

10.17. ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ СОБСТВЕННОСТЬЮ¹

Тренев Н.Н., д.э.н., к.ф.-м.н., в.н.с.

*Институт проблем управления
Российской Академии наук*

В эффективной экономике собственность должна управляться и контролироваться эффективно. Проблемы эффективного управления и контроля собственности – общие для всех видов собственников. Общество заинтересовано в том, чтобы собственность управлялась эффективно. Эффективному управлению собственностью могут помочь механизмы общественного выбора, воплощенные в демократические институты. К числу таких институтов при определенных макроэкономических условиях может относиться и фондовый рынок. Собственность – многофакторна: обществу выгодно, чтобы все виды собственности участвовали в процессе общественного производства. Демократические институты и механизмы общественного выбора способны обеспечить адекватные оценку и потребление обществом всех видов собственности.

ВВЕДЕНИЕ

Переход к рыночной экономике привел к появлению в Российской Федерации института частной собственности. Возникли проблемы эффективного управления собственностью.

СОБСТВЕННОСТЬ КАК ПРАВО

Собственность как право владения имеет ряд важных и существенных аспектов:

- право управлять;
- право контролировать;
- право получать доход.

Далеко не всегда собственники используют все аспекты прав собственности. Скорее мелкие собственники сами управляют и контролируют свою собственность. Крупные собственники делегируют право управления наемным менеджерам. Право контроля крупные собственники также делегируют – нанимают аудиторские фирмы.

Для контроля наемных менеджеров применяется институт корпоративного управления. Институт корпоративного управления обеспечивает прозрачность материально-финансовых потоков, присутствие в совете директоров независимых директоров. Менеджмент в результате применения института корпоративного управления становится более контролируемым.

Мы сразу получаем, что для эффективного управления собственностью важны не только и не столько собственники, сколько системы управления и контроля [10, 11]. Роль собственника заключается в обеспечении процесса, обеспечивающего эффективное управление и контроль.

Разделяются право управления и право получения дохода от владения собственностью. Если собственник не является профессиональным управленцем, то ему экономически целесообразно отойти от управления крупной собственностью и нанять команду профессиональных управляющих. При этом команда управляющих должна контролироваться, чтобы минимизировать злоупотребления и хищения. Для крупной собственности потери от некачественного управления вполне могут перевесить потери от хищений и злоупотреблений при условии, что команда менеджеров хорошо контролируется. Если команда управляющих контролируется плохо, а собственник не является профессиональным управленцем, то собственник мо-

жет оказаться не в состоянии противостоять попыткам увода с предприятия существенных сумм и активов.

Государство как собственник отличается от других собственников своими масштабами и силой. У государства также есть административный ресурс, который может применяться как для создания стоимости, так и в случае неумелого использования для разрушения стоимости. Проблема эффективного управления государственной собственностью, также как и проблема эффективного управления частной собственностью, сводится к проблемам построения эффективной системы управления и эффективной системы контроля.

Система эффективного управления и контроля стоит дорого, прежде всего потому, что управлять должна высококвалифицированная команда менеджмента, использующая современные и дорогостоящие технологии управления. Технологии управления – общественное благо, т.е. благо, которое может тиражироваться с пренебрежимо малыми издержками копирования [8]. В этом аспекте государство может иметь преимущество – государственная собственность может управляться более эффективно, если только государство захочет и сможет привлечь к управлению высококвалифицированных специалистов и оснастить их современными технологиями управления.

Сформировать команду профессиональных менеджеров сложно даже без учета финансовых ограничений. Менеджеры должны быть умными, честными и энергичными. Потеря хотя бы одного качества ведет к разрушению стоимости для акционеров. В этом аспекте очень важен морально-нравственный климат в обществе и на предприятии [13]. И капитал вполне может двигаться из регионов со слабыми морально-нравственными ограничениями в регионы с высоким уровнем образования, сильными морально-нравственными ограничениями и демократической культурой, стимулирующей инициативу.

Традиционная культура стимулирует уважение к старшим, ориентацию на продвижение по иерархической лестнице. Демократическая культура стимулирует принятие решений, ответственность, знания и умения. В условиях слабоструктурированной динамично меняющейся среды минимизация упущенной выгоды становится важнее минимизации издержек. Поэтому появляется экономическая потребность в замещении традиционной культуры культурой демократической.

Потенциальный минус государственной собственности – нежелание государства привлекать и оплачивать высококвалифицированных специалистов, нежелание использовать и оплачивать современные технологии управления. Этот же минус может быть и у частной собственности. Проблемой здесь оказывается не тип собственности, а желание или нежелание собственника. Формирование и развитие демократических институтов, отчетность государства перед избирателями, в том числе полная материально-финансовая прозрачность могут оказывать давление на государство в сторону повышения его эффективности.

Решением этой проблемы – нежелания привлекать и оплачивать высококвалифицированных специалистов, нежелания использовать современные технологии управления – является конкуренция и смена собственника в период кризиса. Собственники, использующие неэффективное управление, в период кризиса оказываются в наиболее проигрышном состоянии и теряют свою собственность.

¹ Проект РГНФ №08-02-00256.

В стационарных условиях экономия на стратегии развития может принести прибыль за счет экономии издержек [9, 10]. В условиях динамично меняющейся слабоструктурированной среды экономия издержек на управлении может оказаться ниже потерь на минимизации упущенной выгоды.

Смена собственника в период кризиса – процесс длительный и болезненный. В руках неэффективной команды управленцев активы не способны дать полную отдачу. В результате сотрудники недополучают компенсацию за труд, власть – налоговые поступления, сама собственность недостаточно обновляется и модернизируется. Процесс смены собственника случаен и требует времени. Распределение собственности вполне может привести к снижению эффективности ее использования. И только в длительной перспективе эффективность использования собственности может повышаться.

В период кризисов собственность может переходить не только в руки более эффективных собственников, но и в руки собственников, более близких к власти. Переход в руки эффективных собственников увеличивает добавленную стоимость и оздоравливает экономику страны, региона. Переход собственности в руки собственников, близких к власти, может вести к потере добавленной стоимости, производимой на предприятиях. В этих случаях работники теряют в зарплате, администрации – в налоговых поступлениях. Ухудшение экономического положения приводит к искушению повысить налоги. Кризис в этом случае служит не оздоровлению, а ухудшению состояния экономики.

Предприятия, насыщенные капиталом, технологиями, знаниями и умениями, в том числе управленческими, более гибкие. Они быстрее адаптируются к новым условиям, в том числе к изменившимся вовремя кризиса ценовым пропорциям. Поэтому объемы продаж и налоговые поступления в результате кризисов перемещаются в регионы, имеющие более гибкие экономики.

ГОСУДАРСТВЕННАЯ, ЧАСТНАЯ И ОБЩЕСТВЕННАЯ СОБСТВЕННОСТЬ

На эффективность собственности влияют не столько собственники, сколько сложившиеся в обществе институты управления и контроля собственности. Государство и крупные частные собственники испытывают одни и те же проблемы обеспечения эффективного управления и контроля. Вопрос – как отойти от дел и сохранить собственность? – волнует и государство, и крупных частных собственников.

Мелкие собственники рассредоточены и самостоятельно не могут влиять на управление и контроль собственностью. Как акционеры при успешных управлении и контроле за распределением доходов, они могут претендовать на свою долю прибыли – дивиденды.

И крупные собственники, и мелкие собственники, и государство экономически заинтересованы в институтах управления и контроля собственностью. К числу таких институтов может относиться фондовый рынок. На фондовом рынке обращаются акции предприятий. Цена акций зависит от текущей и ожидаемой прибыли, эффективности управления и контроля, открытости управления, приверженности системы управления стандартам корпоративного управления [1, 11].

Акции прозрачных предприятий, эффективно управляемых и приносящих прибыль, дорожают. Их цена

включает в себя премии за прибыльность, за эффективное управление, за прозрачность, за корпоративные стандарты. Скупать такие акции с целью смещения руководства и вывода активов компании невыгодно.

Акции предприятий, управляемых неэффективно, не придерживающихся стандартов корпоративного управления, получают дисконт за неэффективное управление, за непрозрачность. Такие акции становятся выгодным скупать с целью смещения управленческой команды, в том числе скупать, привлекая банковские кредиты под залог покупаемых акций.

Постановка системы эффективных управления и контроля, введение корпоративных стандартов способно заменить дисконт, применяемый к цене акций, на премию. Деятельность оказывается экономически эффективной даже с учетом привлекаемых банковских кредитов.

Следует отметить, что эти механизмы оздоровления экономики работают только при определенных экономических условиях и при развитых демократических институтах. Способность собственности генерировать добавленную стоимость в долгосрочной перспективе ценится только при условии низкой процентной ставки, низкой премии за риск, за потерю ликвидности. Это обеспечивает стабильная макроэкономическая ситуация, в том числе низкая ликвидность и развитый фондовый рынок.

В случае нестабильной макроэкономической ситуации, высокой процентной ставки, высокой премии за риск, высокой премии за потерю ликвидности будущая прибыльность предприятия нивелируется за счет высокой ставки дисконтирования. Инвестиции в повышение эффективности предприятия перестают быть выгодными.

Демократические институты и гарантии сохранности собственности снижают премию за риск. Снижение премии за риск уменьшает ставку дисконтирования и делает отдаленные члены финансового потока более значимыми. Инвестиции в повышения эффективности предприятия становятся выгодными. В этом аспекте снижение процентной ставки в РФ, усилия Президента РФ Д.А. Медведева по движению в сторону правового государства могут привести к перелому в экономической ситуации в стране. Приток длинных инвестиций в РФ, привлеченных под низкую процентную ставку, стоит меньше, чем та добавленная стоимость, которую он в состоянии принести.

Исполнительная вертикаль государственной власти может представлять опасность для системы эффективного управления в том случае, если государство при управлении своей собственностью захочет применять чисто административные методы. Институт независимых директоров, представляющих интересы всех акционеров, имеет целью защиту экономических интересов акционеров.

СОГЛАСОВАНИЕ ИНТЕРЕСОВ СОБСТВЕННИКОВ

Если организация имеет более одного собственника, то возникает проблема согласования их интересов. Скоординированные интересы собственников необходимы для выработки единых стратегических решений, прежде всего касающихся развития и дивидендной политики компании.

Пожилые собственники могут быть более заинтересованы в извлечении прибыли с предприятий ради

своего текущего потребления. Это их право как собственников. Молодые акционеры могут сейчас потерпеть ради будущих доходов, до которых пожилые акционеры могут уже не дожить. Молодым акционерам могут быть более интересны инвестиции, увеличивающие будущую прибыль и капитализацию, а пожилым – текущую прибыль и капитализацию.

Выбор между текущей прибылью с текущим потреблением, с одной стороны, и между будущей прибылью с будущим потреблением, с другой стороны, – выбор между Парето оптимальными стратегиями развития. При отсутствии ликвидного фондового рынка эти Парето оптимальные стратегии сложно, если возможно, соотнести между собой.

Наличие ликвидного фондового рынка кардинально меняет ситуацию. И будущие и текущие доходы учитываются рынком. Все стратегии сводятся к единому знаменателю – капитализации компании, текущей цене акций [1, 11]. И молодые, и пожилые акционеры становятся заинтересованными в росте курса акций принадлежащих им компаний.

Итак, интересы у собственников вполне могут быть разными – вследствие различий в возрасте, в отношении к риску, в инвестиционных горизонтах. Ликвидный фондовый рынок в состоянии свести различные Парето оптимальные стратегии к единому знаменателю – курсу акций, в росте которого заинтересованы все, и таким образом согласовывать интересы собственников. При отсутствии ликвидного фондового рынка согласовать интересы собственников, имеющих различные временные горизонты, может быть затруднительно, если вообще возможно.

Интересы собственников согласуются также при помощи паевых фондов, которые за счет профессионального управления пакетами акций, снижают риски и формируют портфели в соответствии с объявленными инвестиционными стратегиями.

Следует отметить, что граждане США имеют право уменьшать налогооблагаемую базу на величину средств, вкладываемых в паевые инвестиционные фонды, при условии, что вложенные средства не будут выниматься из паевых фондов до достижения гражданами пенсионного возраста. Граждане получают возможность выгоднее накапливать средства на пенсию. Правительство США – дополнительные средства для поддержки национальной экономики. Экономики и предприятия – дополнительные средства на развитие.

При наличии развитого фондового рынка основные интересы собственников сводятся к обеспечению качественного управления и защите их интересов. Качественное управление в течение длительного периода времени достигается за счет скупки акций плохо управляемых предприятий с последующей постановкой качественного менеджмента.

Достичь качественного управления за счет скупки активов можно в условиях развитого рынка и устоявшихся цен. Распродавать активы у скупленных предприятий в этом случае невыгодно, так как продавец лишается премии за работу активов. В условиях нестационарных цен и только формирующегося фондового рынка возможно скупать предприятия по цене, меньшей чем суммарная стоимость их различных активов. В этом случае распродажа активов скупленных по дешевке предприятий становится экономически целесообразной. При быстрой продаже активов прибыль от распродажи мо-

жет превышать прибыль от приведения предприятия в эффективное состояние: суммарная получаемая прибыль равна прибыли на сделке, умноженной на количество сделок в год (единицу времени). Таким образом, развитой и эффективно работающий фондовый рынок становится инструментом повышения эффективности экономики. Незрелый фондовый рынок может стать инструментом разрушения экономики.

Развитие фондового рынка опирается на привлечение портфельных инвесторов. Портфельные инвесторы – миноритарии. Им нужна защита не только от некачественного менеджмента, но и от мажоритариев. Механизмов увода прибыли и активов от миноритариев достаточно много. К числу основных механизмов увода активов от миноритариев относятся продажа активов по балансовой стоимости и использование трансфертных цен.

В условиях российского законодательства лучшей гарантией защиты интересов инвестора являются фактические стандарты корпоративного управления и вхождение государства в состав миноритарных акционеров компании.

Фактические стандарты корпоративного управления самой компании позволяют миноритариям рассчитывать на свою долю прибыли, получаемую ими в виде дивидендов и роста котировок акций. Фактическое соблюдение стандартов корпоративного управления повышает котировки акций материнских компаний. Отступление от стандартов корпоративного управления ведет к снижению котировок материнских компаний и в ряде случаев к снижению объема бонусов высшего руководства материнских компаний. Снижение объема выплачиваемых бонусов происходит в том случае, когда они привязаны к капитализации материнской компании.

Принятый в РФ закон о принудительном выкупе существенно ущемляет интересы миноритарных акционеров. Акции ряда эмитентов могут быть еще не расторгнуты, поэтому средняя взвешенная цена акции за последние шесть месяцев, даже без учета кризиса может быть существенно меньше ее справедливой стоимости. Также для нерасторгнутых и малоликвидных акций спред между ценой покупки и ценой продажи может быть весьма существенным. Все это приводит к тому, что миноритарный инвестор, вложившийся в российский фондовый рынок может не только не получить планируемую прибыль, но и уйти с убытком, даже при правильном и тщательном выборе эмитентов для инвестиций. Защиту для миноритарного инвестора могут представлять только фактически соблюдаемые мажоритарными акционерами стандарты корпоративного управления.

Принятая компанией дивидендная политика представляет интерес для инвестора только с точки зрения грамотности управления компанией [1, 11]. Инвестиции в развитие компании могут как создавать стоимость, так и разрушать ее. Для акционера важно лишь, чтобы средства, отвлекаемые от дивидендов, вкладывались в инвестиции, создающие стоимость.

Решение проблемы инвестиций, разрушающих стоимость, требует не только грамотной команды менеджмента и использования современных технологий управления, но еще и решения конфликта интересов. В той мере, в какой бонусы высшего менеджмента привязаны к объемам продаж, объемам прибыли, он заинтересован в наращивании объемов производства даже в том случае, когда норма отдачи инвестиций оказывается ниже

нормы отдачи альтернативных вариантов вложения для собственных средств акционеров.

ПРЕЕМСТВЕННОСТЬ УПРАВЛЕНИЯ

Фондовый рынок ценит долгосрочную стабильную прибыльность компании. В этом случае премия за риск, применяемая к ставке дисконтирования, минимальна. Стабильная долгосрочная прибыль достигается за счет долгосрочной стратегии. Долгосрочная стратегия возможна при длительном инвестиционном горизонте собственников.

Долгосрочный инвестиционный горизонт способны обеспечить финансовые институты, например, пенсионные фонды. Также долгосрочный инвестиционный горизонт может иметь государство. Для физического лица иметь долгосрочный инвестиционный горизонт затруднительно. И это связано с ограниченным временем его трудоспособности и жизни. При старении или смерти физического лица возникает проблема преемственности.

Крупные частные собственники могут разрабатывать хорошие долгосрочные стратегии. Происходит это тогда, когда собственник либо сам обладает необходимыми знаниями, либо привлекает высококвалифицированных специалистов. Если крупный собственник сам такими знаниями не обладает и не в состоянии нанять команду высококвалифицированных специалистов, то предприятие оказывается без последовательной долгосрочной стратегии.

Смена крупного собственника может привести и к смене или потере долгосрочной стратегии. Далеко не всякая смена стратегии оказывается удачной. Система управления, обеспечивающая качественную долгосрочную преемственную стратегию – общая задача всех собственников. Стабильные инвестиционно-финансовые институты, например, пенсионные фонды, имеют долгосрочные горизонты и, как собственники вполне могут обеспечить долгосрочные инвестиционные стратегии.

Преемственность управления повышает стоимость акций предприятий в длительной перспективе. Наличие ликвидного фондового рынка и дешевых кредитов позволяет высококвалифицированной команде менеджмента выкупать с рынка, пусть под залог выкупаемых акций, дешевеющие предприятия, смещать менеджмент, который не в состоянии обеспечить качественное долгосрочное управление. Постановка качественной системы управления ведет к росту прибыли и росту курса акций, что делает работу такой команды высокоприбыльным бизнесом.

ИНВЕСТИЦИИ И ИННОВАЦИИ

Инвестиции и инновации способны развивать компанию и сохранять ее долгосрочную прибыльность. Инвестиции и инновации связаны с риском, поэтому для его компенсации помимо обычной доходности они должны еще обеспечивать премию за риск.

Премия за риск акционер получает только в том случае, если ее учитывает фондовый рынок. Если фондовый рынок не учитывает премию за риск, то дополнительная отдача от инвестиций и инноваций не учитывается в рыночной цене акций, а инвестиции и инновации с точки зрения фондового рынка оказываются вложениями денег, разрушающими стоимость компании.

Инновации и инвестиции учитываются рынком в том случае, когда процентная ставка низкая. В этом случае отдаленные члены финансового потока имеют существенную ценность. Стабилизация экономического положения РФ и снижение процентной ставки подводят к мысли о том, что в скором будущем фондовый рынок начнет учитывать в стоимости акций инвестиционную и инновационную стратегию эмитентов как стратегию создающую стоимость.

Долгосрочная стабильная прибыль достигается при выпуске современной, востребованной качественной продукции. Такая продукция выпускается на современном производстве. Труд на таких предприятиях хорошо оснащен лицензиями, know-how, капиталом. Такое возможно только в случае дорогого труда. В этом случае он, как более дорогой ресурс производства, замещается более дешевыми ресурсами – лицензиями, технологиями, know-how, капиталом. При дешевом труде, наоборот, труд как более дешевый ресурс вытесняет ресурсы более дорогие – лицензии, технологии, know-how, капитал.

Замещение технологий и know-how дешевым трудом в краткосрочной перспективе повышает экономическую эффективность предприятия. В долгосрочной перспективе такое замещение ведет к потере рынков сбыта, переходу от конкуренции качеством и сервисом на конкуренцию ценой. Продукция становится товаром второго качества.

Фондовый рынок и экономическая ситуация, в том числе банки при выдаче кредитов, в первую очередь оценивают близкую перспективу. И делают это совершенно правильно: даже предприятия, обладающие прекрасным бизнесом, производящим превосходную продукцию, могут обанкротиться, если начнут пренебрегать управлением корпоративными финансами и финансовым планированием.

Ситуация с дешевым трудом стимулирует изъятие средств и капитала из предприятий, а ситуация с дорогим трудом стимулирует капитальные вложения в предприятия. От макроэкономической ситуации, от гарантий сохранности вложений, от стабильности законом и налоговых ставок зависит – будут ли инвестиции в развитие производства экономически выгодными, а, следовательно, и будет ли собственность в регионе развиваться.

МНОГОФАКТОРНОСТЬ СОБСТВЕННОСТИ

Собственность многофакторна. Она включает в себя материальные ценности, финансовые средства, интеллектуальный капитал. Предприятие прибыльно, если все виды собственности задействованы в процессе производства.

Все виды собственности задействованы в процессе производства в объемах, оптимальных для общества, если они адекватно оплачиваются. Проблема здесь заключается в том, что одна часть видов собственности является личным благом, а другая часть собственности – общественным благом. К личным благам относятся материально-финансовые активы, к общественным благам – знания, умения, технологии, know-how.

Рынок недооценивает общественные блага, что приводит к их недостаточному потреблению [8]. Для их адекватного оценивания необходимо применять меха-

низмы общественного выбора. В этом случае общественные блага будут потребляться в объеме оптимальном для общества, а производство будет насыщено технологиями, знаниями и умениями, know-how.

В разных регионах по-разному оцениваются разные виды собственности. Наибольшую отдачу способна давать интеллектуальная собственность, но только при условии развитых инфраструктуры, законодательства, демократических институтов. При отсутствии соответствующих условий, например, развитой инфраструктуры, законодательства, интеллектуальная собственность не способна давать хорошую отдачу, и, как следствие этого, будет стоить дешево. Дешевая собственность вымывается из региона туда, где она стоит дороже.

Собственность, слабо оснащенная знаниями, технологиями, т.е. собственность с незначительным содержанием нематериальной собственности, не способна давать хорошую отдачу. Таким образом, создание и развитие инфраструктуры, развитие законодательства, создание макроэкономических условий – первоочередные задачи развития региона, страны. От успехов в этих направлениях развития зависит: будет ли в регионе аккумулироваться собственность, способная давать высокую добавленную стоимость, или же, наоборот, она будет вымываться в другие регионы.

СОБСТВЕННОСТЬ КАК СРЕДСТВО СОХРАНЕНИЯ И НАКОПЛЕНИЯ

Собственность – лучшее средство накопления. Накопления в денежной форме подвержены рискам обесценивания вследствие инфляции и обесценивания национальной валюты. Накопления на основе металлических счетов в лучшем случае позволяют сохранить средства. При подъеме экономики спрос на золото падает, и инвестор, желающий сохранить свои средства в золоте, может потерять. Тем не менее, от инфляции металлические счета, как правило, защищены лучше, чем простые денежные счета.

Работающая собственность создает добавленную стоимость. Добавленная стоимость позволяет компенсировать материальный и моральный износ. Оставшаяся после компенсации износа добавленная стоимость позволяет увеличивать объем собственности. Таким образом, вложения в работающую и хорошо управляемую собственность – лучшая возможность долгосрочных вложений средств.

Собственность подвержена рискам:

- социально-политическим;
- экономическим;
- военным;
- техногенным;
- природным.

Отдача собственности должна, помимо износа, покрывать и эти риски.

Вместе с тем необходимо отметить, что инвестиции, направляемые в собственность, определяются экономическими условиями. В регионах с дорогим трудом и развитой инфраструктурой выгодны капитальные вложения, замещающие труд. В регионах с очень дешевым трудом и неразвитой инфраструктурой, наоборот, ручной труд замещает вложения в технологии. Экономические условия определяют целесообразность инвестирования в собственность и возможность получения долгосрочной прибыли.

В регионах с неправильными экономическими условиями инвестиции в развитие собственности экономически нецелесообразны. Экономически целесообразное управление собственностью в таких регионах заключение в извлечении из собственности денежного потока, например, при помощи отказа от покрытия материального и морального износа. Первоочередная задача Правительства РФ и руководства регионов заключается в создании экономических условий, делающих вложения в развитие собственности экономически выгодными.

СОБСТВЕННОСТЬ И ДЕМОКРАТИЧЕСКИЕ ИНСТИТУТЫ

Собственность движется туда, где она дороже стоит. Сохранность и адекватную оценку собственности обеспечивают демократические институты, воплощающие в себе механизмы общественного выбора. Чистый рынок не в состоянии учитывать общественные блага (public goods), что ведет к их существенной недооценке и, как следствие, к существенному недопотреблению обществом.

Собственность, лишенная технологий, знаний, умений, know-how, лицензий имеет существенно меньшую отдачу, чем собственность, насыщенная знаниями, умениями, know-how. Механизмы общественного выбора обеспечивают адекватную оценку общественных благ и побочных эффектов (externalities), что доводит их потребление до общественно оптимальных.

Механизмы общественного выбора для своей работы должны воплотиться в экономические институты. В этом аспекте механизмы общественного выбора, воплощенные в экономические институты, можно называть демократическими институтами, так как они обеспечивают такое оценивание экономических благ, которое оптимально для общества.

Механизмы общественного выбора должны корректно работать и быть защищенными от манипулирования. Простые механизмы общественного выбора не удовлетворяют этим условиям – они могут работать некорректно и не могут быть незащищенными от манипулирования.

Простое голосование не может решать проблемы адекватной оценки стоимости общественных благ. Простое голосование подвержено манипулированию и подвержено проблеме «безбилетника». Поэтому реально работающие демократические институты воплощают в себе существенно более изощренные механизмы общественного выбора.

Интеллектуальная собственность – инновации, знания и умения, технологии, существенно повышает отдачу материально-финансового капитала. Обусловлено это динамично меняющейся слабо структурированной средой.

В условиях стабильной и структурированной среды можно создать и тиражировать правила экономического эффективного принятия решения. Наибольшую роль в условиях стабильной и структурированной среды играет минимизация издержек.

Минимизация упущенной выгоды требует оперативной обработки больших объемов динамично меняющейся слабо структурированной информации и распределенного принятия решений. Реальное, экономически эффективное распределенное принятие решений воз-

можно только при согласовании интересов. Конфликт интересов экономически стимулирует такое принятие решений, которое не оптимально для коллективного благосостояния.

Согласование интересов требует перестройки системы мотивации, перестройки информационно-аналитических, административно-управленческих и материально-финансовых потоков. Меняется процесс принятия и реализации решений, меняется распределение прибыли. Лица, привносящие добавленную стоимость, начинают получать ее часть.

ПРИМЕР СОБСТВЕННОСТИ И ФОНДОВОГО РЫНКА

Рассмотрим риски миноритарных акционеров на примере ОАО «Самараэнерго». ОАО «Самараэнерго» – одна из крупнейших сбытовых компаний (табл. 1) [12] с отпуском более 15 млн. кВт/час и долей локального рынка в 89,86%.

Таблица 1

КРУПНЕЙШИЕ СБЫТОВЫЕ КОМПАНИИ

Показатель	Отпуск в 2009 г., млн. кВт/ч	Доля рынка, %
Мосэнерго	78 630	90,80%
Петербургская сбытовая компания	22 784	-
Свердловскэнерго	20 798	58,00%
Самараэнерго	16 373	89,86%
Красноярскэнерго	15 884	-
Пермэнерго	13 776	69,00%

Таблица 2

ПЕРЕЧЕНЬ ФИНАНСОВЫХ ВЛОЖЕНИЙ ОАО «САМАРАЗЭРГО», КОТОРЫЕ СОСТАВЛЯЮТ 10 И БОЛЕЕ ПРОЦЕНТОВ ВСЕХ ЕГО ФИНАНСОВЫХ ВЛОЖЕНИЙ НА 31 МАРТА 2009 г.

Показатель	Полное и сокращенное фирменное наименование	
	Открытое акционерное общество «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы» (ОАО «ФСК ЕЭС»)	Открытое акционерное общество «Межрегиональная распределительная сетевая компания Волги» (ОАО «МРСК Волги»)
Место нахождения	г. Москва, ул. Академика Челомея, д. 5А	г. Саратов, ул. Первомайская, д. 42/44
Количество ценных бумаг	26 509 545 шт. обыкновенных акций	333 248 606 шт. обыкновенных акций
Дата и номер регистрации выпуска акций	1-01-65018-D от 10.09.2002 г.	1-01-04247-E от 10.10.2007 г.
Рег. орган	ФКЦБ России	ФСФР России
Номинальная стоимость пакета акций (доли, пая), руб.	13 254 772,5	33 324 860,60
Доля уставного капитала, %	0,0019	0,1865
Балансовая стоимость пакета акций (долей, паев), руб.	3 260 674,04	21 027 987,04
Дивиденды	Размер, руб.	-
	Срок выплаты	-
Цена по балансовой стоимости, руб.	0,123	0,0631

Компания по всем параметрам хорошая и перспективная с потенциалом роста обыкновенных и привилегированных акций порядка 80-90% [12]. Мультипликатор цена / доход P/E равняется 1,8 [RMG].

На примере этой прекрасной компании рассмотрим примеры опасностей подстерегающих как российских миноритариев, так и российскую экономику.

Проанализируем долгосрочные финансовые вложения ОАО «Самараэнерго» за 1-й и 2-й кварталы 2009 г. (табл. 2 и 3).

Таблица 3

УЧАСТИЕ ОАО «САМАРАЗЭРГО» В АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВАХ – ПЕРЕЧЕНЬ ФИНАНСОВЫХ ВЛОЖЕНИЙ ОАО «САМАРАЗЭРГО», КОТОРЫЕ СОСТАВЛЯЮТ 10 И БОЛЕЕ ПРОЦЕНТОВ ЕГО ФИНАНСОВЫХ ВЛОЖЕНИЙ НА 30 ИЮНЯ 2009 г.

Показатель	Полное и сокращенное фирменное наименование	
	Открытое акционерное общество «Межрегиональная распределительная сетевая компания Волги» (ОАО «МРСК Волги»)	
Место нахождения	г. Саратов, ул. Первомайская, д. 42/44	
Количество ценных бумаг	6,08E+09 шт. обыкновенных акций	
Дата и номер регистрации выпуска акций	1-01-04247-E от 10.10.2007 г.	
Рег. орган	ФСФР	России
Номинальная стоимость пакета акций (доли, пая), руб.	607 990 029,5	
Доля уставного капитала, %	3,4046	
Балансовая стоимость пакета акций (долей, паев), руб.	1 856 350 237	
Дивиденды	Размер, руб.	-
	Срок выплаты	-
Цена по балансовой стоимости, руб.	0,305326	

Для того чтобы балансовая стоимость обыкновенных акций межрегиональной распределительной сетевой компании (МРСК), взятая как средневзвешенная цена покупки, стала равной 0,305326 за штуку, новые 5 746 651 689 обыкновенных акций МРСК Волги должны быть приобретены по цене 0,319372 руб. за штуку:

- $1\ 856\ 350\ 237 - 21\ 027\ 987,04 = 1\ 835\ 322\ 249,67$;
- $1\ 835\ 322\ 249,67 / 5\ 746\ 651\ 689 = 0,319372$.

Табл. 4 показывает, что максимальные биржевые цены на Самараэнерго не превышали 0,1 руб., а на момент заключения сделки (31 декабря 2008 г.) не превышали 0,07 руб. за акцию.

Цена 0,31 руб. за штуку могла появиться в результате сделки по покупке акций по цене, в 3-5 раз превышающей биржевую (рис. 1 и 2). Пример фактически совершенной крупной сделки, правда, без указания цены показан рис. 3.

Если все акции МРСК Волги были совершены по последней цене – 0,30 руб. за обыкновенную акцию, то прямые экономические потери от такой сделки составят 67-75% от суммы сделки, так как цена превышает биржевую цену в 3-4 раза, т.е. примерно 1 млрд. 200 млн. – 1 млрд. 600 млн. руб. За это время существенно более ликвидные акции – привилегированные Сбербанк – выросли в 10 раз, ГидроОГК – в два раза,

поэтому упущенная выгода от такой сделки может составлять миллиарды рублей.

Таблица 4

БИРЖЕВЫЕ ЦЕНА НА САМАРАЗЭНЕРГО [РТС]²

Руб.

Месяц / день / год	Откры тие	Мак- симум	Мини- мум	Закры тие	Объем
09/09/2008	0,1103	0,125	0,11	0,11	5 999 900
09/10/2008	0,11	0,11	0,09	0,1002	16 596 000
09/11/2008	0,101	0,1049	0,0925	0,1	966 400
09/12/2008	0,1018	0,1018	0,086	0,0998	22 600
09/15/2008	0,1095	0,1095	0,08	0,08	9 920 000
09/16/2008	0,0802	0,089	0,06	0,06	4 022 200
09/17/2008	0,0709	0,0709	0,0548	0,0548	1 178 500
09/19/2008	0,0767	0,0865	0,071	0,0799	408 000
09/22/2008	0,0831	0,0831	0,075	0,08	2 067 700
09/23/2008	0,0703	0,079	0,0703	0,0721	852 500
09/24/2008	0,0701	0,0709	0,063	0,0632	13 994 000
09/25/2008	0,0633	0,066	0,06	0,065	41 175 700
09/26/2008	0,0623	0,0637	0,058	0,0618	18 098 800
09/29/2008	0,0613	0,0613	0,0499	0,0528	25 590 200
09/30/2008	0,0613	0,0613	0,0511	0,0591	91 014 600
10/01/2008	0,0535	0,06	0,0535	0,058	36 078 900
10/02/2008	0,0576	0,0576	0,053	0,0565	11 709 400
10/03/2008	0,0554	0,0564	0,0511	0,0511	10 452 200
10/06/2008	0,0515	0,0515	0,038	0,038	5 053 800
10/07/2008	0,0408	0,0532	0,0408	0,048	15 717 900
10/09/2008	0,0479	0,05	0,032	0,042	13 491 700
10/13/2008	0,042	0,045	0,04	0,045	20 750 500
10/14/2008	0,045	0,0471	0,0438	0,045	31 694 200
10/15/2008	0,0429	0,0429	0,0352	0,0397	30 202 800
10/16/2008	0,034	0,0399	0,03	0,0339	16 295 300
10/17/2008	0,035	0,035	0,03	0,0319	16 131 700
10/20/2008	0,0272	0,0319	0,0272	0,031	2 104 200
10/21/2008	0,03	0,0325	0,03	0,0318	144 800
10/22/2008	0,0311	0,0349	0,025	0,0323	116 400
10/23/2008	0,03	0,0346	0,0284	0,0284	9 636 500
10/24/2008	0,0299	0,0299	0,025	0,0251	2 052 100
10/28/2008	0,0221	0,029	0,0201	0,021	69 087 000
10/29/2008	0,0207	0,0237	0,0207	0,0227	25 152 600
10/30/2008	0,0242	0,0242	0,0211	0,0239	14 483 900
10/31/2008	0,0219	0,0322	0,0215	0,032	87 409 000
11.01.2008	0,0309	0,032	0,0301	0,031	9 072 900
11.05.2008	0,0322	0,043	0,0316	0,043	57 562 400
11.06.2008	0,0456	0,0494	0,0324	0,043	181 779 296
11.07.2008	0,0497	0,0497	0,041	0,0431	10 911 500
11.10.2008	0,0451	0,0452	0,041	0,0413	6 223 800
11.11.2008	0,0326	0,0468	0,0326	0,0403	218 466 896
11/13/2008	0,0424	0,0424	0,0368	0,0417	163 938 704
11/14/2008	0,04	0,0409	0,0397	0,0406	3 214 500
11/17/2008	0,04	0,0407	0,0375	0,0407	4 319 500
11/18/2008	0,0382	0,0382	0,0351	0,0375	10 502 500
11/19/2008	0,0365	0,0365	0,034	0,034	206 912 608
11/20/2008	0,033	0,0377	0,033	0,0345	104 505 904
11/21/2008	0,0376	0,0378	0,034	0,034	3 012 700
11/24/2008	0,0345	0,0397	0,0345	0,0395	71 990 800
11/25/2008	0,0371	0,0425	0,037	0,041	311 531 200
11/26/2008	0,04	0,0461	0,0388	0,04	12 504 900
11/27/2008	0,0392	0,0442	0,0392	0,0441	5 437 300
11/28/2008	0,0422	0,0492	0,0408	0,047	438 858 400
12/01/2008	0,0458	0,0458	0,0445	0,045	2 708 500
12/02/2008	0,0428	0,0516	0,042	0,0516	4 554 300
12/03/2008	0,055	0,0615	0,0455	0,0595	16 371 900
12/04/2008	0,0595	0,0657	0,0595	0,0614	11 161 000

² Сведения от 16.02.2009.

Месяц / день / год	Откры тие	Мак- симум	Мини- мум	Закры тие	Объем
12/05/2008	0,0604	0,0666	0,047	0,062	12 574 300
12/08/2008	0,0665	0,0675	0,0552	0,0614	148 718 096
12/09/2008	0,0659	0,0659	0,0562	0,0589	10 491 500
12/10/2008	0,0571	0,0583	0,0569	0,0583	5 366 500
12/11/2008	0,0583	0,0583	0,057	0,0576	5 457 800
12/12/2008	0,0567	0,0567	0,0545	0,0559	9 749 400
12/15/2008	0,056	0,056	0,054	0,054	9 880 800
12/16/2008	0,0579	0,0579	0,0501	0,0501	3 819 800
12/17/2008	0,0535	0,0545	0,05	0,051	72 458 304
12/18/2008	0,0566	0,0567	0,0531	0,055	25 209 200
12/19/2008	0,055	0,06	0,055	0,06	97 223 400
12/22/2008	0,0615	0,0618	0,055	0,055	10 181 400
12/23/2008	0,0595	0,067	0,0521	0,0615	13 157 900
12/24/2008	0,0646	0,0646	0,0579	0,0595	5 053 500
12/26/2008	0,0581	0,0581	0,058	0,058	2 900 000
12/29/2008	0,0597	0,0624	0,058	0,062	7 880 200
12/30/2008	0,062	0,0674	0,062	0,0672	16 596 800
12/31/2008	0,0674	0,069	0,067	0,067	4 490 700
01/11/2009	0,0666	0,0675	0,0666	0,0674	178 600
01/12/2009	0,069	0,069	0,0665	0,0682	129 100
01/13/2009	0,0666	0,0855	0,0666	0,073	8 072 400
01/14/2009	0,0755	0,0755	0,0723	0,0723	10 052 600
01/15/2009	0,0738	0,0738	0,0705	0,0725	1 028 600
01/16/2009	0,0702	0,08	0,0701	0,0702	10 978 500
01/19/2009	0,0702	0,0832	0,0679	0,075	22 367 300
01/20/2009	0,071	0,0731	0,0691	0,07	7 922 200
01/21/2009	0,07	0,0717	0,0699	0,07	9 862 500
01/22/2009	0,076	0,076	0,07	0,07	29 800
01/23/2009	0,075	0,075	0,0625	0,0697	38 806 800
01/26/2009	0,07	0,07	0,069	0,07	17 237 800
01/27/2009	0,079	0,079	0,068	0,07	36 271 700
01/28/2009	0,069	0,0705	0,0659	0,0705	27 445 600
01/29/2009	0,073	0,073	0,0685	0,0707	16 761 400
01/30/2009	0,0681	0,076	0,0675	0,073	33 990 700
02/02/2009	0,0685	0,0733	0,0659	0,07	13 059 300
02/03/2009	0,0699	0,0722	0,068	0,0722	3 100
02/04/2009	0,0701	0,0717	0,07	0,0708	4 057 200
02/05/2009	0,0701	0,0701	0,07	0,07	45 960 100
02/06/2009	0,0682	0,0815	0,0682	0,0815	9 500 800
02/09/2009	0,076	0,0833	0,0692	0,083	16 552 400
02/10/2009	0,082	0,094	0,0803	0,083	10 493 900
02/11/2009	0,0805	0,098	0,0803	0,0904	13 602 500
02/12/2009	0,0914	0,0941	0,0891	0,093	17 645 700
02/13/2009	0,0971	0,1	0,097	0,1	11 593 400
02/16/2009	0,11	0,11	0,0999	0,1099	11 338 700
02/17/2009	0,1195	0,1195	0,0903	0,0921	17 734 800
02/18/2009	0,097	0,1031	0,091	0,0999	55 136 900
02/19/2009	0,105	0,105	0,085	0,098	8 167 100
02/20/2009	0,0971	0,0999	0,0892	0,093	69 926 400
02/24/2009	0,0943	0,097	0,0903	0,0903	4 285 600
02/25/2009	0,092	0,0955	0,0875	0,088	105 704 096
02/26/2009	0,09	0,09	0,088	0,088	6 100
02/27/2009	0,0874	0,0918	0,0854	0,088	675 300
03/02/2009	0,099	0,099	0,089	0,09	5 025 000
03/03/2009	0,089	0,09	0,0874	0,0899	11 785 400
03/04/2009	0,0876	0,0913	0,0875	0,0887	7 218 100
03/05/2009	0,0945	0,0945	0,085	0,0898	27 342 200
03/06/2009	0,0893	0,095	0,0889	0,0949	13 073 700
03/10/2009	0,0955	0,1316	0,0933	0,0966	125 011 000
03/11/2009	0,0901	0,0973	0,09	0,0918	11 917 900
03/12/2009	0,0854	0,088	0,0854	0,0856	9 822 800
03/13/2009	0,0853	0,0875	0,085	0,0855	8 690 000
03/16/2009	0,0853	0,0854	0,085	0,0854	204 000
03/17/2009	0,0842	0,0842	0,06	0,0814	3 600 700
03/18/2009	0,0792	0,088	0,0792	0,0865	36 200 900

Месяц / день / год	Открытие	Максимум	Минимум	Закрытие	Объем
03/19/2009	0,082	0,085	0,082	0,083	5 395 200
03/20/2009	0,0801	0,0849	0,0801	0,0843	6 568 700
03/23/2009	0,0827	0,0845	0,082	0,0845	6 870 000
03/24/2009	0,0826	0,0827	0,082	0,0827	4 112 900
03/25/2009	0,0826	0,0849	0,0805	0,0805	4 503 300
03/26/2009	0,0826	0,0826	0,079	0,079	2 680 000
03/27/2009	0,0809	0,081	0,0788	0,0788	124 200
03/30/2009	0,0771	0,0771	0,0751	0,0757	3 226 700
03/31/2009	0,0714	0,0762	0,0714	0,0742	7 305 300
04/01/2009	0,075	0,075	0,0741	0,0742	4 271 800
04/02/2009	0,0742	0,0787	0,0732	0,077	11 725 000
04/03/2009	0,077	0,0781	0,075	0,075	1 494 600
04/06/2009	0,075	0,0794	0,075	0,0784	13 753 800
04/07/2009	0,0745	0,0772	0,0744	0,075	3 192 600
04/08/2009	0,0751	0,0753	0,0741	0,0751	534 400
04/09/2009	0,0771	0,08	0,0742	0,075	65 289 800
04/10/2009	0,0765	0,078	0,076	0,0769	8 804 600
04/13/2009	0,077	0,0806	0,077	0,078	10 802 800
04/14/2009	0,0781	0,0829	0,075	0,0792	33 289 200
04/15/2009	0,0799	0,0799	0,0728	0,0755	17 884 700
04/16/2009	0,0741	0,0766	0,0729	0,0764	87 909 904
04/17/2009	0,0777	0,0824	0,0751	0,0756	10 989 600
04/20/2009	0,075	0,076	0,072	0,0734	18 159 100
04/21/2009	0,0738	0,0739	0,068	0,0701	14 154 800
04/22/2009	0,0707	0,0721	0,0615	0,0692	3 816 400
04/23/2009	0,071	0,071	0,0675	0,0688	2 453 800
04/24/2009	0,0695	0,0764	0,067	0,0679	1 477 600
04/27/2009	0,0674	0,068	0,0655	0,068	26 897 000
04/28/2009	0,067	0,0683	0,0652	0,0653	38 570 100
04/29/2009	0,0688	0,0688	0,067	0,0684	696 000
04/30/2009	0,069	0,0698	0,0678	0,0681	2 884 700
05/04/2009	0,0671	0,0729	0,0671	0,0707	13 239 100
05/05/2009	0,073	0,078	0,0701	0,071	9 503 400
05/06/2009	0,0709	0,0718	0,0683	0,0715	50 551 900
05/07/2009	0,073	0,0743	0,0701	0,072	107 152 200
05/08/2009	0,0725	0,073	0,0649	0,0679	111 055 400
05/12/2009	0,068	0,0701	0,068	0,0687	8 898 600
05/13/2009	0,0707	0,0718	0,068	0,0681	11 778 200
05/14/2009	0,0681	0,0698	0,0652	0,0698	7 901 000
05/15/2009	0,073	0,077	0,0677	0,072	12 270 100
05/18/2009	0,0683	0,0767	0,0683	0,0765	41 409 000
05/19/2009	0,077	0,081	0,077	0,0799	19 537 800
05/20/2009	0,079	0,086	0,0781	0,085	46 510 200
05/21/2009	0,087	0,0894	0,0816	0,0819	12 064 600
05/22/2009	0,083	0,086	0,082	0,086	25 784 200
05/25/2009	0,0835	0,09	0,0835	0,0885	67 053 700
05/26/2009	0,0929	0,0929	0,0819	0,084	17 963 200
05/27/2009	0,0875	0,0888	0,0861	0,0861	7 896 200
05/28/2009	0,0881	0,089	0,0848	0,0849	79 396 400
05/29/2009	0,0839	0,0853	0,0621	0,083	75 617 504
06/01/2009	0,0834	0,0925	0,082	0,092	35 600 600
06/02/2009	0,09	0,102	0,09	0,097	335 342 784
06/03/2009	0,097	0,098	0,095	0,0959	299 412 288
06/04/2009	0,096	0,0977	0,095	0,095	9 815 800
06/05/2009	0,093	0,102	0,093	0,1	28 363 500
06/08/2009	0,095	0,103	0,095	0,1012	19 388 900
06/09/2009	0,103	0,103	0,0939	0,1029	92 060 304
06/10/2009	0,1001	0,108	0,1001	0,1077	43 356 100
06/11/2009	0,103	0,113	0,1012	0,11	63 914 300
06/15/2009	0,11	0,123	0,11	0,115	69 617 904
06/16/2009	0,115	0,123	0,114	0,118	169 512 896
06/17/2009	0,1297	0,14	0,114	0,13	779 698 176
06/18/2009	0,125	0,125	0,103	0,105	122 157 800
06/19/2009	0,1103	0,1103	0,1054	0,1065	30 405 700
06/22/2009	0,1055	0,1055	0,0901	0,0968	10 370 600

Месяц / день / год	Открытие	Максимум	Минимум	Закрытие	Объем
06/23/2009	0,0801	0,1065	0,08	0,0871	81 569 104
06/24/2009	0,0966	0,0987	0,0889	0,0952	11 372 900
06/25/2009	0,102	0,102	0,0801	0,0987	77 244 000
06/26/2009	0,1017	0,1017	0,0937	0,0937	6 293 300
06/29/2009	0,099	0,0996	0,0889	0,0909	3 234 400
06/30/2009	0,0999	0,1025	0,086	0,086	9 661 600



Рис. 1. Биржевые цены на МРСК Волги (недельный график)

Как мы видим из таблицы [6], затем произошла переоценка стоимости капитальных вложений, обернувшаяся снижением стоимости активов ОАО «Самара-энерго» на 16% – почти на миллиард рублей. Это соответствует переоценке, которую можно произвести, если переоценить стоимость акций МРСК Волги в соответствии с биржевыми ценами.

В таблице не указан объем купленных у «Тройки-Диалога» обыкновенных акций МРСК Волги. Если бы весь дополнительный объем – 5 746 651 689 штуки – обыкновенных акций МРСК Волги был куплен у «Тройки-Диалога» за сумму, указанную в таблице, – 927 550 211,40 руб., то средняя цена покупки была бы 0,161407 руб. за акцию:

$$927\,550\,211,40 \text{ руб.} / 5\,746\,651\,689 \text{ акций} = 0,161407 \text{ руб. за акцию.}$$

Цена 0,161407 руб. за акций более, чем в два раза превышает рыночную цену обыкновенных акций МРСК Волги на момент покупки. В этом случае также непонятно, откуда взялась балансовая стоимость обыкновенных акций МРСК Волги в 0,305326 руб. за штуку. Переоценка обыкновенных акций МРСК Волги с 0,0631 руб. за штуку в конце 1-го квартала 2009 г. до 0,305326 руб. за штуку должна иметь под собой основания. К таким основаниям может относиться цена последней сделки, или средневзвешенная цена покупки. Тем не менее, для покупки акций по цене существенно (кратно) выше рынка должны быть серьезные основания. В противном случае такая сделка будет похожа хищение путем на вывод средств в особо крупных размерах.

Также, абсолютно непонятно, зачем бытовой компании заниматься рискованными (форвардными) сделка-

ми на фондовом рынке. ОАО «Самараэнерго» – крупная компания, занимающая существенную долю на рынке Самарского региона. Ущерб от «спекулятивных» операций на фондовом рынке, производимых в разгар кризиса в особо крупных размерах (16% от совокупной стоимости активов), ставил под удар не только и не столько саму компанию, сколько рынок электроэнергетики в Самарском регионе.

Сообщение о существенном факте «Сведения о фактах разовых сделок эмитента, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет 10 и более процентов активов эмитента на дату сделки»	
1. Общие сведения	
1.1. Полное фирменное наименование эмитента (для некоммерческой организации – наименование) – открытое акционерное общество энергетики и электрификации «Самараэнерго»	
1.2. Сокращенное фирменное наименование эмитента – ОАО «Самараэнерго»	
1.3. Место нахождения эмитента – 443099, г. Самара, ул. Ленинградская, 27	
1.4. ОГРН эмитента – 1026300956131	
1.6. Уникальный код эмитента, присвоенный регистрирующим органом – 00127-А	
1.7. Адрес страницы в сети Интернет, используемой эмитентом для раскрытия информации – www.samaraenergo.ru	
2. Содержание сообщения	
2.1. Вид и предмет сделки: договор купли-продажи ценных бумаг	
2.2. Содержание сделки, в том числе гражданские права и обязанности, на установление, изменение или прекращение которых направлена совершенная сделка: Продавец обязуется передать в собственность Покупателя обыкновенные именные акции ОАО «МРСК Волги», а Покупатель обязуется принять и оплатить акции	
2.3. Срок исполнения обязательств по сделке: оплата за акции производится Покупателем путем перевода средств на банковский счет Продавца в срок до 01.04.2009 года. Продавец обязуется совершить все действия, необходимые для регистрации перехода прав на ценные бумаги, в срок до 10.04.2009 года	
• Стороны и выгодоприобретатели по сделке: ОАО «Самараэнерго» – Покупатель, ЗАО «Инвестиционная Компания «Тройка Диалог» – Продавец	
• Размер сделки в денежном выражении: 927 550 211,40 (Девятьсот двадцать семь миллионов пятьсот пятьдесят тысяч двести одиннадцать рублей 40 копеек)	
• Размер сделки в процентах от стоимости активов эмитента: 17%	
2.4. Стоимость активов эмитента на дату окончания отчетного периода (квартала, года), предшествующего совершению сделки (дате заключения договора) и в отношении которого составлена бухгалтерская отчетность в соответствии с законодательством Российской Федерации: 5 263 356 000 (Пять миллиардов двести шестьдесят три миллиона триста пятьдесят шесть тысяч) рублей	
2.5. Дата совершения сделки (заключения договора): 31 декабря 2008 года	
2.6. Сведения об одобрении сделки в случае, когда такая сделка является крупной сделкой или сделкой, в совершении которой имелась заинтересованность эмитента: сделка одобрена в соответствии с п.п. 20 п. 15.1. статьи 15 Устава ОАО «Самараэнерго»	
• Категория сделки: сделка, предметом которой является имущество, стоимость которого составляет от 5 до 25% балансовой стоимости активов Общества	
• Орган управления эмитента, принявший решение об одобрении сделки: Совет директоров	
• Дата принятия решения об одобрении сделки: 30.12.2008 года. Протокол №10/238 заседания Совета директоров ОАО «Самараэнерго» в заочной форме 30 декабря 2008 года	
3. Подписи	
3.1. Генеральный директор _____ М.В. Соيفер (подпись)	
3.2. Дата «13» Февраля 2009 г.	
3.3. Главный бухгалтер _____ Л.В. Есина (подпись)	
3.4. Дата «13» февраля 2009 г. _____ М.П.	

Рис. 2. Сообщение ОАО «Самараэнерго» о существенном факте

Сообщение о существенном факте «Сведения о фактах, повлекших разовое увеличение или уменьшение стоимости активов эмитента более чем на 10 процентов»	
1. Общие сведения	
1.1. Полное фирменное наименование эмитента (для некоммерческой организации – наименование) – открытое акционерное общество энергетики и электрификации «Самараэнерго»	
1.2. Сокращенное фирменное наименование эмитента – ОАО «Самараэнерго»	
1.3. Место нахождения эмитента – 443099, г. Самара, ул. Ленинградская, 27	
1.4. ОГРН эмитента – 1026300956131	
1.6. Уникальный код эмитента, присвоенный регистрирующим органом – 00127-А	
1.7. Адрес страницы в сети Интернет, используемой эмитентом для раскрытия информации – www.samaraenergo.ru	
2. Содержание сообщения	
2.1. Факт (факты), повлекший за собой разовое уменьшение стоимости активов эмитента более чем на 10 процентов: уменьшение стоимости долгосрочных финансовых вложений (акций, обращающихся на организованном рынке) в связи с корректировкой их рыночной стоимости на конец отчетного периода	
2.2. Дата появления факта (фактов), повлекшего за собой разовое уменьшение стоимости активов эмитента более чем на 10 процентов: декабрь 2009 г.	
2.3. Стоимость активов эмитента на дату окончания отчетного периода (квартала, года), предшествующего отчетному периоду, в котором появился соответствующий факт (факты): стоимость активов эмитента на 30.09.2009 года – 6 082 861 000 рублей	
2.4. Стоимость активов эмитента на дату окончания отчетного периода (квартала, года), в котором появился соответствующий факт (факты): стоимость активов эмитента на 31.12.2009 года – 5 097 032 000 руб.	
2.5. Изменение стоимости активов эмитента в абсолютном и процентном отношении: - 985 829 000 рублей; 16,2%	
3. Подписи	
3.1. Генеральный директор _____ М.В. Соифер (подпись)	
3.2. Дата «03» марта 2010 г.	
3.3. Главный бухгалтер _____ Л.В. Есина (подпись)	
3.4. Дата «03» марта 2010 г. _____ М.П.	

Рис. 3. Сообщение ОАО «Самараэнерго» о существенном факте

Если бы в результате одновременного наступления двух событий – усугубления кризиса и ущерба от «спекулятивных» операций на фондовом рынке – ОАО «Самараэнерго» стало бы испытывать дефицит ликвидных средств, то мог бы быть запущен дополнительный механизм развития и усиления кризиса. Неплатежи в электроэнергетике могли бы обернуться недопоставками электроэнергии на предприятия. Недопоставки электроэнергии на предприятия – снижения объемов производства и вынужденных простой сотрудников, т.е. спад спроса и дополнительная социальная нагрузка. Недопоставки электроэнергии в жилищно-коммунальные службы в условиях зимы и холодов могли грозить серьезными социально-политическими проблемами. Мотивы для рискованных «спекулятивных» убыточных операций на фондовом рынке понять очень сложно.

В конце 1-го квартала 2010 г. появилось сообщение о новом существенном факте – снижении стоимости активов ОАО «Самараэнерго» почти на миллиард рублей, что составляет 16,2% от полной стоимости активов ОАО «Самараэнерго».

Вместе с тем ОАО «Самараэнерго» – хорошая перспективная компания. Проявление ситуации с непонят-

ными форвардными покупками на фондовом рынке вполне может привести к росту капитализации компании.

ПРИМЕРЫ ЗНАЧИМОСТИ ДЕМОКРАТИЧЕСКИХ МЕХАНИЗМОВ

Игнорирование принципов демократии не позволяет предприятию обрабатывать большие объемы динамично-меняющейся слабоструктурированной информации. В качестве примеров можно рассмотреть некоторые компании.

Одно российское предприятия в период кризиса нашло крупного заказчика. Его заказ позволял не только расплатиться с долгами, но и разработать новые перспективные образцы продукции. Все на заводе понимали важность крупного заказчика: рабочим он позволял получать зарплату, заводу – иметь перспективу.

Заказчику была поставлена крупная партия продукции, которая даже не была проверена. Маленькие дешевые резинки от длительного хранения потеряли эластичность, и поставленная партия оказалась бракованной. Крупный заказчик разочаровался в продукции, и завод снова оказался в тяжелом положении.

Реальная проблема завода оказалась в том, что корректно работающие механизмы общественного выбора не были воплощены в процессы принятия и реализации решений. Конфликт интересов – интересов рабочих, инженеров, продавцов и снабженцев – привел к тому, что не были проведены работы, имеющие большую эффективность и рентабельность. Не была проведена предпродажная проверка и подготовка партии отправляемой техники.

Китайская экономика активно развивается. Демократические институты, воплощающие механизмы общественного выбора, внедряются в экономику, что обеспечивает инновации и гибкость. Вместе с тем объем внедряемых институтов демократии еще недостаточен, что прямо отражается на экономике. В качестве примера возьмем один из автомобильных литых дисков, выпускаемых ведущей китайской компанией. Компания купила оборудование, отвечающее мировым стандартам. Вместе с тем, диаметры отверстий под болты оказались не отвечающим стандартам ведущих мировых производителей, а геометрия диска оказалась таковой, что спицы диска задевают за барабанное тормозное устройство.

Ведущие автомобильные производители присутствуют на многих национальных рынках, в том числе и на китайском. Проверить соответствие дисков стандартным типовым параметрам не составляет труда, при условии, что процесс принятия и реализации решений позволяет обрабатывать большие объемы динамично-меняющейся слабоструктурированной информации. Это возможно, если изощренные механизмы общественного выбора воплощены в демократические институты. Если же механизмы общественного выбора не удается воплотить в демократические институты, то требуемый большой объем динамично-меняющейся слабоструктурированной информации обработать не удастся. В результате возникают сбои, ведущие к потерям клиентуры, к репутационным издержкам, к снижению прибыльности производства.

Российская автомобильная промышленность уже длительное время защищена существенными таможенными барьерами, доходящими до 100% от стоимости ввозимого автомобиля. Так, например, хороший

внедорожник, собранный в Японии и продающийся в Японии за 20 тыс. долл., у нас может продаваться за 40 тыс. долл. и дороже.

В РФ также производятся и продаются внедорожники отечественных разработок и производства, например, «Нива», «УАЗ Патриот». При этом порой их цена превышает 20 тыс. долл. С учетом того, что труд в РФ ценится существенно дешевле, чем в Японии, можно ожидать, что сэкономленные за счет труда деньги пошли на лучшие комплектующие.

Изучение отзывов счастливых и не очень счастливых владельцев японских и отечественных внедорожников позволяет сделать некоторые выводы о качестве сборки и о качестве комплектующих. Владельцы японских внедорожников, если и жалуются, то жалуются на вид и отделку, не соответствующие их вкусам. Машина ездит, управляется, хорошо держит дорогу, тормозит.

Владельцы наших внедорожников жалуются на отсутствие даже в качестве опций подушек безопасности, ABS, систем курсовой устойчивости, что весьма существенно при большом весе внедорожников. Владельцы «УАЗ Патриот» рекомендуют новичкам разобрать покупку и заново смазать все подшипники, переложить в двух местах электропроводку. Полный привод на наших внедорожниках подключается жестко, что на трассе оборачивается как повышенным расходом бензина, так и повышенным износом. Полный привод на японских внедорожниках на трассе подключается автоматически в случае проскальзывания колес. Таким образом машина меньше изнашивается, экономится бензин, а поездка становится безопаснее, так как риск скольжения и заноса минимизируется.

Управляемость и тормозной путь наших внедорожников также оставляют желать лучшего. Настолько лучшего, что при тест-драйвах наших и китайских внедорожников на объем препятствия на сухом шоссе при скорости 50-70 км в час организаторы тест-драйва не рискнули посадить за руль шоферов-любителей, что делается при тест-драйвах зарубежных внедорожниках. Заключение тест-драйва: объехать на 70 км в час препятствие на сухом шоссе на нашем или китайском внедорожнике может только опытный гонщик профессионал.

Проблемы наших внедорожников известны и широко обсуждаются на форумах. Для многих из них существуют готовые решения, например, разобрать и смазать подшипники, переложить электропроводку. Электропроводка, оставленная так, как она проложена, протирается в течение 500 км. Если бы процесс принятия и реализации решений предусматривал оперативную обработку больших объемов динамично-меняющейся слабоструктурированной информации, то все эти недоработки были бы учтены. Часть недоработок может быть учтена легко, например, электропроводка может быть проложена в гофре и по-другому. Однако недоработки оказываются живучими. Связано это с отсутствием изощренных механизмов общественного выбора, воплощенных в демократических институтах.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Право собственности включает в себя право управления, право контроля, право получения дохода. В ряде случаев номинальному собственнику экономически выгодно делегировать ряд прав другим лицам, например, профессиональным управляющим и контролерам.

- Государство – такой же собственник, как и остальные, только более крупный. Соответственно у государства такие же проблемы с собственностью, как и других собственников. При этом государство может быть как более эффективным собственником, так и менее эффективным собственником. Эффективность управления собственностью зависит не от номинального собственника, а от систем управления и контроля.
- Кризис – процесс оздоровления экономики: в период кризиса собственность переходит из рук менее эффективных команд управляющих в руки более эффективных команд управляющих. Роль государства – создание условий, при которых вероятность перехода собственности в руки более эффективной команды управляющих повышается.
- Собственность – средство сохранения и накопления. Перспективность вложений в собственность определяется, в том числе, и макроэкономической политикой Правительства.

В условиях слабоструктурированной динамично меняющейся среды ведущей становится роль минимизации упущенной выгоды. Экономическая выгода стимулирует замещение традиционной культуры культурой демократической. Потребность в насыщении собственности знаниями и умениями, технологиями, know-how, обуславливает потребность в формировании и развитии демократических институтов – механизмов общественного выбора, корректно работающих, защищенных от «безбилетника» и от манипулирования.

Фондовый рынок и крупные институциональные игроки на нем могут способствовать повышению качества управления и контроля собственностью. В условиях ликвидного фондового рынка цена акций отражает текущее и будущее состояние компании. При определенных макроэкономических условиях фондовый рынок может служить инструментом повышения эффективности управления и контроля собственностью.

Цена собственности зависит от качественного управления. Стандарты корпоративного управления обеспечивают защиту интересов акционеров. Для общества выгодно, чтобы собственность находилась в руках команды высококвалифицированных управленцев. Демократические институты вполне могут этому способствовать. К числу таких институтов может принадлежать фондовый рынок.

Развитой и эффективно работающий фондовый рынок становится инструментом повышения эффективности экономики. Неразвитый фондовый рынок может стать инструментом разрушения экономики.

Литература

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран. – М. : Альпина Бизнес Бук, 2007. – 1340 с.
2. Ежеквартальный отчет Открытого акционерного общества энергетики и электрификации «Самараэнерго» за 1-й квартал 2009 г. [Текст]. – Самара, 2009. – 80 с.
3. Ежеквартальный отчет Открытого акционерного общества энергетики и электрификации «Самараэнерго» за 2-й квартал 2009 г. [Текст]. – Самара, 2009. – 60 с.
4. Опарин П. Сбытовые компании: Дивиденды не за горами [Текст] / Петр Опарин // RMG. Обзор компаний. Электроэнергетика. 24 февраля 2010. – 5 с.
5. РТС. Статистика по 323 акциям, представлена в следующем виде – цена открытия, максимальная цена, минимальная цена, цена закрытия, объем торгов в штуках. Цены в долларах. Начало накопления данных с 26.05.95 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.finam.ru/analysis/MetaStock/default.asp>
6. Сведения о фактах, повлекших разовое увеличение или уменьшение стоимости активов эмитента более чем на 10 процентов, от 31.03.10 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.samaraenergo.ru/stockholder/facts/>.
7. Сведения о фактах разовых сделок эмитента, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет 10 и более процентов активов эмитента на дату сделки, от 16.02.2009 [Электронный ресурс]. URL: <http://www.samaraenergo.ru/stockholder/facts/>.

8. Тренев Н.Н. Макроэкономика [Текст] / Н.Н. Тренев. – М. : ПРИОР, 2001. – 353 с.
9. Тренев Н.Н. Предприятие и его структура [Текст] / Н.Н. Тренев. – М. : ПРИОР, 2000. – 240 с.
10. Тренев Н.Н. Стратегическое управление [Текст] / Н.Н. Тренев. – М. : ПРИОР, 2000. – 288 с.
11. Тренев Н.Н. Управление финансами [Текст] / Н.Н. Тренев. – М. : Финансы и статистика, 1999. – 496 с.
12. Трипотень Е. Требуйте сбытовой надбавки после либерализации рынка! [Текст] / Екатерина Трипотень, Александр Чесноков. – М. : Совлинк, 2010. – 11 с.
13. Cheeseman H.R. Business law. The legal, ethical, and international environment. Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1992 – 1288 pp.

Ключевые слова

Собственность; инвестиции; возврат вложений; эффективное управление; согласование интересов; механизмы общественного выбора; фондовый рынок.

Тренев Николай Николаевич

РЕЦЕНЗИЯ

Статья посвящена исследованию сложных и точных механизмов управления собственностью, ставших особо актуальными в связи с расширением форм собственности и становлением института частной собственности в переходной экономике Российской Федерации. Через призму системы управления и контроля собственности, сложившейся в стационарных рыночных экономиках, которую можно полагать своеобразным эталоном, автор анализирует всеобъемлющий набор условий и требований, которым должна отвечать отечественная система управления собственностью, чтобы в максимальной степени соответствовать этому эталону и, следовательно, быть эффективной.

Автор исходит из того, что проблема управления собственностью является многофакторной и многоаспектной. Российское общество заинтересовано, чтобы все виды собственности, особенно интеллектуальной – как наиболее важной для постиндустриального развития и наиболее отчужденной в отечественном бизнесе, активно участвовали в процессе общественного производства. Для этого все виды собственности должны быть адекватно оценены. Этому способствуют широкий арсенал механизмов общественного выбора, воплощенных в демократических институтах. К числу таких механизмов при определенных макроэкономических условиях может относиться и фондовый рынок.

Исследование сложных проблем управления собственностью автор экстраполирует на реальные процессы, наблюдаемые в российской экономике, в частности, в одной из крупных энергетических компаний. Он приводит пример конкретных и неочевидных факторов, препятствующих эффективному управлению собственностью.

Заключение. Статья представляет интерес как в научном, так и в практическом аспектах, в том числе в учебном процессе. Рекомендую статью к публикации в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Бендиков М.А., д.э.н., в.н.с., Центральных экономико-математический институт Российской академии наук

10.17. PROBLEMS OF MANAGEMENT WITH PROPERTY

N.N. Trenev, Doctor of Sciences (Economic), the Leading Scientific Employee of Institute of Problems of Management of the Russian Academy of Sciences, the Chief of the Analytical Centre of Investitionsno-Consulting Group Roel Consulting

In effective economy a property should be effectively managed and audited. Problems of effective management and audit are common for all kinds of proprietors. Society is also interested in effective property management and audit. Public choice mechanisms incarnated on democratic institutes could assist to effective property management and audit. Stock market under some macroeconomic conditions could be one of such democratic institutes. Property is a multiple-factor reality: society is interested in that all kinds of property participate in a process of social

production. Democratic institutes and public choice mechanism are capable to provide adequate evaluation and consummation all kinds of property by society.

Literature

1. N.N. Trenev. Macroeconomics. Moscow: PRIOR, 2001. – 353 p.
2. N.N. Trenev. Strategic management. Moscow: PRIOR, 2000. – 288 p.
3. N.N. Trenev. Financial management. Moscow.: Finans I statistika, 1999. 496 p.
4. N.N. Trenev. Enterprise and its structure. Moscow: PRIOR, 2000. – 240 p.
5. Dadamoran Asvat. Investment analysis. Instrument and methods to evaluate any actives. Moscow.: Alpina Business Бук, 2007. 1340 p.
6. Tripoten Yekaterina, Checnakov Alexandr. Call for sale extra charge after market liberalization. Moscow: Sovlink. 4 February 2010. – 11 p.
7. Oparin Petr. Sale companies. Dividends not behind mounts. RMG. Company reviews. Power industry. 24 February 2010. – 5 p.
8. Quarterly report of power engineering and electrification public corporation «Samaraenergo» for 1 quarter 2009 year. Russia, city Samara, Leningradskaya str., 27. – 80 p.
9. Quarterly report of power engineering and electrification public corporation «Samaraenergo» for 2 quarter 2009 year. Russia, city Samara, Leningradskaya str., 27. – 60 p.
10. Information about facts about occasion bargains of emitant, volume of which or property cost makes up 10 and more percents of emitent actives on bargain data, from 16.02.2009 <http://www.samaraenergo.ru/stockholder/facts/>
11. Information about facts entail occasion property cost increasing or decreasing on more than 10 percent, from 31 march 2010. <http://www.samaraenergo.ru/stockholder/facts/>
12. Cheeseman H.R. Business law. The legal, ethical, and international environment. Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1992. – 1288 p.
13. RTS. Statistics on 323 stocks, presented on following way – opening price, maximum price, minimum price, closing price, volume of trade in items. Price in dollars. Beginning of data accumulation from 26 may 1995. <http://www.finam.ru/analysis/MetaStock/default.asp>

Keywords

Property; investments; return of a contribution; effective management; interest concordance; public choice mechanisms; stock market.