

## **ЭКОНОМИЧЕСКАЯ РЕАЛИЗАЦИЯ АКЦИОНЕРНОЙ СОБСТВЕННОСТИ В ПРОМЫШЛЕННОСТИ**

В характеристике собственности различают ее экономическое содержание и экономическую реализацию. Если экономическое содержание собственности, которое трактуется как отношения между людьми в процессе присвоения благ, объясняет, как, фактически, образуется собственность, кому и что принадлежит в результате создания собственности<sup>1</sup>, то экономическая реализация собственности означает реальность присвоения, то есть заключается в самом факте приобретения блага, а также в способности его удержать и организовать воспроизводство. Фактическим собственником становится тот, кто организует и осуществляет расширенное воспроизводство блага. Следовательно, формирование реального присвоения означает обеспечение воспроизводственного процесса создания объектов собственности. Процесс создания продукта с последующим получением дохода и есть процесс реального присвоения [1]. Таким образом, экономическая реализация собственности заключается в реальном присвоении результатов труда между претендентами в непрерывном воспроизводственном процессе.

---

<sup>1</sup> Об основных достижениях политэкономической науки в характеристике собственности и обосновании ее экономического содержания см. в статье: Амоша А.И., Тараш Л.И. Основные достижения политэкономической науки в исследованиях собственности // Управление экономикой переходного периода. – Донецк: ИЭП НАН Украины, 2004. – С.18-34.

Собственность выступает в определенной форме. Для той или иной формы собственности реальность присвоения означает не только воспроизводство самого блага, которое присваивается, но и воспроизводство отношений собственности, присущих данной форме. Это значит, что все участники отношений присвоения, претендующие на роль субъекта собственности, должны воспроизводиться в качестве субъекта собственности. Между реально существующими экономическими отношениями и провозглашенными организационно-правовыми формами хозяйствования должно быть соответствие, в противном случае воспроизводство отношений собственности может прерваться. Разрыв между формальными и неформальными нормами закрепления тех или иных форм собственности свидетельствует об их несоответствии организационно-правовым формам хозяйствования. Экономическая реализация самой формы собственности заключается также в реализации преимуществ этой формы.

Резюмируя вышесказанное для акционерной собственности, заметим следующее. Экономической формой реализации акционерной собственности является присвоение дохода на акцию в форме дивиденда. А поскольку дивиденд не является гарантированным доходом, экономической формой реализации акционерной собственности является также присвоение дохода, вытекающего из движения ценных бумаг – курсового дохода. Но, чтобы ввести акционерную

собственность экономически, необходимо обеспечить непрерывность производственного процесса в акционерных обществах, необходимы меры, прежде всего, по созданию акционерной собственности. И здесь уместно меткое выражение ведущего ученого политэкономической науки В.П. Корниенко, относящееся к созданию общественной собственности, но вполне применимое и к акционерной форме: «То, что еще не создано, не может ни реализовываться, ни проявляться» [2, 87]. Исходной ступенью, создающей объективные условия для реализации акционерной собственности, является обеспечение расширенного воспроизводства (рост объемов производства) признанной на рынке продукции и получение прибыли. Предпринимательская деятельность акционерного общества должна быть направлена на систематическое получение прибыли. Убыточная деятельность не соответствует предназначению акционерного общества как предпринимательского общества, которое создается с целью извлечения прибыли.

Акционерное общество имеет особый механизм реализации отношений собственности. Каждый акционер, являясь держателем ценных бумаг акционерного общества, остается экономически обособленным собственником, который самостоятельно принимает решение о продаже акций и выходе из общества. И в то же время, оставаясь обособленными, акционеры являются совладельцами предприятия и преследуют общий экономический интерес, принимают совместные решения для получения дохода на вложенные капиталы. Поэтому диапазон реализации отношений акционерной собственности, то есть реализации акционера как субъекта собственности, очень большой – от полной обособленности, то есть превращения

акционера в простого держателя титула собственности, экономическая роль которого сводится лишь к купле-продаже акций, до подлинного совладельца предприятия. Положение акционера в воспроизводстве его как собственника зависит от того, углубляется ли обособление или, наоборот, преодолевается, то есть от того, какое начало берет верх – общее или частное в органичном единстве двух качеств отношений присвоения в акционерном обществе. А это зависит от структуры собственности и ее концентрации. Для того чтобы акционер реализовался в качестве собственника в своей крайней позиции держателя титула собственности, необходимо, чтобы у него во всякое время была возможность получить обратно свой капитал, продав акции.

Реализацией акционерной собственности является также использование экономических преимуществ акционерного общества как организационно-правовой формы своего существования, а именно – возможности мобилизовать финансовые ресурсы и осуществлять корпоративный контроль (вторгаться в чужие собственнические полномочия) через рынок капитала.

О том, как реализуется акционерная собственность в Украине, свидетельствуют основные тенденции, выявленные по результатам анализа регулярной информации годовой отчетности эмитентов, открытых акционерных обществ, в 2001-2003 гг. Для того, чтобы получить результаты, сопоставимые по группе открытых акционерных обществ за все годы рассматриваемого периода, данные годовой отчетности взяты начиная с 2001 г. Использование более ранних отчетных данных является проблематичным для поставленной цели из-за становления самой отчетности. Это ограничивает возможность проследить

процесс перераспределения значительной части акционерной собственности, так как основной ее передел был осуществлен в более ранние сроки. Вместе с тем привлеченные данные позволяют представить структуру акционерной собственности и ее концентрацию, а также наметившиеся основные тенденции в реализации.

Анализ проведен по информации 39 открытых акционерных обществ, относящихся к ряду производств обрабатывающей промышленности Донецкой области: пищевая промышленность и переработка сельскохозяйственных продуктов (18% рассматриваемой группы ОАО), легкая промышленность (7,7%), производство кокса и продуктов нефтепереработки (7,7%), производство прочих неметаллических минеральных изделий (20,5%), металлургия и обработка металла (20,5%), машиностроение (25,6%). В их числе такие предприятия как ОАО «Авдеевский коксохимический завод», ОАО «Донецккокс», ОАО «Славянский завод высоковольтных изоляторов», ОАО «Донецкий металлургический завод», ОАО «Мариупольский металлургический комбинат им. Ильича», ОАО «МК» «Азовсталь», ОАО «Силур», ОАО «Краматорский завод тяжелого станкостроения», ОАО «Мариупольский завод тяжелого машиностроения», ОАО «Донбасскабель» и другие предприятия. По среднегодовой численности занятых в них работников рассматриваемые предприятия составили 44,6% обрабатывающей промышленности Донецкой области в 2001 г., 48,2% - в 2002 г. и 47,4% - в 2003 г.

На основе исходных данных и основных сведений об эмитентах, содержащихся в годовых отчетах, которые эмитенты представляют в Государственную комиссию по ценным бумагам и фондовому рынку [3, 4], а также проведенных необходимых расчетов по каждому открытому

акционерному обществу рассматриваемой группы выявлены структура и концентрация собственности по годам принятого периода. Поскольку бралась одна и та же группа предприятий, результаты обобщения и сравнения полученных данных по годам являются непосредственно сопоставимыми.

Обобщение и сравнение данных по сопоставимой группе открытых акционерных обществ показывает следующее.

Структуру акционерной собственности (табл.1) по составу субъектов представляют юридические и физические лица, а также государство. Преобладающими субъектами собственности в количественном отношении являются физические лица. Их доля в общем количестве акционеров рассматриваемой группы ОАО составляет более 99,9%. Примерно такое же соотношение физических и юридических лиц сложилось и по отдельным производствам обрабатывающей промышленности, только в легкой и пищевой промышленности за счет общей меньшей численности акционеров доля юридических лиц на 0,3-0,8% выше, чем в других отраслях.

Доминирующими собственниками в структуре акционерной собственности, по их доле в совокупном уставном капитале, являются юридические лица. Их доля из года в год росла и составила в 2003 г. 91,2% стоимости совокупного акционерного капитала рассматриваемой группы ОАО. Однако, такой высокий удельный вес собственников-юридических лиц в общем объеме акционерного капитала ОАО обрабатывающей промышленности не подтверждается по отдельным ее производствам. Отчасти он вызван значительной стоимостью активов предприятий металлургии и обработки металла, удельный вес которых в совокупной стоимости уставного капитала составляет 80,75%, и

преобладающей долей собственности юридических лиц в этой отрасли – 94,91%.

Более достоверное представление о структуре акционерной собственности в обрабатывающей промышленности Донецкой области дают данные о средневзвешенных долях акционерного

капитала, принадлежащих юридическим, физическим лицам и государству (табл.1). В качестве весов долей акций, принадлежащих различным субъектам акционерной собственности по каждому пред

приятию, использовался размер этого предприятия по показателю среднегодовой

Таблица 1. Структура акционерной собственности в Донецкой области по сопоставимой группе ОАО

Наименование видов экономической деятельности	Всего, %	Количество акционеров		Доля в совокупном уставном капитале, принадлежащая			Средневзвешенная доля акционерного капитала, принадлежащая		
		юр. лиц	физ. лиц	юр. лицам	физ. лицам	государству	юр. лицам	физ. лицам	государству
<b>Обрабатывающая промышленность в целом</b>									
2001	100	0,07	99,93	82,66	8,32	9,02	79,37	12,68	7,95
2002	100	0,07	99,93	83,29	8,22	8,49	81,66	11,23	7,11
2003	100	0,08	99,92	91,2	7,82	0,98	85,20	10,97	3,83
<b>Пищевая промышленность и переработка сельскохозяйственных продуктов</b>									
2001	100	0,4	99,6	63,38	36,62	x	68,65	31,35	x
2002	100	0,53	99,47	82,98	17,02	x	81,28	18,72	x
2003	100	0,57	99,43	85,15	14,85	x	81,37	18,63	x
<b>Легкая промышленность</b>									
2001	100	0,75	99,25	63,38	36,62	x	10,83	89,17	x
2002	100	0,74	99,26	67,08	35,92	x	12,43	87,57	x
2003	100	0,92	99,08	61,09	38,91	x	19,26	80,74	x
<b>Производство кокса и продуктов нефтепереработки</b>									
2001	100	0,13	99,87	74,55	20,95	4,5	65,54	16,9	17,56
2002	100	0,12	99,88	76,67	20,78	2,55	65,17	15,93	18,9
2003	100	0,14	99,86	80,44	17,01	2,55	71,13	13,77	15,13
<b>Производство прочих неметаллических минеральных изделий</b>									
2001	100	0,17	99,83	29,14	69,2	1,66	48,54	39,31	12,15
2002	100	0,2	99,8	73,16	26,27	0,57	63,49	33,13	3,38
2003	100	0,21	99,79	73,24	26,19	0,57	63,82	33,1	3,08
<b>Металлургия и обработка металла</b>									

	2001	100	0,04	99,96	85,29	4,6	10,11	87,96	5,22	6,82
	2002	100	0,04	99,96	85,99	4,08	9,93	89,1	4,44	6,46
	2003	100	0,05	99,95	94,91	4,41	0,68	94,33	4,47	1,2
Машиностроение										
	2001	100	0,11	99,89	47,59	49,48	2,93	52,59	33,66	13,75
	2002	100	0,11	99,89	31,87	66,29	1,84	55,66	31,54	12,8
	2003	100	0,12	99,88	45,3	53,53	1,17	54,95	32,39	12,66

численности занятых в нем работников. Полученные данные подтверждают общую тенденцию к росту доли собственности юридических лиц в обрабатывающей промышленности и одновременное снижение долей физических лиц и государства. Кроме того, данные о средневзвешенных долях акционерного капитала позволяют увидеть, что в некоторых производствах обрабатывающей промышленности доминирующими собственниками являются физические лица. Так, в легкой промышленности, хотя и наблюдается тенденция к росту доли собственности юридических лиц, им принадлежало в 2003 г. всего около 20% акционерного капитала, а физическим лицам – более 80%. В некоторых предприятиях физические лица являются абсолютными собственниками. Высока доля физических лиц и в производстве прочих неметаллических минеральных изделий (более 33%), а также в машиностроении (более 32%). В отдельных открытых акционерных обществах этих производств физическим лицам принадлежит от 70 до 100% акционерного капитала. Вместе с тем количество акционерных обществ, в которых физические лица как субъекты собственности имеют решающее влияние, уменьшается. Если в 2001 г. их было 9 в рассматриваемой группе ОАО, то в 2003 г. – только 6.

Как в целом по обрабатывающей промышленности, так и по отдельным ее производствам наблюдается тенденция к снижению доли акционерной

собственности, принадлежащей государству, а в таких отраслях, как легкая и пищевая промышленность, государство не является акционером. Из 12 открытых акционерных обществ рассматриваемой группы, в которых государство являлось акционером в 2001 г., осталось 6 открытых акционерных обществ в 2003 г. и только в одном ОАО государство имеет решающее влияние, обусловленное размером пакета акций.

Как следует из приведенных данных, фактором роста доли собственности юридических лиц в акционерном капитале является продажа пакетов акций, принадлежащих государству, то есть приватизация и перераспределение.

За счет перераспределения собственности путем дополнительного выпуска акций и скупки акций у населения обеспечен небольшой рост доли юридических лиц в акционерном капитале (21,5 и 2,9% соответственно). Преобладающим фактором в увеличении доли собственности юридических лиц за период 2001-2003 гг. является приватизация (75,6%), о чем свидетельствует значительное снижение доли государства в акционерной собственности.

Таким образом, в структуре акционерной собственности обрабатывающей промышленности Донецкой области доминирующими собственниками являются юридические лица, и тенденция к росту их доли в акционерном капитале усиливается. По составу акционеров-юридических лиц преобладающими являются

нефинансовые корпоративные предприятия. Финансовые учреждения, включая банки, инвестиционные и венчурные фонды и компании, присутствуют всего в 12,8% акционерных обществ и только в 7,7% из них занимают лидирующие позиции.

Об уровне концентрации акционерной собственности можно

судить по данным о размерах пакетов акций крупнейших акционеров.

Обобщение данных о размерах пакета акций самого крупного акционера и не более трех самых крупных акционеров в открытых акционерных обществах обрабатывающей промышленности Донецкой области показывает следующее (табл.2).

Таблица 2. Концентрация акционерной собственности в Донецкой области по сопоставимой группе ОАО

Наименование видов экономической деятельности	Всего, %	Распределение ОАО по размеру пакета акций самого крупного акционера, %				Распределение ОАО по размеру пакета акций не более трех самых крупных акционеров, %			
		<10	10 - 25	25 - 50	>50	<10	10 - 25	25 - 50	>50
<b>Обрабатывающая промышленность в целом</b>									
2001	100	x	46,1	30,8	23,1	x	x	28,2	71,8
2002	100	x	35,9	35,9	28,2	x	x	15,4	84,6
2003	100	x	43,6	20,5	35,9	x	x	12,8	87,2
<b>Пищевая промышленность и переработка сельскохозяйственных продуктов</b>									
2001	100	x	28,6	42,8	28,6	x	x	x	100
2002	100	x	42,8	28,6	28,6	x	x	x	100
2003	100	x	57,1	28,6	14,3	x	x	x	100
<b>Легкая промышленность</b>									
2001	100	x	33,3	33,3	33,4	x	x	x	100
2002	100	x	33,3	33,3	33,4	x	x	x	100
2003	100	x	33,3	33,3	33,4	x	x	33,3	66,7
<b>Производство кокса и продуктов нефтепереработки</b>									
2001	100	x	33,3	33,3	33,4	x	x	33,3	66,7
2002	100	x	x	33,3	66,7	x	x	x	100
2003	100	x	33,3	x	66,7	x	x	x	100
<b>Производство прочих неметаллических минеральных изделий</b>									
2001	100	x	50	37,5	12,5	x	x	25	75
2002	100	x	37,5	50	12,5	x	x	12,5	87,5
2003	100	x	50	25	25	x	x	x	100

Металлургия и обработка металла										
2001	100	x	50	25	25	x	x	37,5	62,5	
2002	100	x	37,5	25	37,5	x	x	25	75	
2003	100	x	25	12,5	62,5	x	x	12,5	87,5	
Машиностроение										
2001	100	x	80	20	x	x	x	50	50	
2002	100	x	40	40	20	x	x	30	70	
2003	100	x	50	20	30	x	x	20	80	

За все годы рассматриваемого периода нет ни одного предприятия, в котором бы самый крупный акционер владел пакетом акций менее 10%, и ни одного предприятия, в котором не более трех самых крупных акционеров владели бы пакетом акций менее 25 %. Доля открытых акционерных обществ, в которых пакет акций крупнейшего держателя определялся размером 10-25%, в 2003 г. составила 43,6%, размером 25-50% - 20,5%, размером свыше 50% - 35,9%. При этом в течение 2001-2003 гг. наблюдалась тенденция к снижению доли открытых акционерных обществ, в которых крупнейший акционер владеет пакетом акций меньше контрольного, и, соответственно, к увеличению доли предприятий, контролируемых одним акционером.

Безусловный контроль деятельности акционерных обществ, основанный на обладании более чем 50% их акций, становится одним из основных способов корпоративного контроля и создания интегрированных корпоративных структур в промышленности. Путем поглощения акционерных обществ по контурам технологических цепочек формируются корпоративные структуры холдингового типа, которые официально не являются холдингами, но по управлению имеют признаки холдингов. Свыше 87% рассматриваемых открытых акционерных обществ обрабатывающей промышленности контролируются

группой не более трех крупнейших держателей акций. А в отдельных видах экономической деятельности, таких как пищевая промышленность и переработка сельскохозяйственных продуктов, производство кокса и продуктов нефтепереработки, производство прочих неметаллических минеральных изделий, все рассматриваемые предприятия контролируются группой не более трех самых крупных акционеров.

Приведенные данные не учитывают отношения аффилированности между акционерами. Однако их выявление только бы усилило прослеживаемую тенденцию к концентрации акционерной собственности.

Таким образом, можно сделать вывод, что акционерная собственность в обрабатывающей промышленности Донецкой области является высококонцентрированной, и тенденция к еще более высокой ее концентрации сохраняется. Доминирование юридических лиц и высокая концентрация акционерной собственности дают основание полагать, что основной моделью корпоративного контроля в обрабатывающей промышленности является концентрированное внешнее владение путем активного вторжения в собственнические полномочия, в котором центральную роль играют нефинансовые инвесторы.

Высокая концентрация одной, преобладающей, части акционерной

собственности сопровождается значительной распыленностью другой, меньшей, ее части. Подавляющее большинство акционеров являются миноритарными, на долю которых в среднем приходится акций на сумму 380 грн., а если учесть, что часть акционеров – физических лиц, участвующих в расчетах средней доли в совокупном уставном капитале, относится к крупным собственникам, то эта сумма будет еще меньше.

За все годы рассматриваемого периода ни в одном акционерном обществе анализируемой группы не принимались решения о выплате дивидендов. Поэтому в диапазоне реализации акционерной собственности основная масса акционеров, отстраненная от вопросов контроля и распределения дохода, является простым держателем титула собственности. Единственным способом реализации в качестве собственника для большинства акционеров является продажа пакетов акций и получение курсового дохода.

Потенциальными покупателями пакетов акций, принадлежащих миноритарным акционерам, могут быть крупные собственники, стремящиеся увеличить свою долю в акционерном капитале для осуществления контроля за деятельностью ОАО, и институциональные портфельные инвесторы. Но, поскольку контролирующие группы уже сформировались, а портфельные инвесторы теряют интерес к акциям полностью контролируемых эмитентов из-за их низкой инвестиционной надежности, все это ведет к значительному обесценению акций. Кроме того, акции подавляющего большинства эмитентов рассматриваемой группы не являются рыночными, они не имеют рыночной цены. Только отдельные крупные открытые

акционерные общества обрабатывающей промышленности находятся в листинге на организационно оформленном рынке ценных бумаг, в частности в Первой фондовой торговой системе, и имеют рыночную стоимость акций и рыночную капитализацию. В их числе ОАО «Авдеевский коксохимический завод», ОАО «ДМЗ», ОАО «МК «Азовсталь», ОАО «Силур», ОАО «Харьковский трубный завод», ОАО «Точмаш». Акции же многих других акционерных обществ не могут быть даже допущены к листингу только из-за несоответствия эмитентов изначальным трем ограничениям-нормативам по количеству выпущенных акций, количеству акционеров и количеству сделок по купле-продаже акций, которые содержатся в подготовленном ГКЦБФР проекте Положения о функционировании организационно оформленных рынков ценных бумаг, хотя критерии этого документа являются менее жесткими по сравнению с действующими.

Таким образом, миноритарные акционеры не имеют возможности реализовать себя в качестве собственников, следовательно, отношения акционерной собственности не воспроизводятся.

Неучастие подавляющего большинства мелких акционеров в распределении дохода и невозможность для них реализоваться в качестве собственников даже в своей крайней позиции держателя титула собственности дает основание считать, что основным противоречием корпоративного управления в Украине является конфликт интересов акционеров, контролирующих акционерные общества, и миноритарных акционеров.

В подавляющем большинстве акционерных обществ обрабатывающей промышленности фактическими собственниками, осуществляющими



предпринимательскую деятельность и обеспечивающими непрерывность производственного процесса, являются небольшие группы внешних инвесторов (не более трех крупнейших держателей акций). О том, как обеспечивается ими создание акционерной собственности, свидетельствуют данные финансово-экономических показателей.

Из всех открытых акционерных обществ рассматриваемой группы в 2003 г. по разным причинам убыточными были 59%. Общая сумма убытков, хотя и снизилась по сравнению с 2002 г. на 2,7%, уменьшила совокупный финансовый результат от обычной деятельности на 6,6%. Убыточные предприятия присутствуют во всех производствах обрабатывающей промышленности, однако наибольшая их доля наблюдается в машиностроении, пищевой и легкой промышленности (от 60 до 100% рассматриваемых ОАО, соответственно). Убыточная деятельность привела к снижению собственного капитала убыточных предприятий на 21,2%. В результате у ряда акционерных обществ (17,9%) стоимость чистых активов (собственного капитала) стала меньше уставного капитала и, в зависимости от итогов 2004 г. и предпринятых мер по устранению нежелательного соотношения, им предстоит в соответствии с п.3 ст.155 Гражданского кодекса Украины уменьшить размер уставного капитала, а по двум акционерным обществам (ОАО «Стромацемент» и ОАО «Краматорский

металлургический завод»), имеющим отрицательное значение собственного капитала, вопрос может стоять о ликвидации.

Темпы роста основных финансово-экономических показателей деятельности открытых акционерных обществ в обрабатывающей промышленности Донецкой области показывают, что динамично развиваются лишь некоторые предприятия. Оптимальное соотношение между темпами изменения показателей, в котором объем реализации продукции возрастает более высокими темпами по сравнению с ростом стоимости активов, а прибыль возрастает опережающими темпами, наблюдается лишь у отдельных открытых акционерных обществ металлургии и обработки металла и машиностроения. В их числе ОАО «Донецкий металлопрокатный завод», ОАО «Мариупольский металлургический комбинат им. Ильича», ОАО «Краматорский завод тяжелого станкостроения», ОАО «Донецкий электромеханический завод». В целом по обрабатывающей промышленности оптимальное соотношение между темпами изменения показателей в 2003 г. достигнуто за счет предприятий металлургии и обработки металла (табл. 3). В остальных отраслях динамика основного финансового результата связана с уменьшением убытков, а в производстве кокса и продуктов нефтепереработки – с уменьшением прибыли.

*Таблица 3. Темпы роста основных финансово-экономических показателей в обрабатывающей промышленности Донецкой области по сопоставимой группе ОАО*

Наименование видов экономической деятельности	Темпы роста стоимости активов, %		Темпы роста чистого дохода (выручки) от реализации, %		Темпы роста прибыли / убытков, %	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003

Обрабатывающая промышленность в целом	103,2	118,3	106,3	151,4	55,7	298,7
Пищевая промышленность и переработка сельскохозяйственных продуктов	108,2	93,5	86,0	112,3	138,3	73,3
Легкая промышленность	118,0	133,7	64,3	133,2	190,0	-397,8
Производство кокса и продуктов нефтепереработки	103,0	146,9	91,6	157,4	49,6	99,6
Производство прочих неметаллических минеральных изделий	104,2	105,6	105,1	138,9	-17,6	190,1
Металлургия и обработка металла	102,1	114,3	104,8	150,7	73,1	342,0
Машиностроение	112,1	117,0	186,6	154,8	21,9	-11,9

Важнейшим показателем для внутренней оценки результатов деятельности акционерного общества, представляющим интерес для акционеров, является рентабельность собственного капитала (ROE). Он показывает размер чистой прибыли, который был сгенерирован собственным капиталом предприятия, и характеризует степень привлекательности акционерного общества для инвесторов. Чем выше данный коэффициент, тем выше прибыль, приходящаяся на акцию, и тем больше размер потенциальных дивидендов.

ROE как отношение чистой прибыли к собственному капиталу используется в качестве ключевого (интегрального) показателя в системе финансовых коэффициентов корпорации «Du Pont», устанавливающей зависимость между показателями и позволяющей осуществлять факторный анализ ключевого показателя. Метод факторного анализа деятельности компаний и определения темпов экономического роста, основанный на использовании системы коэффициентов «Du Pont», широко известен в литературе (см., например [5]). Исходя из названной системы рентабельность собственного капитала зависит от трех факторов: рентабельности продукции,

оборотности активов и финансового левериджа (финансового рычага), которые отражают три направления деятельности компании – операционную, инвестиционную и финансовую. ROE является результатом перемножения названных факторов, с помощью которых можно увеличивать значение коэффициента рентабельности собственного капитала, что, в свою очередь, ведет к росту стоимости компании. Таким образом, управляя продажами, имуществом и кредитной политикой, можно управлять показателем ROE и, следовательно, управлять стоимостью бизнеса.

Оценивая эффективность деятельности акционерных обществ по системе коэффициентов «Du Pont», можно сказать следующее. Только у 4 (10,3 %) открытых акционерных обществ наблюдается последовательный рост рентабельности собственного капитала. Это все те же – ОАО «Донецкий металлопрокатный завод», ОАО «Мариупольский металлургический комбинат им. Ильича», ОАО «Краматорский завод тяжелого станкостроения», ОАО «Донецкий электромеханический завод». При этом ОАО «Мариупольский металлургический комбинат им. Ильича» и ОАО «Краматорский завод тяжелого станкостроения» добиваются увеличения рентабельности собственного капитала за

счет повышения конкурентоспособности продукции и эффективного использования ресурсов, о чем свидетельствует рост рентабельности продукции и оборачиваемости активов, при неизменной структуре используемого капитала, ОАО «Донецкий металлопрокатный завод» - за счет роста рентабельности продукции и оборачиваемости активов при снижении заимствования, ОАО «Донецкий электромеханический завод» - за счет эффективного использования экономического потенциала и увеличения доли кредитов. В отраслях обрабатывающей промышленности повышение значения коэффициента рентабельности собственного капитала наблюдается лишь в металлургии и обработке металла (табл. 4).

Приведенные данные о результатах деятельности ОАО свидетельствуют о том, что процесс реального присвоения объекта

акционерной собственности пока не сформирован. В подавляющем большинстве ОАО воспроизводственный процесс создания акционерной собственности не обеспечен.

Относительно реализации преимуществ организационно-правовой формы акционерных обществ можно сказать следующее. Основными источниками привлечения инвестиций в основной капитал открытых акционерных обществ рассматриваемой группы остаются, как и прежде, собственные средства предприятий и кредиты банков. Причем в ближайшие три года подавляющее большинство из них не собираются менять принятую политику инвестирования. Об этом свидетельствуют данные введенного в 2003 г. в годовой отчет эмитентов раздела о совершенствовании корпоративного управления, в котором на вопрос о планах привлечения инвестиций путем выпуска акций в предстоящие три года эмитенты ответили

*Таблица 4. Показатели оценки результатов финансово-хозяйственной деятельности в обрабатывающей промышленности Донецкой области по сопоставимой группе ОАО*

Наименование видов экономической деятельности	Рентабельность собственного капитала, %			Рентабельность продукции, %			Оборачиваемость активов			Финансовый ливередж		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Обрабатывающая промышленность в целом	11,69	2,76	9,74	7,60	1,79	4,84	1,04	1,07	1,37	1,48	1,44	1,47
Пищевая промышленность и переработка сельскохозяйственных продуктов	-	-	-	-	-	-	0,23	1,79	2,15	1,55	1,80	1,86
Легкая промышленность	13,79	-1,70	-9,80	-9,58	-1,69	-6,81	1,17	0,64	0,64	1,23	1,58	2,22
Производство кокса и продуктов нефтепереработки	15,76	5,16	2,48	9,40	3,62	1,51	1,18	1,05	1,12	1,42	1,36	1,46
Производство прочих неметаллических минеральных изделий	25,67	-8,17	-1,93	26,06	-7,62	-1,29	0,68	0,69	0,91	1,44	1,56	1,65
Металлургия и	9,81	2,95	12,77	6,09	1,86	6,15	1,09	1,12	1,48	1,48	1,41	1,41

обработка металла  
Машиностроение

17,60	1,64	-2,35	22,01	1,11	-1,00	0,49	0,82	1,08	1,63	1,81	2,18
-------	------	-------	-------	------	-------	------	------	------	------	------	------

отрицательно. Поэтому экономические преимущества организационно-правовой формы акционерного общества в части мобилизации финансовых ресурсов через рынок капитала рассматриваемой группой ОАО пока не используются. Можно наблюдать лишь редкие случаи повышения уставного капитала некоторых ОАО, которые использовались, в основном, для передела собственности.

Все вышеизложенное дает основание для общего вывода о том, что реализация акционерной собственности во всех формах ее проявления в настоящее время имеет проблемы, требующие решения.

По результатам аналитической оценки экономической реализации акционерной собственности в обрабатывающей промышленности Донецкой области можно сформулировать следующие выводы.

1. На реализацию отношений акционерной собственности значительное влияние оказывает структура собственности и ее концентрация.

Высокая общая численность акционеров, значительное преобладание в общей численности акционеров-физических лиц, доминирование в уставном капитале акционеров-юридических лиц, в числе которых, преимущественно, нефинансовые корпоративные предприятия, а также высокая концентрация акционерной собственности в ОАО обрабатывающей, промышленности сформировали своеобразную структуру собственности. В ней высокая концентрация одной, преобладающей части акционерной собственности сопровождается

значительной распыленностью другой, меньшей, части.

2. Подавляющее большинство акционеров в обрабатывающей промышленности являются миноритарными, что и определяет их положение в воспроизводстве отношений собственности.

В условиях распространения практики непринятия решения о выплате дивидендов, основная масса акционеров, отстраненная от вопросов контроля и распределения прибыли, является обычным держателем титула собственности. Единственным способом реализации как собственников для большинства акционеров является продажа пакета акций и получение курсового дохода, однако они лишены и этого права.

3. Подавляющее большинство открытых акционерных обществ не имеют рыночной цены акций и рыночной капитализации, в их числе состоят и прибыльные ОАО, которые не могут находиться в листинге из-за несоответствия ограничениям-нормативам по количеству выпущенных акций, количеству акционеров, количеству сделок по купле-продаже акций.

4. Основным противоречием корпоративного управления в обрабатывающей промышленности является не конфликт интересов акционеров и менеджеров, а конфликт интересов акционеров, контролирующих акционерные общества, и миноритарных акционеров.

5. Процесс реального присвоения объекта акционерной собственности пока не сформирован.

Воспроизводственный процесс создания признанной на рынке

продукции и получение прибыли как объекта акционерной собственности во многих ОАО не обеспечен. Значительная часть акционерных обществ обрабатывающей промышленности является убыточной.

6. У ряда акционерных обществ представленный в акциях капитал гораздо ниже номинальной стоимости акций. Об этом свидетельствует нежелательное соотношение чистых активов и уставного капитала этих ОАО.

7. Динамично развиваются и последовательно увеличивают стоимость своего бизнеса лишь отдельные открытые акционерные общества.

8. Экономическая реализация акционерной собственности путем использования преимуществ организационно-правовой формы акционерных обществ в мобилизации

финансовых ресурсов через рынок капиталов также пока не осуществляется.

### Литература

1. Салихов Б.В., Коршунов В.В. Диалектика собственности в современной экономике // <http://loskutov.murmansk.ru/imperson-01>.
2. Корниенко В. Общественная собственность как экономическая власть народа // Вопросы экономики. – 1989. – №6. – С.87-99.
3. Річна звітність емітентів, що подається до ДКЦПФР // <http://www.istock.com.ua>.
4. Річні звіти акціонерних товариств // <http://www.smida.gov.ua>.
5. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 512 с.