Влияние секьютиризации и развития акционерных форм собственности на эволюцию отношений собственности

Бараненко С.П., д.э.н., профессор РАП

Клёцкин В.Н., аспирант РАП

1. Влияние секьютиризации и развития акционерных форм собственности на эволюцию отношений собственности.

В настоящее время наряду со сохранением права собственника на доход, все активно проявляется тенденция к восстановлению права собственника на управление объектом собственности. В статье авторы сделали попытку проанализировать эти тенденции.

Ключевые слова: секьютиризация, дериватив, риск, акция, инвестиции, собственность.

Influence of securitization and developments of joint-stock patterns of ownership on evolution of relations of the property.

Now along with preservation of the right of the proprietor on the income, all is actively shown the tendency to restoration of the right of the proprietor on management of the property. In the article authors have made attempt to analyze these tendencies.

Keywords: securitization, derivatives, risk, share, investment, property.

Секьюритизация активов и ее влияние на развитие отношений собственности

В целом финансовые сделки могут интерпретироваться как трансферт (передача) активов и (или) рисков от экономических агентов, обладающих избытком ресурсов, тем, кто испытывает их дефицит. При этом весьма распространенной практикой является использование ценных бумаг (дериватов). Сделки с дериватами позволяют разделять риски, присущие лежащим в их основе финансовым активам, на составные части. Вместе с тем они дают возможность перераспределять эти разложенные риски через синтетические инструменты, что позволяет торговать рисками отдельно от базовых активов. Собственник, который хочет получить финансирование (его обычно называют создателем, или оригинатором), определяет активы, под которые планирует получить финансирование[1] (как правило, это дебиторская задолженность) и передает их специально

[1] Эти активы более ликвидны, чем совокупные активы собственника, их рейтинг может быть выше, чем рейтинг оригинатора и даже страновой. Это естественно, поскольку секьритизируются самые высококачественные группы активов. Таким образом, активы будут обладать повышенной надежностью, что позволяет привлекать под них дешевые ресурсы.

сформированной для этой цели фирме[2]. Передача предназначена для того, чтобы отделить дебиторскую задолженность от рисков, связанных с собственником. Далее под полученные активы фирма выпускает ценные бумаги, обеспеченные купленной дебиторской задолженностью. После размещения ценных бумаг на рынке и их продажи фирма передает полученные денежные средства создателю. Выплата процентов и возвращение номинала производится из средств собранной дебиторской задолженности.

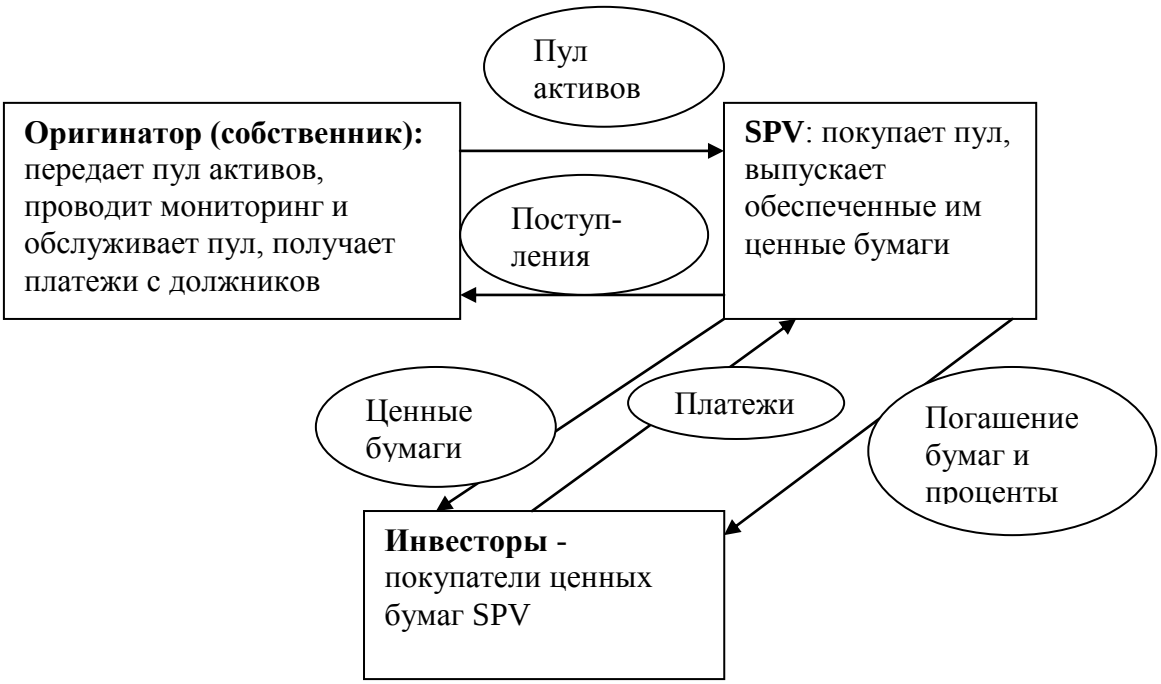


Схема 3. Взаимоотношения сторон в процессе секьюритизации.

Инвестор в данном случае не кредитует под залог портфеля ценных бумаг непосредственно юридическое лицо, нуждающееся в финансировании, а инвестирует средства в специальное юридическое лицо, целевым образом созданное для этой операции и наделенное данным портфелем. Это снижает риск для инвесторов, поскольку новое юридическое лицо обладает понятным набором активов с достаточно предсказуемыми

[2] В американской (реальной) модели секьюритизации портфель активов продается специальной компании (SPV), которая финансирует их приобретение за счёт выпуска долговых инструментов или акций. В европейской (синтетической) модели выпуск ценных бумаг обеспечивается активами, которые остаются на балансе эмитента. Эта модель подразумевает передачу риска, а не самого актива. В любом случае при секьюритизации активов эмитированные ценные бумаги, обеспеченные этими активами, изолированы от бизнес-рисков оригинатора. При банкротстве оригинатора секьюритизированные активы отделяются от общей массы, и держатели облигаций, обеспеченных таким активом, имеют преимущественное право на него по сравнению с другими кредиторами оригинатора.

поступлениями, и риск для инвестора ниже по сравнению с прямыми инвестициями или предоставлением средств заемщику. Такое явление получило название секьюритизации.

Термин «секьюритизация» впервые появился в колонке “Слухи со Стрит” Wall Street Journal в 1977 г. *Секьюритизация* - это способ привлечения финансирования, связанный с выпуском ценных бумаг, обеспеченных активами, генерирующими стабильные денежные потоки (например, портфель ипотечных кредитов, автокредитов, лизинговые активы, коммерческая недвижимость, генерирующая стабильный рентный доход и т.д.). Другое определение: секьюритизация - это «замена нерыночных займов или потоков наличности на ценные бумаги, свободно обращающиеся на рынках капиталов»[3].

Секьюритизация, превращая обычные обязательства должника перед кредитором в имущество, дает этим обязательствам повышенную оборотоспособность, помещает их в готовую инфраструктуру фондового рынка, и в конечном итоге делает финансовые отношения в экономике более мобильными, а саму экономику - более гибкой и эффективной. Секьюритизация позволяет: повысить доходность на собственный капитал; диверсифицировать источники финансирования; снизить стоимость привлекаемого финансирования; привлечь финансирование на более длительный срок; на основе существующего портфеля получить средства для новых проектов; снизить уровень риска портфеля за счет перевода кредитных рисков на широкий круг инвесторов - владельцев ценных бумаг, выпущенных на основе секьюритизации портфеля; создать публичную кредитную историю. Для инвесторов это альтернативный источник долгосрочных и качественных инструментов инвестирования. В макроэкономическом аспекте секьюритизация создает дополнительную ликвидность, увеличивая объем свободных средств на рынке среднесрочного финансирования, поскольку предполагает непосредственный выход на рынок инвесторов, минуя кредитные банки-посредники.

Существует определенная закономерность в эволюции отношений собственности, приведшей с ускорением экономического оборота к институционализации секьюритизации.

Во второй половине XIX в. появился (впервые в США, в виде залога скота) залог без передачи предмета залога кредитору (Non-possessory security interest).. Этот институт

[3] Супрунович Е. Секьюритизация активов: опыт и перспективы Эпиграф. № 50. 2006. См. также: «В широком смысле секьюризацией можно назвать любую структурированную сделку, которая преобразовывает регулярные потоки платежей, возникающих при обслуживании любых финансовых активов в обязательства, выраженные в обращающихся ценных бумагах, обеспечением которых служат те же самые финансовые активы». (Зверев В. А. Что надо знать инвестору о секьюритизации // Ценные бумаги. № 2. 2008.) И еще одно определение, там же: «секьюритизация – это замена нерыночных займов или потоков наличности на ценные бумаги, свободно обращающиеся на рынках капиталов».

отвечал интересам сторон в ситуации, когда передача актива кредитору была невозможна или неудобна. Поскольку право владения оставалось у должника, этот инструмент требовал регистрации права залога в публичном регистре. Институт развился в современную Chattel paper – бумагу, удостоверяющую денежное обязательство и обеспечение в виде движимого имущества, либо права его аренды. С середины XIX в. практикуются договоры купли-продажи с оставлением права собственности за продавцом до полной оплаты (Conditional sales contracts), обеспечивающие права продавца на случай неоплаты. Широко применяются и такие известные механизмы обеспечения, как трастовые свидетельства и факторинг[4].

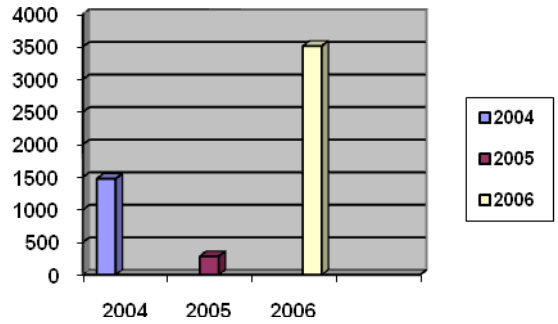
Таким образом, эволюция отношений собственности в данной области протекала под вектором повышения оборотоспособности и постепенного смещения акцента структуры капитала и с недвижимого имущества (в качестве объектов инвестирования и основного структурного элемента объекта собственности) к движимому, и далее к нематериальным активам. Секьюритизация обеспечила прогресс в этой области, предоставив более ликвидный инструмент, способный обращаться на биржевом или внебиржевом рынке, и позволив пулу активов (неосязаемых прав на получение платежа в будущем от должников) возможность участвовать в обороте. С точки зрения теории прав собственности, дериватив воплощает в себе сам базовый актив, объект собственности оригинатора (например, форвард на поставку, опцион на покупку ценных бумаг) или какой-либо элемент базового актива (риски базового актива при дефолтном свопе). традиционные производные инструменты сфокусированы на рыночных факторах риска, таких как курсы валют, цены, индексы или процентные ставки[5].

«Всплеск» международных финансовых операций имеет два аспекта. Во-первых, рост мобильности сбережений приводит к повышению эффективности распределения ресурсов во времени. Во-вторых, трансферт рисков через деривaты сглаживает риски благодаря диверсификации. Сделки с деривaтами позволяют выделять риск и передавать его другой стороне. С учетом масштабов международных операций с деривaтами развитие финансовой глобализации можно охарактеризовать в большей степени как увеличение международного трансферта рисков, чем потоков капитала[6].

За 2001-2005 гг. Россия была на третьем месте по выпуску обеспеченных ценных бумаг в регионе, включающем Восточную Европу, Ближний Восток и Африку, вслед ха Турцией и ЮАР. В целом за этот период по региону было проведено 79 сделок на общую

[4] См.: Казаков А.А. История секьюритизации // Рынок ценных бумаг. № 19, 2003.
[5] См.: Казаков А. А. Синтетическая секьюритизация (ABS) // Рынок ценных бумаг. № 16, 2003.
[6] Моисеев С., Михайленко К. Цит. соч.

сумму 13,7 млрд евро, по России – 4 сделки на 1,3 млрд евро. При этом суммарный объем сделок в 2004–2006 гг. с участием российских оригинаторов равен 5.2 млрд долл.



Диагр. 1. Объем секьюритизации российских активов (по годам, млн долл)[7].

Как указывают отечественные авторы, нормативно-правовая база России не регламентировала в достаточной степени сложные отношения собственности, возникающие в ходе операций секьюритизации. Поэтому до последнего времени все российские секьюритизационные сделки оформлялись за рубежом. Передача активов в рамках договора купли-продажи ипотечных кредитов регулируется законодательством РФ, но все равно при этом возможны различного рода нестыковки. Поскольку актив фактически продается, могут возникнуть претензии со стороны налоговых органов[8]. К тому же пока российские банки используют этот механизм в основном для получения заёмных средств на внешнем рынке[9]. Чтобы избежать утечки активов за рубеж, секьюритизацию надо проводить в России. А для этого необходимо четче прописать права и обязанности как собственника актива (оригинатора), так и инвестора, а также процедуры распределения рисков между ними в возникающих сложных правоотношениях.

Основные закономерности формирования особой роли акционерной собственности

Эволюция собственности в условиях рыночного развития шаг за шагом способствовала распространению и укреплению акционерной собственности, которая заняла ключевые позиции во всех развитых странах. Специфика акционерной собственности

[7] Сигал И.М. Секьюритизация активов как эффективный способ привлечения финансовых ресурсов на российском рынке // Проблемы современной экономики. № 3(23), 2007.

[8] Здесь интересен опыт итальянских законодателей, определивших, что специализированные организации – эмитенты, созданные на основании закона о секъюритизации, обладают налоговой нейтральностью.

[9] Так, в 2005-6 гг. доля классической трансграничной секьюритизации составила в России 56,3% от объема секьюритизации ипотеки. (Сигал И.М. Цит. соч.)

такова, что она способна адаптироваться к изменяющимся условиям, сохранять наибольшую устойчивость в обостряющейся конкурентной среде, мобилизовывать ресурсы не только крупных инвесторов, но и широких кругов населения. Развивающиеся на базе акционерной собственности акционерные общества открытого (ОАО) и закрытого (ЗАО) типа стали опорой и современной экономики.[10]

Акционерная собственность — вероятно, наиболее эффективная организационная форма в условиях рыночной экономики. В ней успешно решаются такие экономические и социальные задачи[11], как мобилизация ресурсов, принадлежащих разным собственникам, в наиболее эффективные сферы приложения капитала; распределение предпринимательского риска между участниками; мотивация работников в повышении эффективности производства и бережном отношении к собственности предприятий; получение дополнительных доходов держателями акций.

От размера пакета акционера зависит возможность влияния на развитие предприятия и его дивидендную политику.

Табл. 3. Возможности держателя пакета акций

Размер пакета, %	**Возможности держателя пакета акций**	**Метод оценки акций**
менее 10	Контроль за деятельностью предприятия практически отсутствует, возможно лишь получение дивидендов или продажа пакета более крупным акционерам	Дивидендный подход
от 10 до 25	Способность блокирования некоторых решений, касающихся развития предприятия, при взаимодействии с другими акционерами, возможность стать инициаторами общего собрания	Дивидендный подход
более 25	Возможность самостоятельно блокировать некоторые решения, касающиеся развития предприятия, в большинстве случаев право выдвижения кандидата в	Оценка на основе доходности акций и анализа их распы-

[10] См. на эту тему: Пороховский А. А. Акционерная собственность в современной экономике // Управление собственностью. № 1, 2007.

[11] См.: Бочарова И.Ю. Управление собственностью в условиях реализации корпоративных интересов // Управление собственностью. № 1, 2005

	состав совета директоров.	ленности
от 51 до 75	Возможность проведения на собрании обычных резолюций, действенный контроль за деятельностью предприятия и советом директоров.	Дивидендный подход, оценка на основе будущих денежных поступлений
более 75	Возможность проведения специальных резолюций вплоть до ликвидации общества, обеспечение численного большинства в составе совета директоров, весьма велика вероятность «проведения» на должность генирального директора своего кандидата.	Дивидендный подход, оценка на основе будущих денежных поступлений, будущей ликвидационной стоимости.

Ценность контрольного (контролирующего) пакета акций, как правило, учитывается путем использования определенной надбавки по отношению к стоимости, которую имеет небольшой пакет. При оценке пакета акций, размер которого значителен, но недостаточен для обеспечения реального контроля, следует помнить, что рынок может быть ограничен, и при разбиении пакета на несколько меньших стоимость ценных бумаг (причем как котируемых, так и не котируемых) может повышаться.

В качестве основополагающих характеристик современных корпораций выделяют распыленность акций среди множества акционеров и вытекающую из институциональной формы акционерной собственности относительную обособленность управляющих от большинства акционеров. По мнению американского профессора Г. Хансмана, в корпорациях США ни один индивидуальный акционер не обладает пакетом акций, позволяющим иметь сколь-нибудь значительную степень контроля. Даже пять крупнейших акционеров «Дженерал моторс», которые представляют институты, аккумулирующие в свою очередь акции множества индивидуальных акционеров, вместе владеют меньше чем 6% акций корпорации. Хансман делает вывод, что управляющие многих крупных корпораций фактически сами себя назначают и проводят политику, свободную от прямого контроля собственников компаний[12].

Разрыв между собственностью и властью может быть громадным. Любой менеджер крупной фирмы неизбежно является участником коллизии между капиталом-

[12] Hansmann H. The Ownership of enterprise. - Cambridge, 1996. P. 54, 57.

собственностью и капиталом-функцией. Появившийся термин «революция управляющих» описывает поведение управляющих корпораций в собственных интересах, часто не совпадающих с интересами акционеров. Управляющий — наемный работник особого рода. Он управляет капиталом и другими ресурсами, собственниками которых являются сотни тысяч акционеров. Дж.К. Гэлбрейт в своей книге «Новое индустриальное общество» анализирует приоритеты управляющих, заботящихся о процветании «индустриальной системы» больше, чем об интересах акционеров[13].

Преобладающая модель инвестиций в объекты акционерной собственности диктует и принципы формирования системы корпоративного управления.

В континентальной Европе в роли основного кредитора компаний выступают банки. Там для корпоративного управления характерно включение в состав корпорации всех основных заинтересованных групп: акционеров, финансовых структур, работников, государства. Таким образом, банки могут достаточно легко установить свой контроль над предприятием, а также получать заведомо больший объем информации о деятельности компании, чем остальные участники и рядовые акционеры. Наличие такого собственника, обладающего инсайдерской информацией, снижает прозрачность и ликвидность рынка акций данной компании. В англосаксонской модели фондового рынка основным источником привлечения средств для компании является фондовый рынок. Для этой модели характерны распыленность акционерного капитала и наличие большого числа собственников. Закономерно такая модель накладывает больше обязательств по прозрачности отчетности и по процедурам корпоративного управления.

Табл. 4. Сравнение двух моделей фондового рынка

Объект сравнения	**Достоинства**	**Недостатки**
Англосаксонская модель	Прозрачность	Собственники-спекулянты ориентированы на

[13] Теория агентов (теория передачи полномочий) изучает проблематику реализации внутрифирменных интересов в контексте противоречий между интересами владельцев фирмы и ее управленческого персонала. Одна группа ориентирует свои действия на перспективу, другая стремится к извлечению краткосрочной прибыли. (См.: Ross S. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem // American Economic Review. Vol. 63, 1973.)

		краткосрочные успехи; риск враждебного поглощения
Континентальная модель	Собственники активнее принимают риски и берутся за долгосрочные проекты	Инсайдерские сделки

Для российских корпоративных отношений характерны перераспределение акционерного капитала от работников к менеджерам и внешним акционерам; отсутствие приоритета интересов собственников, прежде всего, миноритарных акционеров; слабые механизмы реализации интересов заинтересованных лиц (стейкхолдеров); нерешенность проблемы аффилированных отношений и бенефициарного владения; низкая раскрываемость информации о деятельности компании[14] и др.

В современных условиях руководитель-собственник был заменен сотнями и тысячами акционеров. Появилась новая, диверсифицированная (распыленная) форма собственности: вместо единого собственника — множество акционеров, то есть совместных (и долевых) владельцев одного капитала. В этой связи теоретики и практики не одно десятилетие ведут поиски оптимальной модели организации отношений собственности, надеясь найти их связку с трудовой мотивацией, мотивацией к повышению эффективности работы предприятия.

Как отмечают российские экономисты, отечественные реформы, начавшиеся под лозунгом преодоления отчуждения работников от собственности, привели к противоположному результату - фактическому отрыву труда от собственности и социально опасному росту имущественной дифференциации: «Внеэкономический по сути способ трансформации собственности (через наделение титулами собственника в виде приватизационных чеков широких масс населения) обеспечил быстрый перевод в частную собственность десятков тысяч государственных предприятий, но так и не привел к возникновению эффективного собственника, о чем свидетельствует кризисное состояние большинства приватизированных предприятий»[15]. Поэтому проблема участия работников в собственности сохранила свою значимость, как и вопрос о собственности в целом.

В развитых странах применяются различные способы привлечения работников к управлению производством и участия работников в акционерном капитале своих компа-

[14] По оценкам международного рейтингового агентства «Standard & Poor's» в 2002 году уровень раскрытия информации в 45 российских компаниях составил 34%, в 2003 году — 40%. (Беликов И.В. и др. Корпоративное управление и экономический рост в России. - М., 2004, с. 81.)

[15] Тарануха Ю. Рабочая акционерная собственность, ее потенциал // Экономист. № 3, 2003.

ний. Обычно работники получают право на использование финансовых результатов владения акциями — накопление дивидендов для покупки дополнительных акций, получение денежного эквивалента акций при выходе на пенсию (это Программа участия работников в акционерной собственности (ESOP) в США и других странах, японская программа «Мошика-букай» и др.). В подобных программах партисипативного управления доход работника и его личная собственность зависят от благополучия фирмы. Эта связь создает стимулирующий эффект, но она же увеличивает зависимость работника от фирмы. Широко применяются в мире системы участия работников в управлении[16]: это французские делегаты персонала и комитеты предприятий, автономные бригады, «группы по улучшению условий труда», «группы совместных поисков решений», «группы по выражению мнений» и др. А в Японии действует система участия персонала в управлении, причем на всех уровнях: от рабочего места, цеха («кружки качества»), завода (производственные комитеты) до отраслевых и правительственных консультационных советов труда и капитала. В Италии и Великобритании применяется такая форма участия в управлении, как «конфликтное сотрудничество», в США вовлечение работников в управление происходит в форме групп по решению проблем, а также самоуправляющихся бригад.

Германский закон 1971 г. об участии в управлении предприятий горнорудной промышленности, предусматривал, что из 11 членов наблюдательного совета 5 должны представлять работающих по найму, 5 — акционеров, а 11-й член выбирается большинством от тех и других[17].

Целый ряд отечественных и зарубежных исследователей рекомендует в условиях становления рыночных отношений использование особой организационно-правовой формы - закрытых акционерных обществ (ЗАО) с собственностью работников. Это объясняется необходимостью создать условия, при которых трудовые коллективы почувствовали бы себя хозяевами, подлинными собственниками и работали бы на себя, укрепляя экономическое положение как своего предприятия (а значит, и свое собственное), так и государства, выплачивая налоги, участвуя в развитии экономики[18].

---

[16] См.: Бочарова И.Ю. Цит. соч.

[17] Для сравнения: у 75% опрошенных руководителей российских предприятий в Совете директоров нет ни одного представителя рядовых работников. (там же.)

[18] По мнению Н. Петракова, важными причинами внедрения таких программ участия наемного персонала в собственности предприятий являются: а) обеспечение дополнительного дохода занятых; б) повышение производительности труда; в) преимущества налоговых льгот; г) получение финансовых средств для развития компаний; д) расширение рынка для акционеров кампаний; е) ослабление влияния профсоюзов и предотвращение забастовок. (См.: Петраков Н.Я. Цит. соч.)

Табл. 5. Сопоставление организационно-правовых форм деятельности отдельного предприятия.

Критерий сравнения	**ЗАО с собственностью работников**	**ОАО**
От чего зависит прибыль собственника	Количество и качество труда	Количество акций предприятия в собственности
Форма извлечения прибыли	Заработок плюс дивиденды	Дивиденды
Связь собственника с предприятием	Трудовая, плюс участие в акционерном капитале	Пассивное участие в акционерном капитале
Приток денежных средств	Покупка акций членами трудового коллектива путем инвестирования доходов на развитие предприятия	Инвестиции от сторонних акционеров
При выходе участника из общества	Акции выкупаются обществом и могут передаваться (продаваться) вновь принятому работнику.	Акции продаются третьему лицу, стороннему инвестору
Что происходит с собственностью	Сохраняется	Распыляется, растаскивается, делится

По мнению Ф. Крейчмана, «передача собственности в руки трудовым коллективам создает предпосылки для выхода из экономического кризиса. Работники-акционеры предприятий больше всех заинтересованы в повышении эффективности управления. увеличении прибыли предприятий, сохранении и наращивании собственности, повышении качества выпускаемой продукции». По собранной этим же экономистом статистике, на сегодняшний день акционерные общества с программами участия в собственности

работников[19] имеют законодательно закрепленный статус в более чем 70 странах мира и охватывают: в США - 12 - 13 тыс. компаний, около 15% трудоспособного населения, четверть из 7000 компаний, зарегистрированных на трех ведущих фондовых биржах Америки[20]; в Японии - свыше 90% всех предприятий, причем в программах типа ЭСОП участвуют в среднем от 40 до 50% работников таких предприятий; в Китае - более 40% заводов и фабрик; в Швеции - 26% от общего числа предприятий, причем эта доля значительно выше в таких сферах, как финансы (69%), торговля (34%), электротехника и приборостроение (32%)[21]. По тем же данным, в РФ на 2007 год насчитывалось лишь 127 предприятий с собственностью работников.

Предприятия с собственностью работников (народные предприятия) обладают рядом существенных особенностей:

- законодательством строго регламентируется в общем количестве акций как доля лиц, не являющихся работниками предприятия (не более 25% уставного капитала), так и доля одного работника-акционера (акционер-работник может владеть акциями, номинальная стоимость которых не превышает 5% уставного капитала). Таким образом, не может произойти консолидация пакетов акций в руках немногих крупных собственников[22]);

- в отличие от обычных закрытых акционерных обществ, для предприятий с собственностью работники) регламентируется не число акционеров, а число работников: от 51 до 5 тыс. человек. Косвенно регламентируется и число акционеров, так как среднесписочная численность работников-неакционеров не должна превышать 10% численности работников народного предприятия; следовательно, акционеров-работников должно быть не менее 45;

- регламентировано отчуждение акций: акционер может продать по договорной цене часть акций, принадлежащих ему на конец финансового года, в течение следующего финансового года акционерам предприятия, самому предприятию, а в случае их отказа — работникам предприятия, не являющимся акционерами; продажа акций другим лицам не

---

[19] Имеются в виду предприятия, созданные или реорганизованные согласно Программе акционирования предприятия трудовым коллективом, или Программе ЭСОП (от ESOP — Employee Stock Ownership) и аналогичным ей программам

[20] ЭСОП применяется в таких крупных компаниях как Lockheed (где работникам принадлежит 87% акционерного капитала), Polaroid (14%) и Procter and Gamble (20%).

[21] Крейчман Ф.С. Реформирование отношений собственности — путь к повышению эффективности деятельности предприятий // Управление собственностью. № 2, 2007.

[22] Многие исследователи обратили внимание на процесс размывания собственности работников. Так, доля собственности работников в акционерном капитале за 1995-2001 гг. сократилась с 43,6 до 27,2%, причем с прогнозируемой тенденцией к дальнейшему сокращению, одновременно существенно возросла доля директората, с 11,2 до 21,0%. (Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности // Вопросы экономики. № 12, 2001. С. 104, 106.)

разрешается. Количество акций, которое акционер-работник вправе продать, определяется общим собранием акционеров.

Схема 4. Традиционное акционерное общество

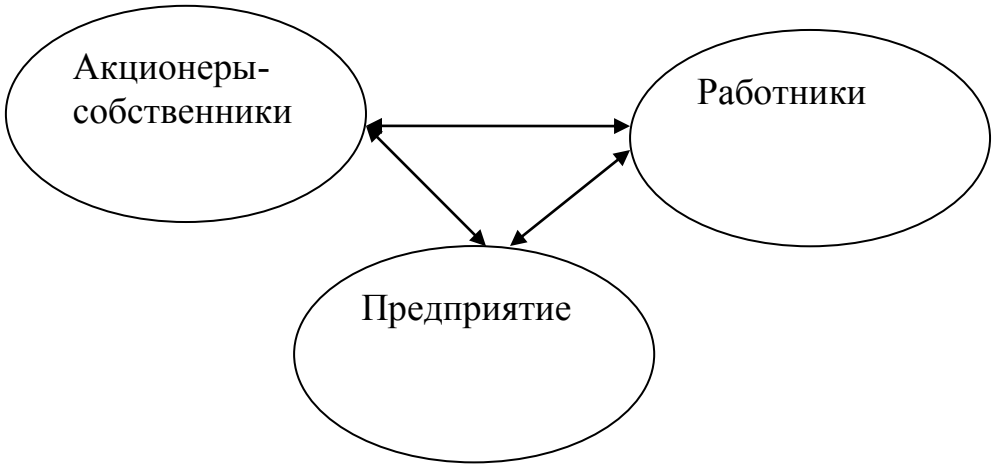


Схема 5. «Народное предприятие» - акционерное общество с собственностью работников

При этом доля акций акционера-работника на момент преобразования организации в предприятие с собственностью работников, должна быть равна доле оплаты его труда в общей сумме оплаты труда работников за 12 месяцев, предшествующих созданию предприятия с собственностью работников (если договором о создании предприятия не предусмотрено иное). Отношения собственности взаимоувязаны с трудовыми отношениями: ежегодно предприятие вправе увеличивать свой уставный капитал путем выпуска дополнительных акций на сумму, равную или превышающую размер чистой прибыли, использованной на цели накопления за отчетный финансовый год. Эти акции распределяются между всеми работниками пропорционально суммам их оплаты труда за

отчетный финансовый год. Порядок оплаты труда работников в указанных целях (расчет отпускных, премий, компенсаций и т.п.) определяется общим собранием акционеров.

Как указывает Ф. Крейчман, «преобразование предприятия коренным образом меняет отношения собственности: трудовой коллектив фактически становится совокупным собственником имущества предприятия». При этом именно отношения собственности составляют основу реформирования всей системы управления предприятием, затрагивают фундаментальные сферы трудовой мотивации, а от ее сущности и содержания, в свою очередь, во многом зависит поведение людей, их отношение к имуществу, труду и результатам деятельности коллектива[23].

В данном вопросе у нас есть серьезный оппонент.

Известная работа[24] С. Аукуционека, В. Жукова и Р. Капелюшникова, вполне обоснованно утверждая, что предприятия с различными типами доминирующих собственников серьезно различаются по характеру инвестиционной деятельности, затем переходит к серьезным и, как нам кажется, не всегда справедливым обобщениям. Цитируем, одновременно комментируя, мнение уважаемых коллег: «Предприятия с доминированием аутсайдеров (прежде всего финансовых) активнее внедряют новое оборудование и технологии и вкладывают больше средств в основные фонды с короткими сроками окупаемости… (добавим - и в активы и операции с более высокими рисками!) Инсайдеры хуже справляются с задачей мобилизации капитальных ресурсов, чем аутсайдеры. Работники, вложившие средства в акции собственной компании, резко сокращают степень диверсифицированности своих активов и, следовательно, подвергаются большему риску. (Добавим - и имеют больше доходномсти в случае успешной деятельности предприятия!) Кроме того, при доминировании инсайдеров стоимость привлечения на рынке денежных ресурсов оказывается выше. (Здесь все

---

[23] При этом мы далеки от идеализации "народных предприятий". Известный факт: когда в России при проведении малой приватизации инсайдеры (работники) выкупили 69,9% всех приватизированных предприятий розничной торговли и могли проводить политику фирм в интересах служащих, это привело к массовым явлениям чревато занижения доли прибыли при росте зарплат и других социальных выплат коллективу (зарплата в России облагается меньшим налогом, чем прибыль). Кроме того, накопление менеджерами акций своих предприятий может перерасти в их "окапывание" на занимаемых постах, в попытки сохранять достигнутое положение любой ценой, что чревато резко отрицательными последствиями с точки зрения эффективности. Феномен "окапывания" некомпетентных руководителей описан, напр., в работе: Bim A. Ownership and Control of Russian Enterprises and Strategies of Shareholders // Communist Economies & Economic Transformation. Vol. 8, № 4, 1996. Наконец, предприятия с рассредоточенной частной собственностью имеют наименьшие шансы на получение региональных льгот. (Всемирный банк. Собственность и контроль предприятий // Вопросы экономики. № 8, 2004. С. 28.).

[24] Аукуционек С., Жуков В., Капелюшников Р. Доминирующие категории собственников и их влияние на хозяйственное поведение предприятий // Вопросы зкономики. № 12, 1998.

неоднозначно: с одной стороны, ниже компетенция, нет налаженных связей с финансовыми группами, но, с другой стороны, выше трудовая мотивация и прозрачность корпоративного управления.)» А вот с последним выводом оппонентов, о том, что «в условиях глубокого инвестиционного кризиса, которым поражена российская экономика, работники будут вынуждены постепенно уступать контроль в обмен на получение необходимых финансовых ресурсов», позвольте не согласиться. Работа уважаемых оппонентов, опубликованная в конце 1998 г. по материалам нескольких предыдущих лет, была явно написана до развития российского кризиса 1998 г., и они еще не могли наблюдать бегство финансового капитала (в том числе иностранного) из промышленного сектора - но мы, уважаемые читатели, наблюдаем именно это явление в разнар следующего, системного экономического кризиса 2008-9 гг. И здесь нет сомнения, что «окопавшиеся» инсайдеры в буквальном смысле слова займут оборону, отстаивая свою собственность[25], - тогда как спекулянты в очередной раз просто выйдут из неперспективных инвестиций и покинут рынок.

Опрос РЭБ 2001 г., изучавший распределение акционерного капитала в российской промышленности, выявил, что его определяющей чертой было и остается доминирование собственности инсайдеров (менеджеров и работников предприятия)[26]. При этом лучшие результаты демонстрировали предприятия с доминированием менеджеров, худшие - с доминированием государства. Новым моментом стало резкое усиление позиций предприятий с доминированием работников. В целом предприятия в собственности инсайдеров лидировали по использованию наличных ресурсов (наполненности портфеля заказов, загрузке производственных мощностей и рабочей силы), среди них реже встречались финансово неблагополучные предприятия, меньшая доля их продукции продавалась ниже себестоимости, на них остановился «сброс» производственных мощностей.

Отчасти наш заочный диспут является отголоском другой, более общей дискуссии о сравнительной эффективности бизнеса в зависимости от степени концентрации собственности.

---

[25] Солидарная с нашей точка зрения: "Ухудшение экономического положения должно активизировать процесс перераспределения собственности и стимулировать переход контроля к другим агентам, но только при одном условии - если владельцам и/или менеджерам предприятия не удалось при помощи специальных барьеров и ограничений парализовать возможное движение акций" (Капелюшников Р. Цит. соч., 2001.).

[26] Там же. С. 114 и далее.

Табл. 6. Крупный или мелкий бизнес: дискуссия об оптимальной степени концентрации собственности

	Преимущества	**Недостатки**
Крупные собственники	Лучше справляются с рисками и финансовыми трудностями; выступают более эффективными лоббистами	Конгломератный дисконт
Средние и мелкие собственники	Отсутствие крупного административного аппарата, децентрализованная структура	Уязвимость в кризисный период

Подробнейший доклад Всемирного банка показал: нет никаких данных, свидетельствующих о том, что предприятия, контролируемые крупнейшими собственниками, работали намного эффективнее, чем остальная экономика. В целом крупнейшие частные собственники работают эффективнее, чем государственные компании (особенно контролируемые правительствами субъектов Федерации)[27].

По форме распространение акций среди работников дает основания говорить о «демократизации собственности», о ее рассредоточении среди широких слоев населения. Рост реальных доходов трудящихся и распространение практики «участия в прибылях» способствовали росту числа акционеров. В середине 1990-х гг. 40% семей в США и 22% - в Англии владели акциями. И все же, «демократизация собственности», выражающаяся лишь в изменении числа владельцев, носит исключительно формальный характер. В условиях социализации капиталовложений обществу следует позаботиться о выработке механизмов реализации проистекающих из нее прав[28].

Между тем в последние десятилетия XX века набирает силу и получает в ряде стран законодательное закрепление другой, более важный процесс - участие работников в управлении. Здесь формальное участие в среде собственников заменяется реальным воздействием на принятие решений на разных уровнях управления предприятием. Как образно заметил Ю. Тарануха, «происходит изменение самого принципа участия: «один

[27] Всемирный банк… С. 21. Рассматривалась богатейшая статистическая подборка по российским предприятиям за 2001-2 гг.

[28] Хаттон У. Капитализм участия // МЭиМО. № 1, 2000. С. 35.

человек - один голос», что позволяет говорить о переходе к «производственной демократии». Это действительно принципиально новое явление»[29].

В последние десятилетия углубляется дифференциация и индивидуализация рыночного спроса, усложняется завоевание и удержание конкурентных преимуществ, являющееся сущностной чертой предпринимательства. Способ минимизации конкурентных издержек - делегирование части властно-распорядительных прав на места, ограничение прав конечного контроля для делегирующего (собственника) и закрепление части таких прав за получателями, включая работников. Внешне это проявляется в форме «производственной демократии».

Усложнение организационного и технологического строя производства, переход к инновационному типу воспроизводства, требующему интеграции усилий всех его участников, рост требований к подготовке, квалификации и ответственности работника в производстве сформировали условия для включения работников в число лиц, обладающих правом на остаточный доход, формирующийся как результат функционирования собственности. Это значит ничто иное, как наделение работников собственностью. Когда интересы нацелены на увеличение не просто личного дохода, а стоимостных активов предприятия, работники полностью включены в предпринимательский процесс. Функция хозяйствования перестает быть монополией отдельного лица и даже групп лиц, круг участников принятия управленческих решений все более расширяется, до работников включительно.

Процесс активного участия граждан в капитале акционерных компаний в экономической литературе получил название диффузии прав собственности. Эта практика призвана сгладить конфликты между работодателями и трудящимися, преобразуя их отношения в партнерские. Кроме того, демонстрируя персоналу возможность увеличения доходов за счет получения дивидендов по акциям и роста курсовой стоимости, государство и частные компании стимулируют инвестиции населения в производство.

Важнейший момент улавливает в своей статье Ю. Тарануха: «Как известно, *наличие имущественных прав* в отношении средств производства при определенных условиях может выступать *фактором обеспечения занятости. В случае недостаточного, с точки зрения капитала, уровня доходности трудовой коллектив может обеспечить*

[29] Тарануха Ю. Цит. соч. С. 34-35. Данный автор считает термин "народное предприятие" неточным и оперирует понятием "самоуправляющаяся фирма" для случая, когда работникам предприятия принадлежит контрольный пакет акций и они выступают в качестве доминирующего собственника, - как "консолидированная" форма рабочей акционерной собственности, в отличие от "рассеянной" формы - участия работников в акционерном капитале фирмы как обособленных владельцев акций наряду с другими собственниками.

сохранение хозяйственной единицы, взяв на себя осуществление предпринимательской функции. Ограничив предпринимательское устремление получением трудового дохода, коллектив основанного на рабочей акционерной собственности предприятия обретает *конкурентные преимущества по издержкам*, что позволяет ему сохраняться в рыночных условиях»[30]. То есть здесь в явном виде представлен тезис о наличии конкурентного преимущества у коллективного собственника-стратега перед собственником-спекулянтом!

При этом нельзя не замечать и недостатков, органично присущих рабочей акционерной собственности, и огульно связывать прямой зависимостью рост конкурентоспособности предприятия с ростом ее доли. Напротив, падение конкурентоспособности российских фирм в немалой степени вызвано как раз ошибочными методами проведения т.н. «народной приватизации», выразившимися в распылении собственности, и далее - в снижении эффективности и конкурентоспособности.

В последние десятилетия отчетливо прослеживается тенденция увеличения доли прибыли корпораций, направляемой на выплаты дивидендов собственникам акций. В США в 1990 году на эти цели было направлено 49,2% общей прибыли, в 2000 г. — 59,2%, в 2004 г. — 62,5%. Имевший место в последнюю декаду XX в. бурный экономический рост в США способствовал популяризации среди населения акций корпораций. За этот период число семей, владеющих акциями, выросло на 40%.

Табл. 7. Персонификация американского акционерного капитала в 1999 г.[31]

Число домашних хозяйств, владеющих акциями, млн	49,2
Доля домашних хозяйств, владеющих акциями, в общем числе домохозяйств, %	48,2
Количество граждан, имеющих акции, млн	78,7
Средний возраст акционера, пот	47
Средний годовой доход домашнего хозяйства, владеющего акциями, долл.	60 000

Отечественные исследователи при анализе этой статистики делали закономерный вывод о том, что и по величине годового дохода, и по размеру финансовых активов владеющие акциями домохозяйства — это устойчивая, активная часть населения, средний

[30] Тарануха Ю. Цит. соч. С. 39. Курсив наш.

[31] Источник: Statistical Abstract of the United States. - Washington, 2002. P. 737.

класс американского общества. В той или иной мере большинство взрослого населения страны являются акционерами.

По состоянию на 2008 год картина в целом не изменилась. Выполненное весной 2008 г. в США исследование профиля акционеров взаимных фондов[32] показало, что акционерами взаимных фондов являются 71% граждан в возрасте старше 65 лет. Средний же возраст такого акционера - 49 лет, он владеет акциями в среднем 4 различных взаимных фондов, его домохозяйство имеет финансовых активов на 175 000 долл, держит во взаимных фондах 100 000 долл и 75 000 долл зарабатывает за год. То есть можно сказать, что акции взаимных фондов аккумулировали более чем годовой доход всех американских домохозяйств - весомое свидетельство популярности акционерной формы собственности в Америке.

При этом корпорации работают эффективнее, чем экономика в целом: что на одного работника 500 крупнейших корпораций приходится почти в 5 раз больше валового выпуска, чем на одного работающего американца в целом по стране. «Клуб 500» по общей величине делового оборота занимает в национальном ВВП долю, превышающую 70%[33]. Годовые обороты крупнейших корпораций США нередко сравнивают с ВВП или бюджетами отдельных европейских развитых стран.

Вышеназванные факты объективно подводят нас к выводу, что на базе акционерной собственности и акционерного капитала сформировалась не только основа для экономического прогресса, но и адекватные условии дли концентрации капитала в бизнесе. Акционерная собственность, как верно отмечает, в частности, А. Пороховский, укрепляет «живучесть» рыночного хозяйства, расширив и углубив его возможности адаптации к новым условиям развития, к вызовам современности — информатизации, глобализации, высоким технологиям, защите окружающей среды. Она расширяет рамки рыночных отношений, в определенной мере компенсируя провалы рынка и способствуя становлению смешанной экономики благодаря развитию различных форм собственности и корпоративного управления. Наконец, акционерная собственность, сочетающая индивидуальный выбор с коллективным интересом, разрешает противоречия, возникающие между человеком, бизнесом и обществом, и по существу становится локомотивом перспективного рыночного развития.

---

[32] Profile of Mutual Fund Shareholders. - Investment Company Institute, Washington, DC, Spring 2008; взаимный фонд - инвестиционная компания открытого типа, которая выпускает акции, представляющие собой долю участия в портфеле финансовых активов.

[33] Пороховский А. А. Цит. соч. При этом стоит учитывать, что журнал «Форчун», который ведет учет 500 крупнейших корпораций с 1954 г., включает в деловой оборот всю деятельность, в том числе и за пределами США.

Выбор метода оценки акционерной собственности в зависимости от типа собственника (инвестора)

В российских литературе описана следующая трехзвенная типология гипотетических покупателей-инвесторов[34]:

- **тип А** – инвестор, приобретающий акции в надежде на дивиденды;
- **тип В** – инвестор, покупающий акции с целью приобретения контроля над предприятием и ставящий своей целью не только дивиденды, но и активное участие в выработке тактики и стратегии компании;
- **тип С** – инвестор, приобретающий акции на непродолжительный срок с целью их последующей перепродажи по более высокой цене.

Для инвесторов типа А стоимость акции может быть определена с использованием подхода по дивидендному доходу с учетом заданного уровня поступлений. Для повышения точности экспертизы применяется оценка по схеме Гордона или метод анализа интегральных параметров деятельности компании.

Для инвесторов типа В, как правило, размер продаваемого пакета акций должен быть более 50% от общего числа голосующих акций в случае их слабой распыленности среди инвесторов и более 30% в случае большой распыленности пакета. Расчет стоимости целесообразно проводить на основании метода дисконтированного потока будущих денежных поступлений или его вариаций. Предполагаемая максимально возможная стоимость акции рассчитывается по формуле:

$$c = \frac{\sum_{k=1}^{Y}\left(P_k^{(d)} - P_k^{(l)} - E_k\right)\times\frac{1}{\left(1+r^{(d)}\right)^k}}{A} \quad (1)$$

где: $\mathbf{P_k^{(d)}}$ - сумма дивидендных поступлений по результатам работы предприятия; $\mathbf{P_k^{(l)}}$ - прибыль инвестора от реализации продукции, полученной по льготным ценам; $\mathbf{E_k}$ - сумма затрат на реконструкцию предприятия; **A** - выпущенное количество обыкновенных акций; **k** - номер отчетного временного интервала; **Y** - срок окупаемости проекта

---

[34] Климов А., Т. Климкина Т. Методик разных много, но верная всегда одна // www.manager-erp.com/lib/news_detail.php?ID=61

(количество временных интервалов); $\mathbf{r^{(d)}}$ - величина относительного обесценивания капитала за отчетный период (инфляция рубля по отношению к валюте инвестирования).

В настоящее время некоторые российские инвесторы типа В не стремятся получить безраздельный контроль над компанией, а довольствуются имеющимся влиянием и голосом в правлении. Для "стратегического инвестора", рассчитывающего купить предприятие и выпускать новую продукцию, формула для расчета стоимости акций:

$$c = \frac{\sum_{k=1}^{Y}\left(P_k^{(d)} - P_k^{(l)} - E_k\right)\times\frac{1}{\left(1+r^{(d)}\right)^k}}{A} \quad (2)$$

где: $\mathbf{P_k^{(d)}}$ - сумма дивидендных поступлений по результатам работы предприятия; $\mathbf{P_k^{(l)}}$ - прибыль инвестора от реализации продукции, полученной по льготным ценам; $\mathbf{E_k}$ - сумма затрат на реконструкцию предприятия; **A** - выпущенное количество обыкновенных акций; **k** - номер отчетного временного интервала; **Y** - срок окупаемости проекта (количество временных интервалов); $\mathbf{r^{(d)}}$ - величина относительного обесценивания капитала за отчетный период (товарная инфляция).

Расчет по формуле 2 ведется для проектов с долгим сроком окупаемости и большим пакетом акций.

Для инвестора типа С стоимость акций определяется минимальной ценой, на которую бы согласился их обладатель без ущемления своих интересов и с учетом упущенной выгоды. Используются следующие формулы:

при начислении по простому проценту (срок владения акциями до 1 месяца)
$c = c_0 * (1+r)$ (3)

при начислении по сложному проценту (срок владения акциями свыше 1 месяца)
$c = c_0 * (1+r)^N$ (4)

где: **c** - расчетная цена акции; $\mathbf{c_0}$ - средневзвешенная стоимость приобретения акции; **r** - процентная ставка по вкладам на депозит; **N** - количество отчетных периодов (шагов расчета).

Коллективные инвестиции как новая форма отношений собственности

В наиболее широком смысле слово «инвестировать» означает: «расстаться с деньгами сегодня, чтобы получить большую их сумму в будущем»[35]. Два фактора обычно связаны с этим процессом - время и риск. Инвестиции тесно связаны со сбережениями, которые, в свою очередь, определяются как разница между доходом и потреблением.

Коллективные инвестиции – это объединенные денежные средства, которые граждане и юридические лица передают в доверительное управление с целью получения прибыли. Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) - наиболее доступный вариант коллективных инвестиций.

Первые фонды коллективных инвестиций появились в Бельгии в 1822 году. Вскоре эту идею подхватили в Англии и Франции. В США первый коллективный инвестиционный фонд создали преподаватели и сотрудники Гарвардского университета в 1893 году. Правда, официально днем рождения ПИФов принято считать 21 марта 1924 года, когда открылся Massachusetts Investors Trust (Фонд массачусетских инвесторов), созданный тремя фондовыми управляющими из Бостона. Всего за год число пайщиков этого фонда увеличилось с 3 до 200 человек, а сумма активов - с 50000 до 392000 долларов. После второй мировой войны ПИФы в США стали активно развиваться. К концу 1960 годов их число достигло 270, а сумма активов 48 млрд. долларов. Следующий «бум рождаемости» ПИФов в США пришелся на 1980 и 1990 годы. Сегодня в этой стране более 10000 паевых фондов. Их пайщиками являются более трети населения страны.

Российский рынок коллективных инвестиций вплоть до начала мирового экономического кризиса также находился в активной стадии развития. В сентябре 1996 года в России были зарегистрированы правила первого паевого инвестиционного фонда. С тех пор примерно полмиллиона россиян стали пайщиками. В 1998 - 2002 гг. число открытых и интервальных ПИФов (наиболее доступных для населения) увеличилось с 5 до 43 По оценке Национальной лиги управляющих, рынок коллективных инвестиций по количеству счетов инвесторов ежегодно более чем удваивался. Отрасль паевых инвестиционных фондов пережила в 2004-6 гг. бум своего развития. В России было зарегистрировано 655 ПИФов, из которых действовало одновременно около 600. Неуклонно росло количество «фондов акций», а также венчурных инвестиционных фондов. Развивались индексные фонды, которые привязаны к индексам фондового рынка - индексу ММВБ, РТС. За 2006 год приток денежных средств в них составил 92 млрд.

[35] Шарп У.Ф. Инвестиции. - М., 1998. С. 23.

рублей[36]. Основным рычагом развития роста рынка коллективных инвестиций был продолжающийся подъем фондового рынка.

Социокультурный фактор весьма сильно влияет на поведение собственников в части склонности к инвестированию на рынке капиталов. Степень доверия и привычки населения к институту фондового рынка может обуславливать внешне парадоксальные ситуации[37], такие, как его игнорирование собственниками даже при наличии заманчивых условий и достойных гарантий или, наоборот, склонность к инвестированию, несмотря на относительно высокие риски на неразвитом, непрозрачном рынке.

В литературе принято выделять следующие основные модели экономического поведения[38]: англосаксонская, исламская, японская и германская. Англосаксонской модели (США, Великобритания) присущи стремление инвесторов к риску, экономический индивидуализм, а также стремление уйти от жесткого контроля государства и интенсивный труд ради приумножения средств. Характеристики исламской модели инвестиционного поведения включают запрет на азартные игры, спекуляцию и предоставление кредита под проценты. Эти операции, согласно Корану, влекут за собой обмен неравнозначных ценностей и несправедливое перераспределение собственности между его участниками. Для японской модели характерны стремление к иерархичности, ограниченная трудовая мобильность (система пожизненного найма), предпочтение тесных социальных взаимоотношений на работе, приоритет интересов работников над интересами акционеров, корпоративность и коллективизм. В германской модели поведения приоритетны стабильность, лояльность, надежность, некоторая консервативность и осторожность, поэтому домашние хозяйства склонны лишь к минимальному риску, отсюда норма сбережений в Германии достаточно высока.

Особенности российской модели поведения экономических субъектов в роли собственников-инвесторов:

- высокий уровень страновых рисков (политический, экономический, правовой риски) при осуществлении инвестиций, в том числе на фондовом рынке;

- остаточное негативное отношение к вложениям в ценные бумаги после краха АО «МММ» и подобных ему компаний;

- периодически высокий уровень инфляции;

---

[36] Мы основываемся на материалах Второй ежегодной конференции «Российский рынок коллективных инвестиций» (ноябрь 2006 г., Москва). См.: Филимонова О. Рынок коллективных нвестиций: российские ПИФонастроения // http://finance.rol.ru/news/article13D24/default.asp - 20.11.2006

[37] См., напр.: Кондуков Г.М. Коллективные инвестиции домашних хозяйств России как альтернатива банковским вкладам // Проблемы современной экономики. № 1(21), 2007.

[38] Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России. - М. 2002. С. 200.

- историческая склонность к сохранению капитала в форме наличных денежных средств;

- недостаточное количество накоплений;

- приобщение россиян к стандартам «опережающего потребления», т.е. удовлетворения потребностей за счет кредитных средств[39].

В.Рязанов выделяет следующие особенности российского экономического строя[40]: особая роль государства, которая проявляется в его особой активности в хозяйственных процессах; особая склонность к совместным, коллективным действиям в хозяйственной сфере; обостренное чувство социальной справедливости; некоторое неприятие института частной собственности.

Табл. 8. Доходность коллективных инвестиций в 2002-2005 гг.[41]

Показатель в процентном выражении	**Период**			
	2002	**2003**	**2004**	**2005**
Инфляция	15.1	12.0	11.7	10.9
Изменение курса доллара	5.47	-7.33	-5.79	2.64
Паевые фонды акций[42]	30.82	50.90	9.25	69.00
Паевые фонды смешанного типа	25.99	34.49	13.12	44.09

Как мы видим, стратегия вкладывания средств в инструменты коллективных инвестиций в рассматриваемый период была для собственников гораздо результативней, чем, например, стратегия сбережения средств в форме наличных рублей или долларов, а также в форме банковского депозита. При этом, начиная с 2002 г., темпы прироста стоимости чистых активов российских ПИФов стабильно превышали темпы роста депозитов, и указанное соотношение сохранялось вплоть до прихода в Россию

[39] Сразу несколько независимых исследователей отмечают поразительный факт: в России с 1999 по 2006 год объем кредитов, выданных физическим лицам, каждый год удваивался!

[40] Рязанов В.Т. Экономическое развитие России. Реформы и российское хозяйство в XIX-XX вв. - СПб, 1998. С. 330.

[41] Источники: www.cbr.ru; http://securities.com; Кондуков Г.М. Цит. соч.

[42] Данные по доходности ПИФов даны на основе средней доходности трех крупнейших фондов по итогам 2005 г. в соответствующей группе

экономического кризиса. В то же время объем средств, привлеченных открытыми и интервальными ПИФами, по-прежнему в десятки раз меньше величины вкладов, привлеченных банками.

Это свидетельствует о наличии уже отмеченного нами ранее феномена: социокультурные приоритеты собственников превалируют над чисто экономическими соображениями. В своей массе население продолжает доверять в большей степени отечественной банковской системе, нежели фондовому рынку, а во взаимоотношениях с последним предпочитает коллективные формы инвестирования индивидуальным инвестициям в акции.

В качестве общих выводов к рассмотренному в разделе материалу, отметим, что, как мы видим, современные экономико-правовые конструкции, такие, как траст, секьюритизация, коллективные инвестиции, зачастую приводят к расщеплению права собственности и передаче от собственника третьим лицам права владения и пользования объектом собственности. В то же время, как правило, основополагающим элементом новых институтов остается сохранение за собственником права на доход (то есть права обладать результатами от использования вещи). Следует также отметить все более активно проявляющуюся тенденцию (в особенности при эволюции акционерной формы собственности) к восстановлению за собственником права управления объектом собственности.