

## КРУГООБОРОТ КАПИТАЛА В РАМКАХ АКЦИОНЕРНОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

**Актуальность.** Движение капитала в рамках акционерного предприятия связано, прежде всего, с процессом образования и дальнейшего существования акционерного капитала. Само понятие „акционерный капитал”, исходя из внутренней сущности механизма акционирования, определяет совокупность основных составляющих элементов, т. е. акций, специфика которых и предопределяет необходимость исследования.

**Постановка проблемы.** Интерпретации многих исследователей, несмотря на иную внешнюю оболочку, не отвергают единственную сущностную характеристику „акционерного капитала”, образуемого посредством выпуска акций. Содержательное описание „акционерного капитала” дал К. Маркс: „Капитал достиг своей последней формы, где он существует не только в себе, в соответствии со своей субстанцией, но и положен по своей форме как общественная сила и общественный продукт” [1].

**Анализ последних исследований.** Современные исследователи, не акцентируя внимание на глубокий общественный характер акционерного капитала, определяют его как „...капитал, образованный посредством объединения средств многих физических и юридических лиц через продажу им акций, облигаций, капитализации полученной в процессе функционирования акционерного общества прибыли, дохода, полученного от обращения портфельных инвестиций общества” [1]. С данным мнением Л. Страховой и Г. Бутковской действительно можно согласиться за исключением упоминания об облигациях, которые, по сути своей, никакого отношения не имеют к акционерному капиталу. Так, проф. Ю. Львов указывает, что „Суммы, собранные корпорацией за счет выпуска облигаций, не являются собственностью компании; это капитал заемный... в балансе..., привлеченные по облигациям средства... указываются в активах, а объем выпущенных облигаций — в пассивах. На величину акционерного капитала объем привлеченных таким путем средств не оказывает влияние” [2, с. 356].

**Неисследованная часть проблемы.** В 1878 г. проф. И. Тарасов четко выразил сущность использования акционерными компаниями облигаций: „кроме увеличения акционерного капитала возможно еще увеличение оборотного капитала посредством выпус-

ка облигаций”, „Владельцы облигаций не считаются акционерами”, а, следовательно, „облигационный капитал считается не акционерным, а заемным” [3, с. 317 — 318]. В связи с чем, весьма натянутыми можно считать и выводы некоторых исследователей по поводу „зыбкости” различий между акциями и облигациями: „... в историческом процессе развития фондового рынка появляются новые виды ценных бумаг, которые все больше и больше стирают грань между акцией и облигацией, в их классическом понимании” [4].

**Цель исследования.** Определить направления движения капитала в рамках акционерного предприятия, исходя из сущности его кругооборота.

**Вклад автора.** Исследование позволило сделать вывод, что, несмотря на то, что облигационные инструменты выступали первоисточником фондового механизма, их кредитная сущность, как в хрестоматийном понимании, так и в современной интерпретации, осталась прежней. Право займа — основной атрибут облигации, право собственности — основной атрибут акции. Другое дело, что для акционерного общества, как писал М. Кулагин „характерно также отделение капитала функции от капитала-собственности” [5]. А двойственная природа самого процесса акционирования, переплетающая частный и общественный характер присвоения, делает все более очевидным тот факт, что „юридическая иллюзия”, как писал К. Маркс и Ф. Энгельс, „сводящая право к чистой воле, неизбежно приводит — при дальнейшем развитии отношений собственности — к тому, что то или другое лицо может юридически иметь право на какую-нибудь вещь, не обладая ею фактически” [6, с. 75]. В связи с чем, в аспекте акционерного капитала, возникла объективная необходимость выделения его двух сторон: действительной и фиктивной. И это еще более подчеркивает особую внутреннюю сущность акций, предопределившей и разный характер их обращения. Так, акции морских компаний (1757 — 1758), как писал А. Лаппо-Данилевский, оставались именными, как и в большинстве западно-европейских компаний того времени. В отличие от чего, облигации частные могли обращаться на рынке „при благоприятных обстоятельствах”. Но и тогда, прожекторы предлагали компаниям выдавать акции, которые могли бы переходить от одного лица к другому. В связи

с чем, Лаппо-Данилевский уточнял, что еще Небель в своем проекте 1698 г. предлагал: „...чтобы всякому вольно было равно как в Голландии, Англии и Франции обыкновенно свою порцию паки другим персонам продать, который торг от одного до другого и далее между партикулярными людьми пойдет; а подлинный капитал останется всегда в компании” [7, с. 54]. Отсутствие зависимости „подлинного капитала” от привлекаемого облигационного займа предопределило бурное развитие облигационного рынка еще в XIX в., когда акционерные компании стали активно использовать ипотечные облигации, которые, кроме кредитного механизма, затрагивают и более жесткий механизм, связанный с перемещением права собственности на объект финансового обеспечения сделки — недвижимость. Последнее таит в себе весомую степень надежности, что позволило еще в 1890-х гг. акционерным компаниям, действовавшим в Российской империи, образовывать облигационный капитал и в итоге, на начало 1901 г., сумма действительно проданных облигаций торгово-промышленных компаний достигла 163 млн. руб. [8, с. 111]. Формирование такого мощного финансового потока кредитного характера в те далекие времена и перспектива его мобилизации сейчас в рамках кругооборота капитала акционерного предприятия связана с тем, что облигация представляет собой ценную бумагу, удостоверяющую долгосрочную задолженность, что предполагает расширение сфер вложения аккумулированных финансовых ресурсов. Владельца облигации и эмитента связывают отношения займа, и это полностью исключает какие-либо претензии на право собственности и управления в отношении заемщика, но только при условии соблюдения последним установленных сроков исполнения своих финансовых обязательств. В связи с чем, проф. И. Тарасов, рассуждая о возможности привлечения облигационного капитала, писал: „... в уставе может быть определено право компании выпускать облигации, сумма которых ни в каком случае не может превышать акционерного капитала; для амортизации облигаций должен быть определен особый на этот предмет амортизационный фонд; владельцы облигаций имеют право проверять баланс, инвентарь, капитал и отчеты компании...” [3, с. 341].

Следовательно, отсутствие посягательств на право владения, никак не исключает требования гарантии возврата облигационных сумм. Наоборот, включение дополнительных средств в оборот капитала акционерного предприятия, определяет необходимость использования различных методов, которые позволяют, в данном случае, обслуживать и амортизировать долгосрочный долг. Одним из таких методов выступает ипоте-

ка, которая является не только гарантией выполнения облигационных условий, но и источником активного насыщения кругооборота капитала предприятия. Вот здесь уже и возникают отношения собственности, что, в какой-то степени сближает, но не размывает границу между облигациями и акциями, так как реализуются эти отношения только в случае нарушения условий ипотечного кредитования.

Таким образом, во избежание нарушения кругооборота капитала предприятия необходимо ограничивать облигационные вливания, тем самым исключая угрозу ведущему праву — праву собственности. Поэтому, трудно согласиться с мнением некоторых современных исследователей, касающимся наличия ограничения по объему эмиссии облигаций субъектами хозяйствования и рассматривающих данное ограничение „... тим негативним чинником, котрий згубно впливає на фінансовий ринок у цілому” [9, с. 122]. Но если обратиться к истории развития облигационного рынка, то фактом, причем выступающим исключительно как положительный элемент кредитного механизма, являлось существование определенных ограничений в рамках облигационного займа — он не должен был превышать 1/2 или 2/3 основного капитала и это, несмотря на то, что облигации торгово-промышленных компаний царской России обеспечивались всем недвижимым имуществом, а в качестве дополнительного обеспечения выступали движимое имущество, запасный капитал и доходы компаний [8, с. 110]. Нарушение кругооборота капитала все-таки возможно в связи с возрастанием финансовой зависимости предприятия от инвесторов, которые, в случае облигационного займа, обычно являются аутсайдерами. Поэтому более актуальным становится вопрос определения оптимальной целевой структуры капитала. Последняя, согласно теории структуры капитала Модильяни и Миллера, предусматривает, что наличие определенной доли заемного капитала полезно предприятию; чрезмерное использование заемного капитала вредно; для каждого предприятия существует своя оптимальная доля заемного капитала. Теория также позволяет сделать вывод, что предприятия одной отрасли, близкие по масштабам деятельности, имеют схожие структуры капитала, определяются одинаковым типом активов, производственного риска и доходности, что достаточно важно в связи с тем, что объектом исследования выступают промышленные акционерные предприятия. На формирование оптимальной структуры акционерного капитала оказывает влияние и асимметричная информация. В 1984 г., С. Мэйерс сформулировал основные положения теории асимметричной информации, которая предполагает, что различные группы и субъекты рынка могут обладать асимметричной, т. е. различной информа-

цией о положении дел на предприятии в различные моменты времени, а значит, их оценки ситуации различаются. Инвесторы, которые сознают асимметрию информации, склонны снижать цены на акции предприятий, когда те объявляют о намерении выпустить новые акции [10].

Исследование позволило сделать вывод, что очередная эмиссия акций — это механизм, который неоднозначен с точки зрения защиты права собственности. С одной стороны, реализуется одна из функций акции как источника внешнего финансирования, что, как вполне правомочно считают некоторые авторы [4], поддерживает непрерывность кругооборота акционерного капитала, а именно его действительной стороны. Но, в то же время, приводит к разводнению права собственности и возрастанию доли аутсайдеров. В итоге, возможно изменение структуры акционерного капитала и усиление влияния мощного внешнего системобразующего фактора. Внешний характер любого фактора имеет один, сугубо ему принадлежащий признак: трудность или невозможность управления им. Следовательно, реакция аутсайдеров весьма предсказуема, что подтверждается и теорией асимметричной информации — рыночная стоимость акций предприятия — эмитента нового выпуска акций, снижается, что отражается соответственно и на его инвестиционной привлекательности (см. рис. 1).

Напротив, облигационный механизм, несмотря на свой аутсайдерский характер, приводит к прямо противоположным результатам — рыночная стоимость акций эмитента облигаций повышается. И в той и другой эмиссии задействованы аутсайдеры, но сами ценные бумаги (акции и облигации), по своей внутренней сути, имеют инсайдерский и аутсайдерский характеры соответственно.

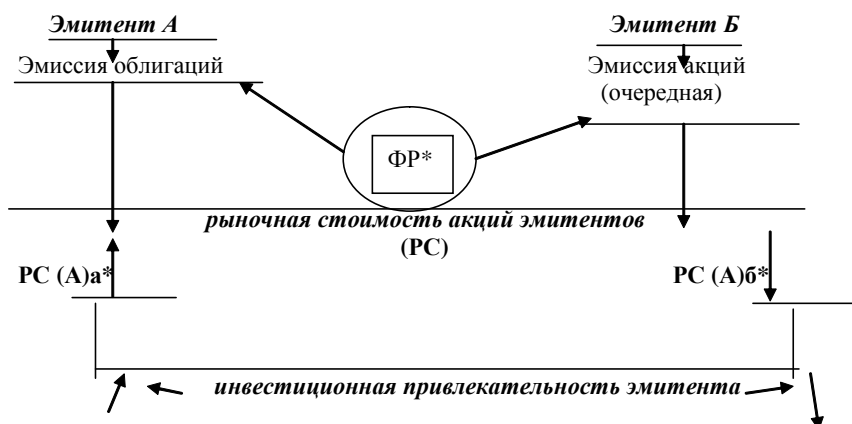
Следовательно, несмотря на единый аутсайдерский характер эмиссий, разница внутренней сути приводит к противоположным результатам. Облигационный заем, насыщая кругооборот капитала акционерного предприятия, не меняет структуру акционерного капитала и не затрагивает право собственности. Акционерный заем (внешнее финансирование), поддерживая кругооборот капитала приводит к изменению его структуры и разводнению права собственности, а значит и возрастанию потенциальной угрозы для инсайдеров. Любая угроза снижает инвестиционную привлекательность субъекта. Помимо этого, облигационный инструмент, в отличие от акции, срочная ценная бумага, а значит, имеет более четкий механизм обращения, что, в конечном итоге, только усиливает зависимость, отраженную на рис. 1.

Облигационный заем, обеспеченный ипотекой, еще более обогащает кругооборот капитала акционер-

ного общества, так как прямой доход по облигациям в этом случае будет выше за счет того, что расчет учитывает кроме номинального процента, цену облигации, которая напрямую связана со стоимостью закладываемого объекта. Данный облигационный капитал, кроме чисто фондовых рычагов (норма доходности, номинал, рыночная стоимость), обращается и за счет рычагов рынка недвижимости. Направленность ипотеки — строительство, здания, сооружения, а отсюда и ценовая динамика, ликвидность, что, в итоге, обогащает кругооборот капитала предприятия и создает для него благоприятный инвестиционный климат.

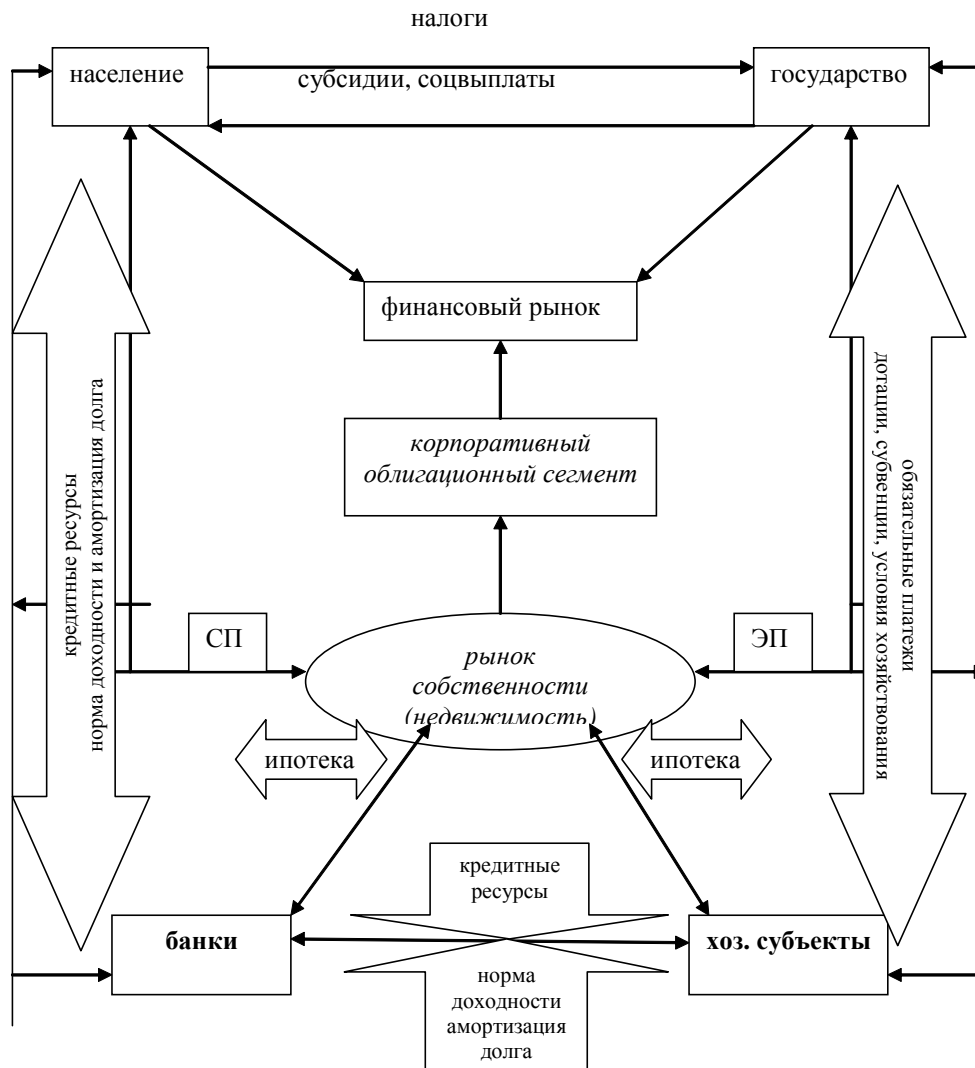
Исследование позволило сделать вывод, что центральное место в системе финансовых отношений — „облигационный рынок — субъекты хозяйствования”, занимают банки и хозяйствующие субъекты (см. рис.2). Зависимость объемов эмиссии от политической и общеэкономической ситуации, что весьма очевидно, является тормозящим фактором дальнейшего развития. Следовательно, возможность привлечения облигационного капитала в общий кругооборот капитала предприятия в значительной степени зависит от условий экономико-политической ситуации в стране. Сама же эмиссия облигаций (в том числе и ипотечных) дает предприятиям, особенно имеющим производственные мощности, достаточно как косвенных, так и прямых выгод. Косвенные плюсы выражаются в аспекте „инвестиционная привлекательность” и, соответственно, прямая плюса будет реализовываться в реальном финансовом потоке, а это не только обновление производственных мощностей, но и увеличение оборачиваемости текущих активов. В итоге, рабочий капитал предприятия принимает позитивную динамику. Использование же ипотечных облигаций связано с масштабностью, а именно с тем объемом финансовых потоков, на которые, благодаря ипотеке (высшая гарантия сделки) может рассчитывать хозяйствующий субъект. И эти объемы, несмотря на степень риска (в залоге недвижимость заемщика), выступают основным аргументом „плюса”.

В процессе исследования было подтверждено, что важнейшим элементом и первоисточником в кругообороте капитала акционерного предприятия выступает акционерный капитал. Согласно данным энциклопедического словаря экономики и права, акционерный капитал (далее АК) — это „основной капитал акционерного общества, который образуется за счет эмиссии акций. Является уставным капиталом, так как его размер определяется уставом общества”, „АК — это собственность компании, представляющая собой стоимость выпущенных ею акций, включая привилегированные и обычные акции, первоначальный капитал акционерного общества” [11].



ФР\* — финансовый рынок; РС (А)а\* — рыночная стоимость акций компании А; РС (А)б\* — рыночная стоимость акций компании Б

**Рис. 1. Влияние реализации облигационного и долевого фондовых инструментов на инвестиционную привлекательность субъекта**



СП — социальная политика  
ЭП — экономическая политика

**Рис. 2. Система финансовых взаимосвязей при активизации облигационного механизма**

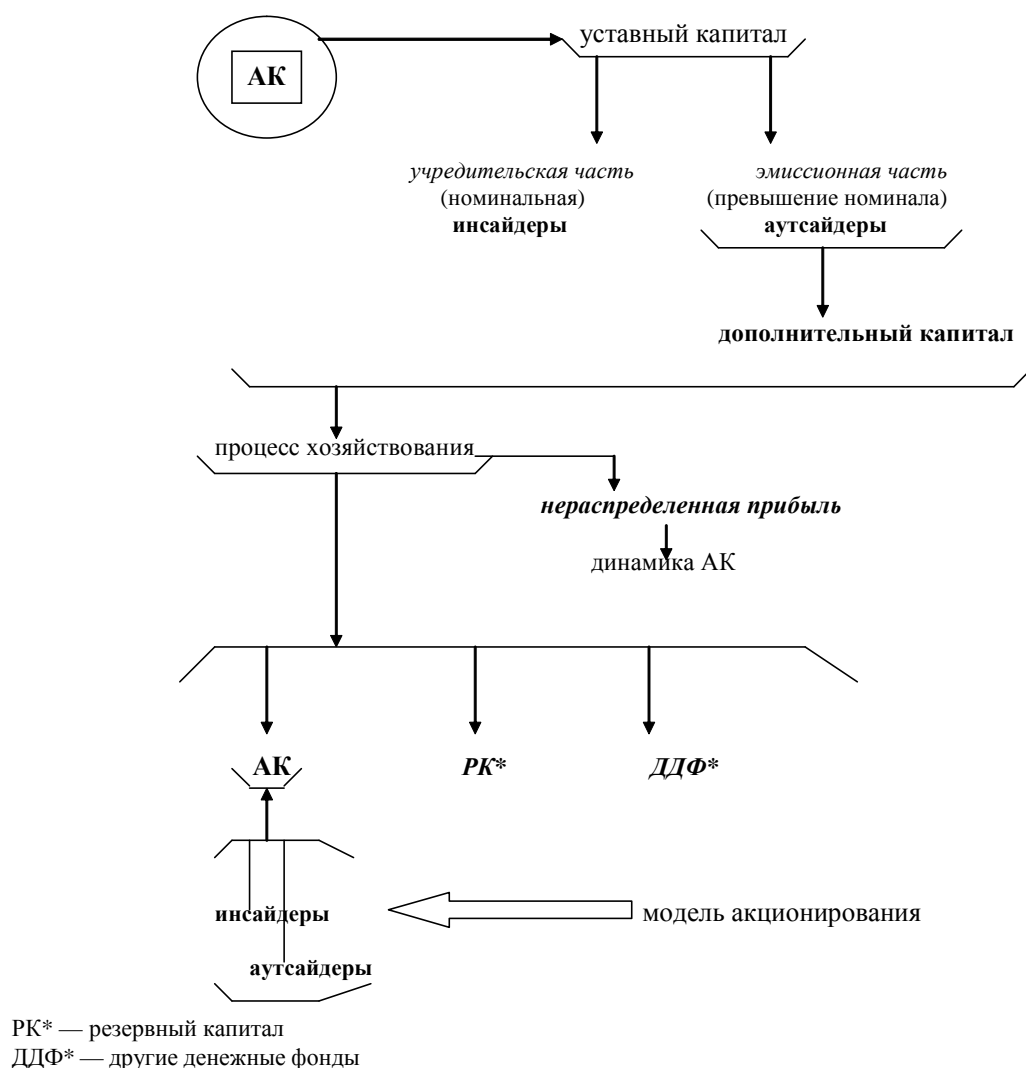


Рис. 3. Поэлементная структура акционерного капитала (АК)

Объективно predetermined наличие дополнительных вложений вводит в структуру АК еще один элемент — дополнительный капитал. Проф. Ю. Львов, раскрывая „источники собственности”, пишет: „И самое главное — отдельный учет номинальной стоимости капитала: по номинальной стоимости акций и дополнительных вложений, полученных за счет превышения фактической рыночной цены над номиналом” [2, с. 346].

**Выводы.** Следовательно, составляющим элементом АК, помимо уставного капитала, является дополнительный капитал, который образуется как результат, указанного проф. Львовым, превышения, и изначально назывался „учредительской прибылью” [12, с. 441]. В связи с чем, не совсем корректной можно считать поэлементную структуру АК, представленную Л. Страховой и Г. Бутковской, которые, кроме уставного и добавочного капитала, включают в состав АК нераспределенную прибыль, резервный капитал и др.

Хотя тут же уточняют, что „все элементы различаются по источникам образования, экономической сущности и той роли, которая отводится им в создании АО и его развитии” [1].

Исследование теоретических основ деятельности акционерных предприятий, подтвердило тот факт, что „содержание есть тождественность всех элементов и моментов целого с самим целым” [13, с. 230]. Таким образом, можно сделать вывод, что элементами АК выступают только две составляющие: уставный и дополнительный капитал (см. рис. 3). Касательно же нераспределенной прибыли, резервного (запасного) капитала и фондов специального назначения, то все это элементы кругооборота капитала предприятия.

Кругооборот вообще — это „движение, которое предполагает возвращение к исходному пункту” [14]. Очевидно, что кругооборот капитала в рамках акционерного общества действительно возвращает нас к истоку — акционерному капиталу, дальнейшая дина-

мика которого происходит за счет той же нераспределенной прибыли и за счет новой эмиссии акций. А сама структура АК, как уже было отмечено, выстраивается исходя из наличия той или иной категории инвесторов (инсайдеры, аутсайдеры), т. е. исходя из модели акционирования (см. рис. 3).

### Литература

1. **Страхова Л. П.** Акционирование химических предприятий в современных условиях [Электронный ресурс] / Л. П. Страхова, Г. В. Бутковская. — Режим доступа : <http://www.mevris.ru/articles>. 2. **Львов Ю. А.** Основы экономики и организации бизнеса / Ю. А. Львов. — СПб. : ГМП „ФОРМИКА”, 1992. — 383 с. 3. **Тарасов И. Т.** Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. — М. : Статут, 2000. — 660 с. 4. **Совершенствование** эмиссии корпоративных ценных бумаг в России [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://alldisser.com>. 5. **Кулагин М. И.** Избранные труды по акционерному и торговому праву. Классика российского права [Электронный ресурс] / М. И. Кулагин. — Режим доступа : <http://civil.consultant.ru/elib/books>. 6. **Маркс К.** Избранные сочинения : в 9 т. / К. Маркс, Ф. Энгельс. — Т. 2. — М. : Политиздат, 1985. — XVI, 574 с. 7. **Лаппо-Данилевский А.** Русские промышленные и торговые компании в первой половине XVIII столетия (исторический очерк) / А. Лаппо-Данилевский. — С.-Петербург : типография „В.С. Балашев и К<sup>о</sup>”, Фонтанка, 95, 1899. — 126 с. 8. **Беликова Е. Ю.** Облигации и их использование на фондовом рынке Украины / Е. Ю. Беликова / сб. науч. тр. ИЭП НАН Украины. — Донецк — Краматорск, 1999. — С. 110 — 115. 9. **Охріменко О. А.** Ринок корпоративних облігацій України: тенденції та суперечності / О. А. Охріменко // Фінанси України. — 2005. — № 12. — С. 115 — 122. 10. **Оптимальная** целевая структура капитала [Электронный ресурс]. — Режим доступа : [www.eletarium.ru/index.php](http://www.eletarium.ru/index.php) 11. **Акционерный** капитал. Энциклопедический словарь экономики и права [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.vedomosti.ru> 12. **Курс** политической экономии : в 2 т. Т.1 / под ред. Н. А. Цаголова : учеб. пособ. для экон. вузов и фак. Изд.2-е, перераб. и доп. — М. : Экономика, 1970. —

760 с. 13. **Спиркин А. Г.** Основы философии : учеб. пособ. для вузов / А. Г. Спиркин. — М. : Политиздат, 1988. — 592 с. 14. **Процесс** обращения капитала. Метаморфозы капитала и их кругооборот [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.kommersantfm.ru>

### **Белікова О. Ю. Кругообіг капіталу в межах акціонерного підприємства**

Кругообіг капіталу в межах акціонерного товариства повертає нас до витoku — акціонерного капіталу (АК), подальша динаміка якого відбувається за рахунок нерозподіленого прибутку й за рахунок нової емісії акцій. При цьому структура АК вибудовується виходячи з моделі акціонування, що й зумовлює актуальність та необхідність дослідження.

*Ключові слова:* кругообіг капіталу, акціонерний капітал, нерозподілений прибуток, система акціонування.

### **Беликова Е. Ю. Кругооборот капитала в рамках акционерного предприятия**

Кругооборот капитала в рамках акционерного общества возвращает нас к истоку — акционерному капиталу (АК), дальнейшая динамика которого происходит за счет нераспределенной прибыли и за счет новой эмиссии акций. При этом структура АК выстраивается исходя из модели акционирования, что и предопределяет актуальность и необходимость исследования.

*Ключевые слова:* кругооборот капитала, акционерный капитал, нераспределенная прибыль, система акционирования.

### **Byelikova E. Yu. The capital life cycle within the corporate enterprise**

The capital life cycle within the company brings us back to the source — joint-stock capital (JSC), occurs further dynamics from retained earnings and new shares. The structure of JSC is based on the stock model of SH that prejudice the relevance and necessity of scientific research.

*Key words:* the capital life cycle, joint-stock capital (JSC), retained earnings, the stock model of SH.

Стаття надійшла до редакції 11.08.2011

Прийнято до друку 24.02.2012