

Рубан О. І.,

аспірант економічного факультету

Київського національного університету

імені Тараса Шевченка

ОСОБЛИВОСТІ ФОРМУВАННЯ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ

В основі сучасних трансформаційних процесів економічної системи України лежить роздержавлення економіки і формування потужного недержавного сектору, який міг би стати соціально-економічною сферою запровадження ринкових перетворень. Головна проблема, яка постала перед країнами колишнього соціалістичного табору, це – створення структури економіки, яка склалася в інших країнах і зарекомендувала себе найбільш оптимальною. Практика розвитку трансформаційних процесів в усіх без винятку країнах перехідної економіки свідчить про формування і розвиток акціонерного капіталу як важливої форми запровадження ринкових засад господарювання.

Необхідність дослідження шляхів формування та розвитку акціонерного капіталу в Україні обумовлена трансформаційними змінами в економічній системі країни, появою чисельних акціонерних товариств, зрушеннями в методах і формах мобілізації та використання інвестиційних ресурсів.

Розвиток акціонерного капіталу в Україні тісно пов'язаний зі становленням ринкового середовища і разом з приватним капіталом є одним з важливих матеріальних носіїв економічних відносин нового типу. Дослідження особливостей формування акціонерного капіталу в Україні як країні трансформаційної економіки має виходити зі специфіки його становлення.

Більшість акціонерних товариств у нашій країні створювалися шляхом приватизації державних підприємств на базі морально й фізично зношених основних фондів та за умов нестачі високоліквідних оборотних коштів. Нераціональна система управління і відсутність ринково орієнтованої системи формування капіталу стали основними причинами погіршення фінансово-економічного стану акціонерних товариств.

Зауважимо, що це питання завжди займало важливе місце у працях науковців. Проблеми формування акціонерного капіталу та управління ним досліджували багато зарубіжних та українських економістів, зокрема Ф. Бергер, Т. Берднікова, Є. Брігхем, М. Герасимчук, М. Звірякова, А. Іванов, Ю. Кравченко, Е. Кузнецов, В. Кудряшов, О. Мендрула, Ю. Петруня, В. Ревтюх, Б. Стеценко, В. Шапран, В. Шелудько та ін. Значно менше уваги приділено формуванню акціонерного капіталу в умовах переходу до ринку, напрямам його активізації, оптимізації структури капіталу компанії тощо.

Метою статті є дослідження особливостей формування акціонерного капіталу в Україні та визначення основних шляхів його становлення. У роботі ми спробуємо розглянути не лише напрями формування акціонерного капіталу, а й віднайти специфічність кожного з них.

Незважаючи на певну закономірність формування акціонерного капіталу в трансформаційних економіках, українська модель має певні особливості. Йдеться про вітчизняне господарське законодавство, недостатність досвіду більшості суб'єктів господарювання в питаннях управління акціонерним капіталом, незнання ринку, обмеженість фінансових ресурсів, особливо оборотних коштів, а також про порушення паритетності цін між сировинними ресурсами та кінцевою продукцією.

Дослідження показують, що є кілька основних шляхів формування акціонерного капіталу підприємств в Україні. Більшість акціонерних товариств виникли в результаті процесів приватизації державної власності. Інша частина – за ініціативою засновників, але кількість створених таким чином підприємств є дещо меншою. Окрім того, певна кількість акціонерних товариств сформувалася внаслідок зміни організаційно-економічних форм деяких підприємств, тобто шляхом перетворення приватних та колективних підприємств, інших господарських товариств (наприклад, товариств з обмеженою відповідальністю) в акціонерні товариства.

Передусім і найчастіше державні підприємства перетворюються в акціонерні товариства шляхом приватизації. Приватизація виступає головною передумовою формування акціонерного капіталу для усіх постсоціалістичних країн. Особливість такого формування полягає в перетворенні вже існуючого реального капіталу в акціонерні форми. Умовно процес приватизації можна поділити на три етапи:

1-й етап – до початку масової приватизації (1991–1994 рр.);

2-й етап – масова сертифікатна приватизація (1994–1998 рр.);

3-й етап – грошова приватизація й перерозподіл прав власності (з 1998 р. і до сьогодні)¹.

Роздержавлення власності почалося ще в 1987–1991 рр.² Тоді формально недержавними підприємствами стали кооперативи. Основними способами переходу прав власності на першому етапі були викуп й оренда з викупом цілих підприємств або окремих його частин керівництвом і колективом підприємства. Також поширилося створення закритих акціонерних товариств (ЗАТ) і товариств з обмеженою відповідальністю (ТОВ), наслідком чого стала відсутність у вільному продажу акцій підприємств. Такі умови обмежували доступ до приватизації різних об'єктів стороннім особам, у тому числі й іноземним інвесторам. У результаті економічна влада перейшла до інсайдерів (спочатку – до директорів підприємств й об'єднань, пізніше – й до трудового колективу).

Спочатку корпоративні структури в Україні створювалися на базі радянських міністерств і відомств. Організація управління народним господарством у СРСР була побудована таким чином, що підприємства однієї галузі, що входили у єдиний технологічний ланцюг, були підпорядковані різним

¹ Геєць В. М., Панченко Є. Г., Лібанова Е. М. та ін. *Перехідна економіка*. – К.: Вища школа, 2003.

² Кузнецов Е. А., Самсон И., Потемкин Л. Н. и др. *Рыночная экономика: современная теория и практика управления*: Науч. сб. – Одесса: Наука и техника, 2003.

міністерствам. Така організаційна побудова призвела до того, що підприємства, які є необхідною технологічною ланкою одного виробничого ланцюга, були підпорядковані різним власникам. У подальшому така ситуація призводила не лише до проблем з поставками необхідних ресурсів і збутом виготовленої продукції, а й стала причиною багатьох корпоративних конфліктів і перерозподілу прав власності.

Другий етап приватизації починається з ухвалення Указу Президента України “Про введення у готівковий обіг іменних приватизаційних майнових сертифікатів”³, відповідно до якого приватизація здійснюється за допомогою приватизаційних депозитних рахунків або в готівковій формі — іменними приватизаційними майновими сертифікатами. У законодавчому порядку заборонявся вільний обіг, продаж або інше відчуження приватизаційних паперів, що обмежувало участь у приватизації професійних учасників. Робота фінансових посередників на ринку приватизаційних паперів свідомо здійснювалася з порушенням законодавства.

Окрім того, відповідно до Указу Президента України “Про компенсацію громадянам України втрат від знецінення грошових заощаджень в установах Ощадного банку України та Укрдержстраху”⁴ в обіг було запроваджено компенсаційні сертифікати, які, на відміну від приватизаційних, не були іменними документами. Законодавчо була визначена свобода їх обігу між будь-якими фізичними та юридичними особами без обмежень. З метою активізації спрямування приватизаційного процесу на сертифікатні аукціони, що проводилися за компенсаційні сертифікати, виставлялися найпривабливіші для інвесторів підприємства. Однак це посилювало проблему неадекватної оцінки ринком акцій підприємств, що приватизуються. Істотних змін зазнала лише якість виставлених на торги цінних паперів, ринкова ж ціна приватизаційних паперів залишалася стабільно низькою.

Інтеграційні процеси на цьому етапі були обумовлені економічною кризою початку 90-х рр. ХХ ст., що сприяла зміцненню зв'язків між підприємствами. Гостра нестача грошової маси та податковий прес призвели до поставок підприємствам товарів у борг або за бартером, використанню вексельних схем за участі банків. Інтеграція здійснювалася переважно на договірній основі, а не на основі реалізації прав власності. Менеджмент підприємства повністю контролював підприємства, володіючи незначними пакетами акцій (до 25 %), за рахунок їх розпорошення серед членів трудового колективу.

Проте вищий менеджмент не міг бути впевнений в тому, що він надійно застрахований від приходу нових власників, оскільки залишався ризик продажу акцій з боку робітників сторонньому інвесторові. Ще до приватизації значна частина директорів почала застосовувати практику перепродажу

³ Указ Президента України “Про введення у готівковий обіг іменних приватизаційних майнових сертифікатів” від 27.12.1994 № 809/94. — www.rada.gov.ua.

⁴ Указ Президента України “Про компенсацію громадянам України втрат від знецінення грошових заощаджень в установах Ощадного банку України та Укрдержстраху” від 24.11.1994 № 698/94. — www.rada.gov.ua.

продукції свого підприємства через офшорні структури, чим досягалося присвоєння всієї або більшої частини прибутку підприємства безпосередньо його керівництвом. Така практика стала можливою внаслідок нездатності держави належним чином контролювати якість управління на належних йому підприємствах. Водночас приватизація створювала загрозу для директорів, що полягала у появі нових приватних власників, які, вочевидь, не дали б змоги привласнювати прибуток підприємств.

Через це уже на стадії масової приватизації вищі менеджери стали використовувати прибуток, прихований у своїх офшорних структурах, для викупу в населення приватизаційних сертифікатів з метою подальшої участі в сертифікатних аукціонах із продажу акцій своїх підприємств. Крім прямої скупки сертифікатів у населення також застосовувався метод акумулювання через інвестиційні фонди й компанії шляхом обміну приватизаційних сертифікатів громадян на свої інвестиційні сертифікати.

У випадках, коли підприємство не стикалося з безпосередньою “загрозою” придбання контрольного пакета акцій стороннім інвестором, вищий менеджмент, як правило, не йшов на комплектування повноцінного контрольного пакета акцій (50 % + 1 акція), а обмежувався скупкою невеликого пакета (10–25 %), нав’язуванням працівникам угоди про передачу наявних у них акцій у довірче управління директорів, а також встановленням твердих правил, що забороняють продаж акцій працівниками підприємства аутсайдерам.

Суттєва різниця між ринковою ціною приватизаційних паперів та вартістю фіксованих ними основних фондів і визначила характер процесу роздержавлення в Україні. Його основною рисою стало те, що приватизація де-факто виявилася інструментом нагромадження і перерозподілу суспільного капіталу. Характер такого нагромадження відповідав інтересам вузької соціальної групи.

У цей період в Україні приватизувалися всі підприємства – від прибуткового до безнадійного боржника. Під час приватизації українських державних підприємств головна увага приділялася швидкості передачі майна, соціальним чинникам тощо, але не потребам новоствореного акціонерного товариства. Фактично ця приватизація звелася до денационалізації державної власності. Новостворені акціонерні товариства не мали передумов швидкого розвитку. Така ситуація на практиці призводила до низької ефективності функціонування акціонерних товариств, оскільки вони виявлялися під сильним впливом власників контрольних пакетів акцій, що переслідували нерідко суто спекулятивні цілі.

В умовах, коли акціонерні товариства значною мірою формувалися на старому фізично і морально зношеному виробничому обладнанні, відсутність інвестування не давала змоги здійснювати модернізацію та їх відновлення. Трансформовані підприємства виявилися здебільшого нездатними до конкурентної боротьби навіть на внутрішньому ринку. Це відбулося внаслідок того, що не змінився витратний тип виробництва, зберігалася низька продуктивність праці й капіталу при жорсткому обмеженні оборотних

коштів і високій залежності від умов ринку енергоресурсів. Усе це також негативно вплинуло на становлення і розвиток акціонерного капіталу.

На сьогодні приватизація державних підприємств проводиться, в основному, на конкурсній основі, причому держава висуває певні вимоги до можливих власників активу, що продається, згодом визначаючи перелік підприємств – учасників приватизаційного конкурсу. У такий спосіб держава забезпечує не лише якнайбільші надходження коштів від реалізованих об'єктів, а й встановлює коло інвесторів, для яких даний бізнес є профільним. Найвдалішим прикладом проведення такого конкурсу став продаж у 2005 р. 93,02 %-го пакета акцій ВАТ “Криворізький гірничо-металургійний комбінат “Криворіжсталь”. Пакет акцій підприємства було продано за 24,2 млрд грн, у той час як початкова ціна становила 10 млрд грн. Окрім того, покупцем “Mittal Steel Germany GmbH” було взято суттєві інвестиційні зобов'язання.

Другим напрямком формування акціонерного капіталу в Україні стало заснування акціонерних товариств за рахунок об'єднання коштів і майна окремих юридичних і фізичних осіб та створення і реєстрація нової юридичної особи. Цей шлях є класичним для формування акціонерного капіталу як об'єданого, що виникає внаслідок централізації капіталів. Він є характерним для усіх держав, отже й Україна не стала винятком.

Створення акціонерного капіталу “класичним” шляхом в Україні розпочалося на початку 90-х рр. ХХ ст., ще до проведення приватизації. Після ухвалення Закону України “Про господарські товариства” реєстрація акціонерних товариств відбувалася досить часто. Щоправда, переважна більшість акціонерних товариств, які створювалися таким чином, були сформовані як закриті акціонерні товариства і лише з 1993–1994 рр. з'явилися великі відкриті акціонерні товариства, створені з об'єднання капіталів – “Олбі-Україна”, “Київська Русь” тощо. Метою акціонерних товариств була акумуляція коштів, у тому числі приватизаційних майнових сертифікатів від населення. Практика показала, що створення цих компаній не забезпечувало розвиток акціонерного капіталу для реалізації його в господарських функціях. Переслідувалися, в основному, спекулятивні цілі.

Третій шлях не є принципово відмінним від другого, він також є характерним для традиційних напрямів розвитку акціонерного капіталу. Його особливості полягають у зміні організаційно-економічних форм підприємств – перетворенні приватних та колективних підприємств в акціонерні, інших господарських товариств (особливо товариств з обмеженою відповідальністю) в акціонерні товариства. Такий шлях характерний як для підприємств, що пройшли процес приватизації, так і для тих, що були створені через об'єднання капіталів окремих осіб. Так, певна частина колективних підприємств була перетворена в акціонерні. На сьогодні процеси зміни організаційно-економічних форм підприємств дещо пошавилися – щобільше підприємств набувають саме акціонерної форми власності. Це пов'язано здебільшого з трьома факторами. По-перше, для подальшого розвитку та підтримання конкурентоспроможності компанії дедалі частіше не вистачає власних ресурсів, тому для залучення дешевого капіталу деякі

власники погоджуються на продаж частини акцій на біржах, для чого необхідно мати акціонерну форму власності. Окрім того, для фінансування (в основному) капітальних витрат використовується й залучення боргового капіталу. У цьому разі компанія також має відповідати необхідному рівню прозорості. І, нарешті, третє – втручання у цей процес держави. Наприклад, Верховна Рада України у 2006 р. зобов'язала всі комерційні банки протягом трьох років реорганізуватися у відкриті акціонерні товариства.

Водночас зауважимо, що при проведенні комерційних та некомерційних конкурсів з продажу пакетів акцій державних підприємств часом застосовується недосконала методика визначення ціни та інвестиційних зобов'язань, виникають значні проблеми з податками. Інвестори досить часто виконують неофіційні економічні зобов'язання, іноді важливі проблеми вирішуються неринковими методами. Непрозорість та неузгодженість окремих державних структур, суперечки між різними гілками влади та окремими їх представниками призводять до викривлення приватизаційних процесів, зниження їх ефективності та прозорості, недовиконання плану надходжень від приватизації. Так, за словами заступника Міністра фінансів Сергія Макацарія, за вісім місяців 2006 р. “від приватизації надійшло лише близько 10 % річних призначень”⁵.

Але слід відзначити, що формування акціонерного капіталу потрібно досліджувати не лише через призму приватизаційних процесів чи утворення нових акціонерних товариств. Невід'ємною складовою формування, розподілу та перерозподілу, руху і функціонування акціонерного капіталу, представленого у вигляді цінних паперів, є ринок цінних паперів.

У цілому в Україні формування ринкового середовища й інфраструктури руху акцій також здійснювалося досить активно, але мало свої проблеми та суперечності. Фондовий ринок, де обертаються акції відкритих акціонерних товариств, являє собою складну систему, в якій взаємодіють емітенти та інвестори, інші інститути та суб'єкти – фондові біржі, торговці цінними паперами, депозитарії та реєстратори, клірингові установи.

Формування первинного ринку в Україні відбувалося стихійно, підприємства самі реалізовували власні акції трудовому колективу і проводили підписку бажаючих вкласти свої приватизаційні сертифікати в їх підприємство. На перших етапах практично не були задіяні суттєві елементи фондового ринку – торговці цінними паперами, реєстратори тощо.

Важливу роль у формуванні організованого ринку цінних паперів відіграло створення у жовтні 1991 р. Української фондової біржі. Розвиток біржової справи продовжувався, і вже сьогодні в Україні діє 9 фондових бірж: Фондова біржа “ІННЕКС” (раніше – Донецька фондова біржа), Київська міжнародна фондова біржа, Кримська фондова біржа, Придніпровська фондова біржа, Українська міжбанківська валютна біржа, Українська міжнародна фондова біржа, Українська фондова біржа, Луганська фондова біржа та Біржа ПФТС. До речі, біржа ПФТС донедавна мала статус торговельно-

⁵ Стенограма інтерв'ю заступника Міністра фінансів України Сергія Макацарія від 16.11.2006. – www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=65175.

інформаційної системи і лише у червні 2006 р. Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку України видала ПФТС ліцензію біржі.

Торги цінними паперами здійснюються також у фондових відділеннях бірж. Слід визнати, що ці торги є обмеженими внаслідок низки факторів, пов'язаних з особливостями розвитку і сучасного стану ринку цінних паперів в Україні.

Позабіржова система обігу цінних паперів також почала формуватися в Україні у 90-ті рр. ХХ ст. після створення офіційної позабіржової фондової торговельної системи. Її активний розвиток припав на кінець 1990-х рр. На сьогодні функціонує дві торговельно-інформаційні системи: Південноукраїнська торговельно-інформаційна система та торговельно-інформаційна система “Перспектива”.

У висновку слід зауважити, що акціонерний сектор України не є чимось сталим, і в середині нього відбуваються зміни форм акціонерного капіталу. Це стосується перетворення закритих акціонерних товариств у відкриті і, навпаки, залежно від намірів акціонерів, які мають контроль у цих фірмах. Але такі переміщення не дають реального зростання акціонерного капіталу, а лише обумовлюють його перерозподіл і концентрацію контролю.

Таким чином, для першого шляху – перетворення державної власності в акціонерну – є характерним директивний, примусовий характер. Для другого і третього випадків властиві економічні стимули і, як правило, започаткування таких акціонерних товариств формально не відрізняється від шляхів створення публічних компаній за кордоном. Головною особливістю формування акціонерного капіталу в Україні є те, що значна його частина виникла на існуючих підприємствах і випуск акцій відображав лише перерозподіл існуючих фондів підприємств. Перерозподілу підлягали вже існуючі капітали, що не дало жодного інвестиційного ефекту, а натомість ускладнило управління новоствореними акціонерними товариствами через брак досвіду керівництва ними та відсутність необхідного законодавчого підґрунтя.

Література

1. *Гончарова Н.* Особливості правового становища відкритих акціонерних товариств, створених у процесі приватизації // *Право України.* – 2004. – № 2. – С. 49–54.
2. *Птащенко Л. О.* Етапи трансформації власності в Україні та проблеми регулювання діяльності акціонерних товариств // *Формування ринкових відносин в Україні: Зб. наук. пр.* – К., 2002. – Вип. 16. – С. 22–26.