

5. Ильинский И.В. Инвестиции в будущее: образование в инновационном воспроизводстве. – СПб.: Изд-во СПбУЭФ, 1996. – 163 с.
6. Капелюшников Р.И. Современные западные концепции формирования рабочей силы – М.: Наука, 1981. – 286 с.
7. Критский М.М. Человеческий капитал. – Л.: Изд-во ЛГУ, 1991. – 192 с.
8. Курганский С.А. Человеческий капитал. – Иркутск: Изд-во БГУЭП, 2003. – 288 с.
9. Маркс К., Энгельс Ф. Соч. 2-е изд. Т. 23. – М.: Гос.изд-во полит.лит-ры, 1960. – 729 с.
10. Милосердов В.В., Милосердов К.В. Производственные ресурсы и факторы экономического роста // АПК: регионы России. – 2012. – № 4. – С. 1–8.
11. Милль Дж. С. Основы политической экономии: Т.1. – М.: Прогресс, 1980 – 368 с.
12. Милосердов В.В. Мировой продовольственный кризис и место в нем России // Агропродовольственная политика России. – 2012. – № 1. – С. 13–17.
13. Милосердов В.В. Криминализованные земельные отношения // Аграрный вестник Урала. – 2010. – Т.72. – №6. – С. 4–6.
14. Пашнанов Э.Л. Государственная политика в области регулирования земельных отношений // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. – 2012. – № 38.
15. Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения. Соч. – М.: Госполитиздат, 1955. – Т.1. – 360 с.
16. Романова О.Л. и др. Управление человеческими ресурсами. – Саратов, 2000. – 55 с.
17. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. – М.: Соцэкгиз. – 1962. – 688 с.
18. Человеческий потенциал: опыт комплексного подхода / Под ред. И.Т. Фролова. – М.: УРСС, 1999. – 176 с.
19. Хлыстун В.Н. Земельные отношения в российском агросекторе // Отечественные записки. – 2012. – № 6 (51). – С. 78–84.
20. Чирков Д.К., Олейник Л.В. Противодействие коррупции в сфере земельных отношений // Актуальные проблемы экономики и права. – 2012. – № 4 (24). – С. 112–115.
21. Becker, Gary S. Human Capital. – N.Y.: Columbia University Press, 1964.

СТРУКТУРА КАПИТАЛА И ЕЕ ВЛИЯНИЕ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

В.И. Мамишев,

Председатель совета директоров ОАО «Лизинговая компания «Ликострой»» (г. Санкт-Петербург)
mamishev @yandex.ru

В статье рассматривается влияние структуры капитала на стоимость компании. Отмечается, что наличие финансового рычага оказывает существенное влияние на финансовую устойчивость компании. Анализируются теоретические и практические подходы к повышению конкурентоспособности компании на основе собственных и заемных средств.

Ключевые слова: финансовый менеджмент, структура капитала, леворедж, стоимость компании.

УДК 330.3 ББК 65.05

В экономической теории не придается большого значения влиянию структуры капитала на рыночную капитализацию компании и выбору той или иной структуры капитала для формирования ее конкурентных преимуществ. В связи с этим возникает ряд вопросов. Например, имеет ли значение переход от одного соотношения между суммой задолженности и акционерным капиталом к другому; способно ли наличие финансового рычага оказывать существенное влияние на финансовую устойчивость компании. Среди ученых-экономистов не сложилось единого мнения по этим и другим проблемам финансового левореджа в деятельности компаний. В данной статье мы рассмотрим, каким образом структура капитала влияет на стоимость, финансовую устойчивость и, соответственно, конкурентоспособность компании.

Известно, что основу финансовой устойчивости и стабильного функционирования компании составляет собственный капитал, который представляет собой ту часть актива, которая сформирована за счет средств собственников, инвестировавших свои средства в данную компанию. В балансовой оценке собственный капитал равен величине чистых активов компании и часто трактуется как аналог долгосрочной задолженности компании перед своими собственниками [1]. Состав собственного капитала зависит от организационно-правовой формы компании, но в общем виде он представляется как разница между активами компании и объемом ее заемных средств. Формально собственный капитал отражается в пассивной части баланса компании.

Основными компонентами собственного капитала являются: уставный, добавочный и резервный капитал, а также нераспределенная прибыль (см. рис.1).

Уставный капитал выступает в качестве характеристики совокупной номинальной стоимости акций фирмы, приобретенных ак-

ционерными, т.е. суммой денежных средств, предоставляемых собственниками для обеспечения уставной деятельности предприятия при его создании. Уставом компании закрепляется размер уставного капитала, номинальная стоимость акций, их количество, категории акций (обыкновенные, привилегированные), права владельцев акций. Вкладами в уставный капитал могут быть как денежные средства, так и материальные и нематериальные активы. В момент передачи активов в виде вклада право собственности на них переходит к хозяйствующему субъекту, т.е. инвесторы теряют вещные права на эти объекты.

Содержание категории «уставный капитал» зависит от организационно-правовой формы компании. Например, для акционерного общества это номинальная стоимость акций всех типов, которая не может быть менее тысячекратной суммы (для ОАО) или стократной суммы минимального размера оплаты труда установленного российским законодательством на дату государственной регистрации общества [2]. Если по окончании финансового года стоимость чистых активов общества окажется меньше уставного капитала (но не ниже минимальной величины, определенной выше), то общество обязано будет объявить об уменьшении своего уставного капитала.

Особое место в реализации гарантии защиты кредиторов занимает резервный капитал, главная задача которого состоит



Рис. 1. Структура собственного капитала компании

в покрытии возможных убытков и снижении риска кредиторов в случае ухудшения экономической конъюнктуры. За этим источником финансирования стоят владельцы обыкновенных акций, а его формирование есть не что иное, как реструктурирование пассива баланса. Резервный капитал формируется в соответствии с установленным законом порядком и имеет строго целевое назначение. Формирование резервного капитала происходит путем ежегодных отчислений из чистой прибыли и в размере, предусмотренном уставом общества, но не менее 5% от его уставного капитала. В соответствии с выше процитированным ФЗ №120 «Об акционерных обществах» средства резервного фонда формируются в целях покрытия убытков, погашения облигаций общества, а также в случае отсутствия иных средств выкупа собственных акций.

Следующим элементом структуры собственного капитала является добавочный капитал.

Добавочный капитал – это статья баланса компании, в которой отражены следующие элементы:

- сумма дооценок основных средств, объектов капитально-го строительства и других материальных объектов имущества организации со сроком полезного использования свыше 12 месяцев, проводимая в установленном порядке;
- разность продажной стоимости акций, вырученной в процессе формирования уставного капитала АО за счет продажи акций по цене, превышающей номинал, и их номинальной стоимости;
- положительные курсовые разницы по вкладам в уставный капитал в иностранной валюте.

Порядок использования данного фонда капитала, как правило, определяется собственниками при рассмотрении результатов деятельности предприятия за отчетный период. Он может пойти на увеличение уставного капитала, погашение балансового убытка за отчетный год, а также может быть распределен между учредителями предприятия.

Формой функционирования собственного капитала предприятия является также нераспределенная прибыль. Это часть прибыли, не распределенная в виде дивидендов между акционерами (учредителями) и не использованная на какие-либо другие цели. Вследствие относительной ликвидности данной категории капитала, чаще всего он используется для пополнения оборотных средств предприятия[3]. Фонд нераспределенной прибыли может из года в год увеличиваться, приводя к тому, что, например, в успешных акционерных обществах нераспределенная прибыль занимает ведущее место среди составляющих собственного капитала.

Кроме того, источники формирования собственного капитала можно подразделить на внутренние и внешние. К внутренним источникам относятся: чистую прибыль предприятия, амортизационные отчисления, фонд переоценки имущества, доходы от сдачи в аренду, доходы от расчетов с учредителями и т.д. Внешние источники – это выпуск акций, безвозмездная финансовая помощь и т.д.

Собственный капитал имеет несомненные преимущества в капитализации компании и ее финансовой устойчивости. Кроме этого можно отметить следующие преимущества собственного капитала:

- Простота привлечения: решения, связанные с увеличением собственного капитала (особенно за счет внутренних источников его формирования) принимаются собственниками и менеджерами предприятия без необходимости получения согласия других хозяйствующих субъектов.
- Собственный капитал проявляет наилучшую способность генерирования прибыли, т.к. при его использовании не требуется уплата ссудного процента.
- Обеспечение финансово-хозяйственной устойчивости предприятия за счет гарантии его платежеспособности в долгосрочном периоде и снижения риска банкротства.

Однако, несмотря на явные преимущества, можно отметить в числе недостатков собственного капитала ряд присущих ему ограничений:

- Ограниченность объемов привлечения данного вида средств.
- Сравнительно высокая стоимость данного источника.
- Отсутствие прироста коэффициента рентабельности собственного капитала, который обеспечивается за счет привлечения заемных финансовых средств.

Ограниченность объемов собственного капитала не нуждается в комментариях. При анализе стоимости собственного капитала целесообразно выделять три основных источника: долевой капитал в виде привилегированных акций, долевой капитал в виде обыкновенных акций и реинвестированная прибыль. Остановимся на каждом элементе более подробно.

В условиях равновесного рынка стоимость источника «долевой капитал в виде привилегированных акций», по которым выплачивается фиксированный процент от номинала, рассчитывается по формуле:

$$k_{ps} = \frac{D_{ps}}{NP_{ps}} \quad (1)$$

где D_{ps} – ожидаемый дивиденд; P_m – рыночная цена акции на момент оценки.

В случае решения компании об увеличении капитала за счет дополнительного выпуска привилегированных акций, формула (1) принимает вид:

$$k_{ps} = \frac{D_{ps}}{NP_{ps}} \quad (2)$$

где NP_{ps} – прогнозная чистая выручка от продажи акции (без затрат на размещение).

Стоимость источника «долевой капитал в виде обыкновенных акций» рассчитывается с большей условностью в силу неопределенности размера дивидендов по обыкновенным акциям (который зависит в первую очередь от эффективности менеджмента). Чаще всего методом оценки такого капитала служит модель **CAPM** и **модель Гордона**:

$$k_{cs} = \frac{D1}{P0} + g \quad (3)$$

где $D1$ – первый ожидаемый дивиденд;

$P0$ – рыночная цена акции на момент оценки;

g – заявленный темп прироста дивиденда.

Недостаток этого метода анализа заключается в том, что данный алгоритм применим лишь к компаниям, выплачивающим дивиденды. Также не учитывается фактор риска, что снижает степень универсализма модели Гордона.

Проанализируем стоимость источника «реинвестированная прибыль». При финансировании деятельности компании за счет данного источника можно привести ряд фактов, свидетельствующих о его спонтанности, что, однако не мешает ему быть источником пополнения средств компании[4]. Отметим его преимущества:

- быстрота мобилизации средств, не требующая специальных механизмов (в отличие от эмиссии акций и облигаций);
- отсутствие эмиссионных расходов делает данный источник более дешевым, относительно остальных;
- отсутствие «сигнального эффекта».

Стоимость источников средств «реинвестированная прибыль» (k_{ip}) приблизительно равна стоимости источника средств «долевой капитал в виде обыкновенных акций» (k_{cs}). Это связано с предпочтением владельцев получить дивиденды вместо реинвестирования прибыли (в случае, если ожидаемая отдача от такого реинвестирования окажется меньше отдачи от альтернативных инвестиций той же степени риска) и использовать средства на рынке капитала путем приобретения новых акций своей фирмы.

Таким образом, анализ показывает, что предприятие, использующее исключительно собственный капитал, имеет наибольшую финансовую устойчивость, но вследствие того, что оно не желает развивать структуру своих активов даже при наличии благоприятной конъюнктуры рынка, оно ограничивает темпы своего развития и исключает возможность получения сверхприбыли, что в конечном итоге приводит к заниженной рыночной стоимости предприятия.

Именно поэтому в финансировании деятельности компании помимо собственников принимает участие группа лиц, которых называют лендерами. Под лендерами подразумевается разновидность кредиторов, которые на долгосрочной основе предоставляют свои средства данной компании. При этом учитывается ряд условий:

- поставляются исключительно финансовые ресурсы;

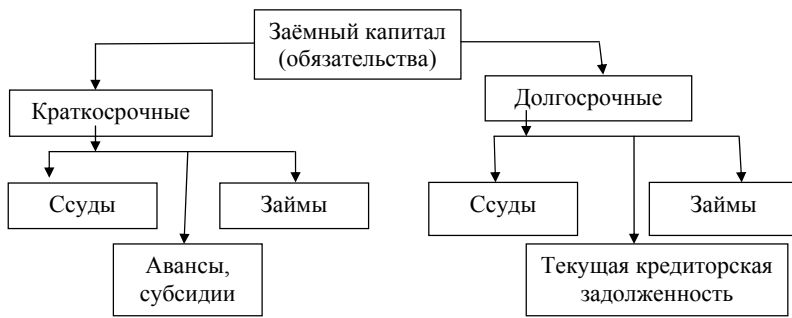


Рис. 2. Формы финансовых обязательств предприятия

- объем и сроки поставки ресурсов predeterminedены договором;
- ресурсы предоставляются во временное пользование на заранее оговоренный срок;
- договором оговариваются все условия возврата этих ресурсов;
- за пользование ресурсом предполагается плата.

Объектом сделок с лендерами является заемный капитал, под которым понимается совокупность долгосрочных обязательств предприятия перед третьими лицами.

Другими словами, заемный капитал (ЗК) определяется как часть стоимости имущества хозяйствующего субъекта, приобретенного в счет обязательства вернуть заимодавцу (банк, поставщик и т.д.) деньги или ценности, являющиеся эквивалентом стоимости данного имущества. В составе заемного капитала различают краткосрочные и долгосрочные заемные средства, а также кредиторскую задолженность (рис.2).

Долгосрочные заемные средства – это кредиты и займы, срок погашения которых наступает не раньше, чем через год (в соответствии с российской системой учета)[5]. Средства данного вида направляются на приобретение имущества длительного использования. В качестве долгосрочного источника финансирования заемный капитал представлен в виде банковских кредитов, облигационных займов и финансового лизинга. Ключевая же роль в вопросе финансирования деятельности компании отводится облигационному займу, который осуществляется путем выпуска и продажи облигаций.

Краткосрочные обязательства характеризуются предоставлением заемных средств третьими лицами на срок, не превышающий 12 месяцев с момента возникновения соответствующего обязательства. В качестве примера краткосрочной задолженности можно привести: предоставление компании краткосрочного банковского кредита; задолженность перед работниками по выплате заработной платы; задолженность перед государством по выплате налогов и сборов; задолженность компании перед собственниками по выплате дивидендов; кредиторская задолженность и др.

При принятии решения о долге необходимо проанализировать потребность в увеличении задолженности, рассмотрев следующий набор факторов:

- Условия существующих займов. Соглашение с кредитором о текущем долге может не позволить привлечь капитал до тех пока полностью или частично не будет выплачен имеющийся долг.
- Текущий уровень долга по отношению к собственному капиталу. С высоким уровнем левереджа многие кредиторы могут отказать в выдаче очередного займа.
- Сроки погашения долга. С целью избежания рефинансирования больших сумм долга в одно и то же время желательно брать новый займ с датой погашения отличной от соответствующей даты текущего долга.
- Деловой цикл. Определенные виды бизнеса имеют закономерные спады и рост в уровне получаемых доходов, поэтому нежелательно, чтобы погашение займа выпадало на время снижения доходов.
- Товарные циклы. Необходимо объективно оценить способность тех или иных продуктовых линий к аккумулярованию доходов; их актуальность и «жизнеспособность» в будущем.

Соответственно условия и эффективность использования заемных средств являются главными критериями при принятии управленческих решений такого рода.

В целом, заемный капитал имеет ряд положительных особенностей:

- Широкие возможности привлечения (при высоком кредитном рейтинге предприятия, наличии залога или гарантии поручителя);
- Рост финансового потенциала предприятия;
- Рост рентабельности собственного капитала (ROE);
- Сравнительно низкая стоимость за счет обеспечения эффекта «налогового щита» (изъятие затрат по его обслуживанию из налогооблагаемой базы при уплате налога на прибыль).

В то же время использование заемного капитала имеет и ряд недостатков:

- Риск снижения финансовой устойчивости и потери платежеспособности;
- Активы, сформированные за счет заемного капитала, генерируют меньшую норму прибыли, которая снижается на сумму выплачиваемого ссудного процента во всех его формах (процента за банковский кредит; лизинговой ставки; купонного процента по облигациям и т.п.).
- Высокая зависимость стоимости заемного капитала от колебаний конъюнктуры финансового рынка (при снижении средней ставки ссудного процента на рынке использование ранее полученных займов на долгосрочной основе становится предприятию невыгодным);
- Сложность процедуры привлечения, т.к. иногда требуются сторонние гарантии или залог, предоставляемые чаще всего на платной основе.

При этом следует иметь в виду ряд особенностей. В частности, стоимость банковских кредитов следует рассчитывать с учетом налога на прибыль. Так, в соответствии с Постановлением Президиума ВАС РФ от 08 октября 1996 года N 1907/96, проценты по ссудам банка включаются в себестоимость продукции. Отсюда можно сделать вывод, что стоимость единицы такого источника средств меньше, чем уплаченный банку процент:

$$k_{bc}^a = rbc(1 - rt) \quad (4)$$

где rbc – процентная ставка по кредиту; rt – ставка налога на прибыль.

Что касается облигационных займов, то следует отметить некоторую специфику данного инструмента привлечения ресурсов. По сравнению с банковским кредитом, стоимость такого источника более стохастична. Обусловлена такая стохастичность, например, более высоким риском, сопряженным с вероятностью осложнения отношений с заемщиком и облигационером. Повышенный риск, как правило, должен компенсироваться более высокой ставкой, на которую также оказывает влияние репутация эмитента[6]. Различные компании способны получать кредиты к банкам на разных условиях, однако вариация процентных ставок по банковским кредитам известна в целом, или, по крайней мере, предсказуема, чего нельзя сказать об облигационных займах.

Стоимость источника «облигационный заем» приблизительно равна величине уплачиваемого процента с учетом ставки налогообложения:

$$k_d^a = k_{cr}(1 - r_t) \quad (5)$$

где k_{cr} – купонная ставка по облигации; rt – ставка налога на прибыль.

Для планируемого выпуска займа при расчете стоимости источника следует учесть влияние возможной разницы между ценой реализации облигаций и их нарицательной стоимостью:

$$kd = \frac{Mkcr + M - NPb/n}{M + Npb/2} \quad (6)$$

где k_{cr} – купонная ставка по облигациям (в долях единицы);
 M – нарицательная стоимость облигации (или величина займа);

NP_b – чистая выручка от размещения одной облигации (или всего займа);

n – срок займа (количество лет).

Таким образом, предприятие, использующее заемный капитал, имеет более высокий финансовый потенциал развития в связи с формированием дополнительного объема активов, но при этом оно генерирует и больший финансовый риск (возрастающий по мере увеличения удельного веса заемных средств в общей сумме используемого капитала).

По мере стабилизации деятельности компании и налаживания ее бизнес-процессов складывается некая структура источников, которая оптимальна для данного вида бизнеса и конкретной компании. Существует понятие «средневзвешенной стоимости капитала», которое отражает сложившийся на предприятии минимум возврата на вложенный в его деятельность капитал, его рентабельность и рассчитывается данный показатель по формуле средней арифметической взвешенной:

$$WACC = \sum_{j=1}^n k_j d_j \quad (7)$$

где k_j – стоимость j -го источника средств;

d_j – удельный вес j -го источника средств в общей их сумме.

Чаще всего данный показатель используется для принятия стратегических целей и задач, а при определении стоимости вновь привлекаемых денежных средств выступает в качестве коэффициента дисконтирования при составлении бюджета капиталовложений. При прочих равных условиях снижение показателя WACC способствует росту рыночной стоимости фирмы.

Следующим показателем является коэффициент мультипликации, который определяется по формуле:

$$K = \frac{\text{Инвестиционная стоимость на акцию}}{\text{Доход на акцию}} \quad (8)$$

Обозначим собственный капитал как E , число акций в обращении как N , чистую прибыль как NI . Тогда формула 8 примет вид:

$$K = \frac{E / N}{NI / N} = \frac{1}{ROE} \quad (9)$$

где ROE – рентабельность собственного капитала.

Для того, чтобы обеспечить акционерам уровень доходности не меньше того уровня (ROE), который имел место до осуществления новых инвестиций с использованием заемного капитала, величина ROE принимается в качестве стоимости собственного капитала. В случае если бы заимствование средств не являлось для акционеров рисковым, то величину собственного капитала можно было бы выразить следующим произведением:

$$K \times \text{Чистая прибыль} \quad (10)$$

Но, необходимо принять во внимание тот факт, что инвестиционная стоимость при использовании большего объема заемных средств образуется путем капитализации дохода по все более высокой ставке. Это ведет к уменьшению реальной инвестиционной стоимости относительно величины собственного капитала, выраженного формулой 10.

Как правило, издержки компании, использующей только собственные источники финансирования своей деятельности, не столь велики при наступлении финансовых затруднений, чего нельзя сказать о финансово зависимых компаниях [7].

Существует два подхода к оценке финансового левереджа: традиционный и Модильяни-Миллера. Традиционный подход исходит из предпосылки, что до достижения некоторого уровня финансового левереджа стоимость собственного капитала остается постоянной, а средняя стоимость капитала уменьшается. Графически мы отобрали его на рис. 3. Что же касается подхода Модильяни-Миллера, то при его применении напротив, утверждается, что средняя стоимость капитала остается постоянной, а стоимость собственного капитала постоянно растет с ростом финансового левереджа, независимо от его уровня. Эта ситуация изображена на рис.4.

Нетрудно заметить, что на этих рисунках изображена прямо противоположная ситуация. Теоретически данную коллизию до сих пор разрешить не удалось. Но, на основе

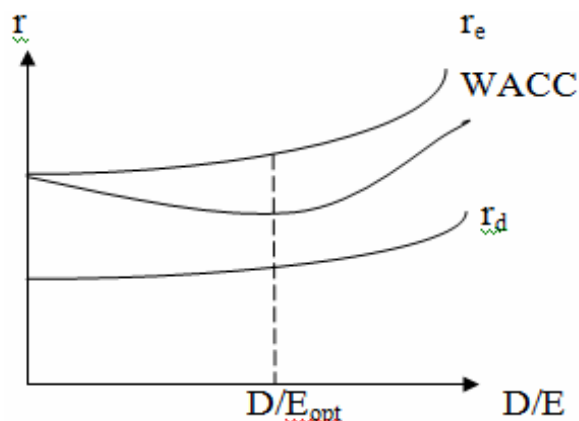


Рис. 3. Стоимость капитала в соответствии с традиционным подходом

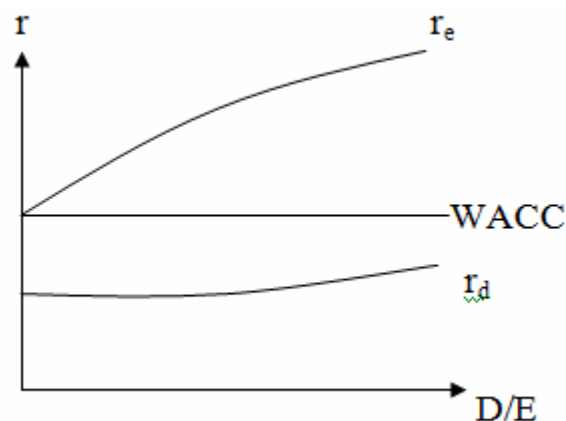


Рис. 4. Стоимость компании по модели Модильяни-Миллера

эмпирических исследований было выявлено, что основным внутренним фактором, оказывающим прямое влияние на структуру капитала компании, является ее размер. Если компания небольшая или другими словами, процентные ставки оказывают существенное влияние на ее капитализацию, то при высоких процентных ставках ей лучше отказаться от заемного финансирования. Кроме размера компании на ее капитализацию влияют такие показатели как: коэффициенты рыночной активности, рентабельности, материалоемкости, а также временная структура процентных ставок, которые в совокупности играют определяющую роль в вопросе оптимальной структуры капитала.

Вместе с тем следует отметить, что в реальных условиях функционирования компании менеджеры не опираются на какую-либо концепцию оптимальной структуры капитала при принятии решений, а большее внимание уделяют текущим и ожидаемым рыночным условиям, корректируя тактику поведения с учетом меняющихся внешних условий.

Определение оптимальной финансовой структуры капитала является одной из наиболее сложных проблем финансового менеджмента. Однако никто не станет отрицать, что управление формированием капитала компании направлено, прежде всего, на обеспечение потребности в источниках финансирования ее хозяйственной деятельности с учетом специфики функционирования и динамики развития компании. Достичь сбалансированности структуры данных источников можно лишь на основе критериев оптимизации, соответствующих целям и стратегическим направлениям развития. В особенности это необходимо в кризисных условиях, возникших в российской экономике под влиянием санкций, введенных Западом против России. Необходимо не только развивать теорию, объясняющую каким образом структура капитала влияет на стоимость компании, но и внедрять в практику менеджмента расчеты, связанные с определением структуры капитала компании и ее динамикой не только в краткосрочной, но и долгосрочной перспективе.

Литература

1. Дубянский А.Н. Реформирование современных систем денежного обращения и теория параллельных денег // Вестник С.-Петерб. гос. ун-та. Сер. 5: Экономика. – 2007. – №1. – С.55–62.
2. Федеральный закон №120 «Об акционерных обществах» // <http://base.garant.ru/12123866/>
3. Благих И.А., Кобицкий Д.А. Роль предпринимательства в процессе модернизации российской экономики // Проблемы современной экономики. – 2011. – №1. – С.376–379.
4. Благих И.А., Хан И.Р. Развитие экономико-математических инструментов для оценки конкурентоспособности предприятий сферы услуг // Вестник Национальной академии туризма. – 2011. – №4. – С.66–69.
5. Постановление Президиума Высшего Арбитражного суда РФ от 08 октября 1996 года N 1907/96.
6. Пшеничников В.В., Бабкин А.В., Бичева Е.Е. О причинах мирового финансового кризиса и его последствиях для российской экономики // Научно-технические ведомости С.-Петерб. гос. политехн. ун-та. Экономические науки. – 2009. – №4. – С.79–106.
7. Благих И.А., Булах Е.В. Применение моделей внутрифирменного ценообразования при повышении инвестиционной активности // Научно-технические ведомости С.-Петерб. гос. политехнического ун-та. Экономические науки. – 2014. – №2. – С.123–130.

ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТЬ ПРИВАТИЗАЦИИ ГОСУДАРСТВЕННОЙ СОБСТВЕННОСТИ В РОССИИ В УСЛОВИЯХ САНКЦИЙ

Д.А. Михайленко,

аспирант кафедры экономики инноваций экономического факультета
Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова
mikhailenkoda@gmail.com

В статье проанализировано влияние кризисных процессов в экономике на приватизацию государственной собственности. Показаны основные риски и возможности преобразования собственности в кризисное время. На примере нескольких правительственных инициатив доказан тезис об усилении государственного участия в экономике России в условиях санкций со стороны Запада.

Ключевые слова: государственная собственность, приватизация, кризис экономики, экономические санкции, рецессия

ББК Х623.16+У9(2)-14(2Р)

Сегодня российская экономика находится в состоянии рецессии, о чем свидетельствуют важнейшие экономические показатели. Так, Международный валютный фонд (МВФ) резко ухудшил прогноз роста ВВП России в 2014 г. с 1.3% до 0.2%, а Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) – с 2.3% до 0.5%. Слабый рубль и продуктовое эмбарго подняли годовую инфляцию в России до 8.6% по состоянию на ноябрь 2014 г. [1]. В связи со стагнацией российской экономики и угрозой скорого наступления кризиса актуальным является вопрос изменения политики управления государственной собственностью, в частности целесообразности проведения приватизации в условиях обострения международной ситуации.

1. Преобразование собственности в кризисной экономике: приватизация vs национализация

Как показывает зарубежный опыт, кризис является фактором, влияющим на процессы преобразования собственности. Причем кризисное состояние экономики может, как стимулировать приватизацию, так и сдерживать ее, вызывая обратную тенденцию, а именно национализацию убыточных предприятий, являющуюся важнейшим инструментом антикризисной политики государства.

Приватизация может принести значительные средства в бюджет в сравнительно короткие сроки, тем самым, способствуя решению проблемы бюджетного дефицита, чем и обусловлена привлекательность данного инструмента преобразования собственности для правительств многих стран мира. При высоком уровне внешнего долга на проведение продаж государственной собственности значительное влияние могут оказывать иностранные инвесторы. Так, например, происходило в странах Латинской Америки в 1980-е гг. [2]. В Аргентине подобная политика привела к тому, что оказание многих прежде государственных услуг передавалось в частные руки без налаживания соответствующего регулирования и контроля в целях защиты прав потребителей. Большая часть акционерного капитала перешла во владение иностранных инвесторов, таким образом, решение некоторых существенных для экономики страны проблем оказалось в прямой зависимости от наличия дополнительных зарубежных инвестиций, а страна осталась незащищенной от вывода

капитала за рубеж. Впоследствии это стало одной из главных причин глубокого кризиса в Аргентине в 2001–2002 гг. Кроме угрозы бегства иностранного капитала из страны, существует проблема обесценения активов во время кризиса, что значительно снижает уровень доходов, получаемых от приватизации, и свидетельствует о том, что это, скорее, вынужденная мера, к которой должны прибегать правительства некоторых стран при исчерпании всех остальных возможных путей налаживания ситуации в сфере государственных финансов.

Кризис может оказывать и обратное влияние на приватизацию, приводя к национализации, т.е. переходу активов в государственную собственность. Такая ситуация часто складывается, когда экономика страны испытывает кризис в процессе уже принятой программы приватизации, например, для Великобритании в 1991–1992 гг., испытывающей рецессию, было характерно снижение темпов приватизации.

Обратимся снова к примеру Латинской Америки. В Чили программа преобразований собственности стартовала в 1973 г. с приходом к власти в результате военного переворота А. Пиночета. Суть реформ государственной собственности нового правителя, огромное влияние на политику которого оказали идеи монетариста М. Фридмена, заключалась в тотальной приватизации экспроприированных во время социалистического правительства С. Альенде предприятий для сокращения раздута государственного сектора и борьбы с бюджетным дефицитом. Однако реформы себя не оправдали, и в 1981–1983 гг. экономика Чили испытала глубокую рецессию: обанкротилось 431 предприятие, промышленное производство упало на 25%, инфляция превысила 10%, ВВП упал на 14% [3]. Экономический коллапс заставил чилийское руководство на время усилить государственное вмешательство в экономику и выкупить долги обанкротившихся предприятий частного сектора, которые составляли 4.7 млрд дол. [4]. Таким образом, государство вновь национализировало те предприятия, которые были проданы частным собственникам на первом этапе реформ.

Финансовый кризис 2008–2009 гг. является еще одним ярким примером проведения национализации убыточных предприятий финансового сектора с последующей их приватизации