225 ОАО, из них предполагается продать на аукционе акции 182 ОАО, по конкурсу – 43 ОАО [5].

В то же время сохраняется (и даже ускоряется) тенденция по наращиванию государственной доли в уставных фондах акционерных обществ. Так, за последние несколько лет количество акционерных об-

ществ, в которых присутствует доля государства, увеличилось более чем на 10 %. По состоянию на 1 января 2005 года в собственности Республики Беларусь находятся крупные пакеты акций (КПА) 567 акционерных обществ, представляющих базовые отрасли экономики, что составляет 31 % от общего числа всех ОАО и 38 % от числа ОАО, созданных в процессе приватизации (на 01.01.2003 г. – крупные пакеты 461 акционерного общества, на 01.01.2004 г. – 539 ОАО). При этом на 303 предприятиях (что составляет 18 % от общего числа всех открытых акционерных обществ), доля государства в уставном фонде составляет 50 и более процентов (в 2003 году – на 305 предприятиях) [3]. Вышеприведенные данные подтверждают факт, что из года в год наблюдается сужение рынка акций в Беларуси и постепенный возврат наиболее привлекательных ОАО (а то и целых отраслей) в собственность государства, что и отражено на рисунке.



Динамика реформирования госсобственности в период с 2003 – 2005 гг.

Интересен зарубежный опыт участия государства в инвестиционной деятельности. Анализ масштабов предпринимательской активности за рубежом говорит о неуклонном снижении доли государственных предприятий, в том числе акционерных обществ с участием государства, в индустриально развитых странах, а также о превышении доли государственных предприятий в развивающихся странах по сравнению с индустриально развитыми. Количественные характеристики вышеназванных фактов приведены в таблице 2 [6].

Таблица 2

Доля государственных предприятий (включая акционерные общества) с участием государства в валовом внутреннем продукте, (%)

Индустриальные страны в целом	9,0
США	13,0
Германия	10,4
Великобритания	11,0
Франция	13,3
Италия	14,0
Развивающиеся страны в целом	более 11

Зарубежный опыт также показывает, что производственный сектор нуждается в государственной поддержке лишь на этапе своего становления и развития. В последующем государство вынуждено передавать функции управления в частную собственность, поскольку его участие является сдерживающим фактором. Так, например, было в послевоенные годы в Италии, когда в 30 – 40-х годах были созданы многоотраслевые холдинговые компании (межведомственные комитеты по экономическому и промышленному планированию), подчиненные непосредственно Министерству государственного участия в экономике Италии, которые занимались управлением государственной собственностью в производственных компаниях стратегически важных отраслей экономики. Однако уже в начале 90-х годов, когда итальянская экономика показала значительный экономический рост, эти структуры были ликвидированы или приватизированы, а в 1993 году ликвидировано и само министерство [7].

Для организации системы эффективного управления пакетами акций, принадлежащими государству, должна быть проведена предварительная работа, включающая определение целей и задач управления государственным портфелем прямых инвестиций в акции компаний-эмитентов, инвентаризацию долей государства в капиталах компаний-эмитентов, создание централизованной базы данных о долях государства, содержащей широкий спектр информации, необходимой для проведения фундаментального анализа с целью принятия последующих инвестиционных решений, создание постоянных информационных потоков для пополнения базы данных, разработка системы показателей, методик анализа в процессе принятия инвестиционных решений.

Далее должны быть выбраны один или несколько методов управления государственными пакетами акций, которые включают следующие этапы:

- назначение представителей интересов государства из числа государственных служащих и наемных управляющих;
- передачу пакетов акций в доверительное управление профессиональным участникам рынка ценных бумаг;
- продажу пакетов акций;
- реструктуризацию бизнеса через управление пакетом акций;
- создание государственных отраслевых и межотраслевых холдингов, функционирующих на основе достижений современного корпоративного менеджмента.

Все эти мероприятия должны быть направлены на достижение целей, стоящих перед государством в области повышения доходной части бюджета, поддержания социальной и экономической стабильности в обществе, стимулирования развития рыночных процессов в экономике.

Одной из задач, которую должно решать государство в процессе своей инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг, является переориентация предприятий на новые источники финансирования, т.е. на привлечение инвестиционного капитала с использованием инструментов рынка ценных бумаг. Поэтому одним из инвестиционных решений, принимаемых государством, может стать инициирование процесса выхода компании-эмитента, в уставном капитале которого есть доля государства, на организованный рынок ценных бумаг. Успешный выход на рынок даст государству возможность, во-первых, оценить экономическое состояние компании, а следовательно, и свой пакет акций; во-вторых, обеспечить публичное раскрытие информации о деятельности компании-эмитента, тем самым сокращая информационный вакуум на фондовом рынке; в-третьих, при удачной рыночной конъюнктуре выгодно продать акции, вложив вырученные средства в социально значимые предприятия, являющиеся изначально убыточными.

Наша точка зрения такова, что государство, участвуя в капитале частных компаний, должно преследовать прежде всего цели поддержания социальной стабильности и функционирования жизненно важных отраслей экономики, требующих значительных инвестиций и неспособных в текущей ситуации привлечь их на рынке.

В свою очередь социально значимые и инфраструктурные предприятия, способные самостоятельно эффективно функционировать, не целесообразно использовать для государственного инвестирования. Участие государства в капиталах таких эффективно работающих компаний-эмитентов, не нуждающихся в государственной поддержке, по нашему мнению, преимущественно сдерживает развитие этих предприятий и отрасли в целом (например, в части выпусков дополнительных акций, размещаемых в целях привлечения финансовых ресурсов для развития предприятия, это утверждение наглядно подтверждается статистикой – за последние 13 лет дополнительный выпуск акций, в подавляющем большинстве за счет внутренних источников, осуществили лишь 393 ОАО на сумму 2,2 трлн. бел. руб.) [8].

Тем не менее такая позиция не отрицает получения государством неналоговых доходов от принадлежащих ему пакетов акций (однако, как правило, эти доходы несопоставимо малы по сравнению с налоговыми доходами, которые получает государство от эффективно работающих предприятий). Но государству целесообразно своевременно выходить из состава инвесторов компаний-эмитентов, начавших работать эффективно, путем продажи акций на организованном рынке ценных бумаг по цене, значительно превышающей цену приобретения (за счет возросшей эффективности хозяйственной деятельности предприятия). Последовательность действий государства в этом случае может быть следующей:

- приобретение пакета акций (лучше контрольного) нерентабельной компании-эмитента из социально важной или стратегической отрасли национальной экономики;
- повышение эффективности деятельности компании-эмитента через управление пакетом акций, принадлежащим государству;
- вывод компании-эмитента на организованный рынок ценных бумаг;
- продажа пакета акций, принадлежащего государству, по цене, превышающей цену приобретения.

Такая работа необходима также с точки зрения развития национального рынка ценных бумаг, увеличения на нем количества эмитентов, ценные бумаги которых имеют рыночные котировки.

В таблице 3 отражена структура эмитентов в Республике Беларусь, прошедших биржевой листинг на 1 января 2005 года.

Таблица 3

Отраслевая структура эмитентов, прошедших биржевой листинг

Наименование отрасли	Количество эмитентов
Промышленность	80
Строительство	38
Транспорт	8
Наука и научное обслуживание	5
Материально-техническое снабжение и сбыт	4
Торговля и общественное питание	4
Операции с недвижимым имуществом	1
Банковская деятельность	1
Информационно-вычислительное обслуживание	2
Реклама, представительские услуги	1

Заготовки	1
ИТОГО	145

Источник: Белорусский фондовый рынок. – 2005. – январь. – № 1. – С. 8.

В этой связи задача государства состоит в том, чтобы выявить потенциально готовые к выходу на фондовый рынок компании и оказать им всестороннюю поддержку, состоящую в снижении организационно-регулятивных издержек при регистрации дополнительного выпуска ценных бумаг, информационной поддержке выхода на рынок, проведении различного рода публичных мероприятий, освещающих деятельность таких компаний-эмитентов.

С учетом выбора Республикой Беларусь инновационного пути развития особенно актуальным является венчурное финансирование. Преимущественная форма механизма венчурного финансирования – акционерный капитал, а основным условием достижения успеха венчурного предприятия и реализации его доходности является фондовый рынок. Механизм венчурного финансирования заключается в кредитном и долевым финансировании малых инновационных предприятий венчурным или рисковым капиталом [9].

Основными задачами государства как венчурного инвестора являются:

- осуществление комплекса мер по развитию прямого инвестирования в акционерный капитал (венчурного инвестирования) в Республике Беларусь, включая участие в создании венчурных инвестиционных институтов с белорусским и зарубежным капиталом, которые вкладывают средства в технологический инновационный бизнес;

- осуществление приоритетной поддержки отечественных инновационных предприятий (путем участия в финансировании этих проектов в их начальной стадии).

Однако реализация подобной классической формы венчурного финансирования требует наличия развитого национального фондового рынка с высокой ликвидностью и емкостью, а фондовый рынок Беларуси только формируется. Поэтому государство должно сделать все возможное для создания наиболее благоприятных экономических и инфраструктурных условий выхода компаний-эмитентов на организованный рынок ценных бумаг.

#### Основные выводы:

- под инвестиционной деятельностью государства на рынке ценных бумаг понимается поддержка государством субъектов предпринимательской деятельности путем прямых государственных инвестиций в их уставные капиталы, деятельность по управлению пакетами акций, находящимися в государственной собственности, использование акций, находящихся в государственной собственности, и производных от них инструментов для развития и активизации национального фондового рынка;

- инвестиционная деятельность государства по управлению портфелем инвестиций в акции компании эмитента отличается от классического портфельного управления и выражается в принятии управленческих решений, влияющих на эффективность деятельности компании-эмитента, в соответствии с теми целями и задачами, которые ставит перед собой государство;

- одной из задач, которую должно решать государство в процессе своей инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг, является переориентация предприятий на новые источники финансирования, т.е. выход на фондовый рынок и на привлечение капитала через инструменты рынка ценных бумаг;

- в условиях переходной экономики в Беларуси создание государством финансовой инфраструктуры венчурного инвестирования становится необходимой предпосылкой для создания ликвидного фондового рынка и венчурного финансирования в процессе ресурсного обеспечения инновационной деятельности.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Финансы субъектов хозяйствования: <<http://www.ncpi.gov.by/minfin/>>.
2. «Золотая акция» в лаке и краске // Национальная экономическая газета. – 2005. – 22 июля. – № 54. – С. 2.
3. Фондовый рынок Беларуси в 2004 году // Белорусский фондовый рынок. – 2005. – январь. – № 1. – С. 2 – 4.
4. Реформирование республиканской собственности <<http://www.main.gov.by/ministry/economy.ncf>>.
5. О реализации принадлежащих Республике Беларусь акций открытых акционерных обществ, неиспользуемого и неэффективно используемого государственного имущества: <<http://www.main.gov.by/ministry/economy.ncf>>.
6. Миркин Я.М. Разработка методики регулирования московского рынка ценных бумаг на основе анализа данных мониторинга рынка. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 390 с.
7. Предварительная оценка фирмой Каст проблем управления портфелем предприятий правительства Москвы // Предлагаемая методология и план действий: Материалы совещ. – М.: CAST Management Consulting, 1998. – С. 37.
8. Топ-100 акционерных обществ: пять точек зрения в одной // Национальная экономическая газета. – 2005. – 24 мая. – № 37. – С. 20.
9. Унтура Г.А., Евсеенко А.В., Зверев В.С. Венчурное финансирование: сущность, формы и механизмы функционирования // Наукоедение. – 2002. – № 4. – С. 17.