

**Денисенко О. М.,**

аспірант Науково-дослідного фінансового інституту  
Академії фінансового управління Міністерства фінансів України

## **ОСОБЛИВОСТІ ПРИВАТИЗАЦІЇ В ПОЛЬЩІ, УКРАЇНІ ТА РОСІЇ ТА ЇХ ВПЛИВ НА ФОНДОВИЙ РИНОК**

*Проаналізовано політику приватизації державного майна в Польщі, Україні й Росії та означено її взаємозв'язок з формуванням ринку цінних паперів.*

Ключові слова: приватизація, фондовий ринок, інвестиції.

Останнє десятиліття ХХ ст. стало базою виникнення нового напрямку економічної науки – вивчення особливостей переходу багатьох країн Центральної та Східної Європи та країн колишнього СРСР до принципово відмінної системи економічного життя – ринкової економіки. Нові інституції, що сформувалися за ринкової економіки, кардинально змінювали обличчя економічного життя країни. Фондовий ринок як нове явище для постсоціалістичних країн має різне значення для економіки: наприклад, у Польщі він став одним з потужних джерел залучення інвестицій до реального сектору економіки, а в Україні залишається спекулятивним та вкрай волатильним. На думку автора, однією з причин такого становища є політика приватизації, що була проведена на початку 90-х років ХХ ст.

Проблеми розвитку фондового ринку в постсоціалістичних економіках досліджують такі вітчизняні та зарубіжні науковці, як А. Гальчинський, В. Геєць, М. Денисенко, А. Анікін, М. Баранов, Є. Гайдар, В. Колодко, Є. Краснікова та ін.

Метою статті є аналіз впливу приватизаційних процесів на формування ринку цінних паперів на прикладі Польщі, України та Росії. Вибір цих країн зумовлений схожістю початкових умов для формування ринку цінних паперів (соціалістичний характер планової економіки), величиною економіки (три найбільші за ВВП країни “соціалістичного табору”), але водночас різними результатами становлення та розвитку цього ринку.

Філософією переходу до ринкового механізму економічного життя була зміна відносин власності – без зміни форми власності суб'єктів господарювання зародження ринкової економіки є неможливим, оскільки постулатами її існування є приватна власність та вільна конкуренція.

Приватизація державної власності у вигляді тотального роздержавлення і переходу до засад ринкового функціонування суб'єктів економічного життя є безпрецедентним явищем в історії. Такого масштабного системного переходу від планової економіки до ринкової, що водночас відбувався на теренах постсоціалістичних країн, економічна теорія не передбачала, а тому вакуум знань і методів проведення приватизації та масштабної зміни власників підприємств відбувся суттєвим зниженням рівня виробництва, а відтак і погіршенням умов життя населення.

Політика приватизації сприяє розвитку ринку цінних паперів. Фондовий ринок мав стати одним з елементів системи трансформації планової економіки в соціально орієнтовану ринкову економіку. За своєю суттю він мав би перетворитися на місце акумулювання та перерозподілу грошових коштів для подальшого їх інвестування в розвиток реального сектору ринкової економіки. Поява фондового ринку мала стати одним із основних елементів проведення політики роздержавлення підприємств та переходу їх до функціонування на засадах ринкової конкуренції. Однак ринок цінних паперів відігравав не однакову роль під час приватизаційних процесів у Польщі, Україні та Росії.

У Польщі на початковому етапі ринкових відносин підлягали приватизації середні та великі підприємства. Методами приватизації були прямий продаж та/або банкрутство. Правила регулювання випуску цінних паперів та їх обігу на вторинному ринку були розроблені з урахуванням нормативів розвинутих країн. Обраний шлях приватизації надає для розвитку фондового ринку кілька позитивних сигналів:

- інвестори (особливо іноземні) більш зацікавлені в інвестуванні потужних промислових підприємств, оскільки вони мають налагоджений промисловий цикл, розгалужені економічні зв'язки. Середні та великі підприємства у всьому світі відіграють ключову роль на фондовому ринку, виступаючи як емітенти цінних паперів;
- приплив іноземного капіталу в країну можливий лише за умови зрозумілих для інвесторів “правил гри” – Польща заздалегідь потурбувалася про цей аспект, розробляючи своє законодавство згідно з міжнародними нормами та створюючи фондовий ринок на основі кращих міжнародних зразків, зокрема, прототипом Варшавської фондової біржі стала біржа у Ліоні, а Національний депозитарій Польщі створений на основі французької моделі.

Крім того, Польща активно впроваджувала заходи активізації внутрішніх джерел капіталу та інвестування внутрішніх ресурсів через механізм фондового ринку в реальний сектор економіки: налагоджено механізм розкриття інформації про стан емітентів, розроблені та діють програми освіти населення (загальнодоступною є література з питань фондового ринку, діє спеціалізований інформаційний центр при Комісії з цінних паперів та бірж, діє інтернет-сторінка з відповідями на всі питання, що виникають у громадян стосовно діяльності ринку цінних паперів), значного поширення набули інститути спільного інвестування, приватні пенсійні фонди (у Польщі діє дворівнева пенсійна система), страхові фонди тощо.

У результаті проведених реформ суттєво зросли обсяги ринку цінних паперів. Основні його характеристики подані у табл. 1.

Слід зазначити, що з часу заснування фондовий ринок Польщі став потужним джерелом отримання іноземних інвестицій в компанії, які мають лістинг на Варшавській фондовій біржі – основному фондовому майданчику Польщі. Нетто-приплив іноземного капіталу в акції (показник № 5) за 1991–2010 рр. становив 12,4 млрд дол. США, що позитивно відбилася на таких характеристиках ринку, як ліквідність, здатність отримувати дешевий

Таблиця 1

## Основні показники ринку цінних паперів Польщі

№ з/п	Показник	1991	1995	2000	2005	2010	Усього за 1991–2010 рр.
1	Капіталізація, <i>млн дол. США</i>	144	4 564	31 279	93 873	190 235	–
2	Кількість емітентів, що мають лістинг на Варшавській фондовій біржі (ВФБ)	9	65	225	248	569	–
3	Відношення капіталізації ВФБ до ВВП, %	0,19	3,28	18,26	30,89	40,60	–
4	Прямі іноземні інвестиції (ПІІ) в економіку, <i>млн дол. США</i>	291	3 659	9 343	10 309	9 056	158 644
5	Приплив іноземних інвестицій (ПІА) в акції, <i>млн дол. США</i>	0	219	447	1 333	7 822	12 433
6	Відношення ПІА до ПІІ, %	0	6	4,8	12,9	86,4	7,8

Джерело: World Bank Group [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/country/poland>.

фінансовий ресурс для розвитку підприємства. Іноземні інвестиції в акції мають сталу динаміку збільшення як у кількісному вимірі (показник № 5), так і в якісному обчисленні щодо прямих іноземних інвестицій в економіку (показник № 6). Така тенденція свідчить про розвинутість польського фондового ринку і його здатність залучати іноземні інвестиції в економіку країни. За результатами 2010 р. надходження в акції компаній, що мають лістинг на ВФБ, становили 86,4 % суми прямих іноземних інвестицій, а отже, були реальною альтернативою прямим іноземним інвестиціям, що, безумовно, диверсифікує канали надходження валюти в країну та розширює базу інвестування для Польщі. Такий результат став можливим унаслідок системної політики польського уряду щодо формування та розвитку національного фондового ринку.

Держава є основним акціонером Варшавської фондової біржі (до 2010 р. вона володіла 100 % акцій ВФБ, у 2010 р. була проведена процедура IPO, але держава зберегла за собою 51,4 % голосуючих акцій)<sup>1</sup>, яка у свою чергу стає потужним джерелом надходження інвестицій до реального сектору економіки: за 2004–2011 рр. було проведено 615 IPO<sup>2</sup>, лише за III кв. 2011 р. їх кількість становила 161, або 45,7 % загальноєвропейської кількості IPO.

З введенням у 2007 р. профільного майданчика (New Connect) для нових підприємств ВФБ стала потужним важелем для залучення коштів, фінансування start-up проектів, розвитку венчурного інвестування, внутрішнього фінансового ринку. Невеликі компанії можуть отримати недорогі фінансові ресурси (вартість виходу на майданчик New Connect оцінюється приблизно в 5 % від суми залучених коштів).

Крім того, фондовий майданчик ВФБ має розвинуту інфраструктуру інвестиційно-фінансових інструментів (окрім ринку акцій працюють облігаційний сектор, ринки похідних інструментів: ф'ючерсів та опціонів, майданчик для нових та високотехнологічних компаній New Connect, ринок Catalyst, на якому котируються боргові інструменти корпоративного та муніципального секторів). ВФБ розвивається також і в напрямі товарних ринків (з грудня 2010 р. працює ринок POEE – ринок торгівлі електроенергією)<sup>3</sup>.

Підвищені стандарти розвитку ринку опосередковано підтверджуються високим рівнем якості статистичної інформації: на ВФБ розраховується шість різноманітних індексів (WIG20, WIG40, WIG80, WIG, TechWIG, WIG-PL), загальнодоступною є інформація про кожного емітента, стан та діяльність емітентів та біржі в цілому, відкритість і високі стандарти управління – норма для польських емітентів та інвесторів.

---

<sup>1</sup> Ежегодник Варшавской фондовой биржи 2011: статистические данные за 2010 год. – Варшава : Badog, 2011. – С. 9.

<sup>2</sup> PwC UK: Building Relationships, Creating Value [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pwc.co.uk/eng/publications>.

<sup>3</sup> Ежегодник Варшавской фондовой биржи 2011: статистические данные за 2010 год. – Варшава : Badog, 2011. – С. 12.

Підсумовуючи викладене, виокремимо основні риси польського фондового ринку:

1. Поштовхом для розвитку фондового ринку Польщі стала активна політика держави у сфері створення цього ринку, особливо у сфері приватизації. Першочергова приватизація середніх і великих підприємств шляхом прямого продажу та/або банкрутства сприяла їх подальшому виходу на фондовий ринок, оскільки не відбувалося розпорошення власності серед населення (як сталося в результаті популістського характеру приватизації в Україні та Росії). Наслідком цього була велика кількість емітентів, що мають котирування на ВФБ – основному фондовому майданчику країни.
2. Сектор малих високотехнологічних підприємств має змогу отримати інвестиційний ресурс на ефективному ринку при ВФБ – New Connect, наслідком чого є розвиток первинного ринку акцій через механізм масового проведення процедури IPO, отримання інвестицій у реальний сектор економіки, подальший розвиток вторинного ринку та основного майданчика ВФБ після зростання компаній та досягнення нормативів основного майданчика ВФБ.
3. Міжнародний характер фондового ринку Польщі, внаслідок чого відбувається приплив іноземного капіталу в акції вітчизняних та зарубіжних компаній (процедуру лістингу пройшли 40 іноземних компаній, питома вага у капіталізації становить 30 %), що мають котирування на ВФБ, збільшення капіталізації та ліквідності ринку, загальне підвищення престижу ВФБ та Польщі на світовій арені.
4. Розвинута інфраструктура ринку. При цьому маємо великий вибір фінансових інструментів та інвестиційних можливостей, зосереджений на одному майданчику, що концентрує вільний капітал на ВФБ та дає змогу інвестувати його в реальний сектор економіки.
5. Висока питома вага участі вітчизняних приватних інвесторів на ринку безпосередньо (у 2010 р.: 19 % обороту ринку акцій, 50 % в обороті ринку ф'ючерсів, 60 % обороту ринку опціонів)<sup>4</sup> та опосередковано через фінансові компанії (банки, інвестиційні та пенсійні фонди, страхові компанії тощо), внаслідок чого відбувається збільшення ліквідності, отримання “довгих” фінансових ресурсів, диверсифікація ризиків.

За оцінкою Європейського банку реконструкції та розвитку, в секторі фондового ринку та небанківських фінансових організацій Польща в 2010 р. отримала бал “4” за максимально можливого “4+”. Оцінка “4” означає, що закони і норми регулювання майже відповідають нормам IOSCO, наявні висока ліквідність і капіталізація ринку, нормальне функціонування небанківських фінансових установ та ефективне регулювання<sup>5</sup>.

Приватизацію в Росії та Україні проводили за принципово схожим сценарієм – масова участь населення в роздержавленні підприємств через

<sup>4</sup> Ежегодник Варшавской фондовой биржи 2011: статистические данные за 2010 год. – Варшава : Vadog, 2011. – С. 136.

<sup>5</sup> European Bank for Reconstruction and Development [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ebrd.com/russian/downloads/research/transition/tr10r.pdf>.

механізми ваучерної приватизації. Порівняльна характеристика проведення приватизації на початковому етапі (1991–1997 рр.) у Росії, Україні та Польщі наведена в табл. 2.

Лише Польща під час проведення приватизації використовувала фондовий ринок для роздержавлення підприємств. Спочатку пройшла приватизація великих і середніх підприємств серед інвесторів (навіть якщо серед них була і велика частина персоналу та керівництва об'єктів, що приватизуються), а лише згодом (на другому етапі – з кінця 1996 р.) розпочався процес масової приватизації через створення Національних інвестиційних фондів, яким у відання передавалися акції державних підприємств. Політика фондів спрямовувалася на здорожчання власних активів, причому акції самих фондів мали право котируватися на фондовому ринку, що додатково стимулювало приплив капіталу на ринок.

Україна і Росія пішли принципово іншим шляхом, масово приватизуючи підприємства через ваучери, які видавалися кожному дорослому громадянину країни. Ні населення, ні фінансові ринки не мали змоги “перетравити” такий великий обсяг цінних паперів.

Найпотужніший внутрішній ресурс у вигляді грошових вкладів населення в Ощадбанку СРСР, що становив на кінець 1990 р. 381,4 млрд радянських карбованців (Україна – 84,3 млрд крб, або 22,1 % від всесоюзного показника, Росія – 216,4 млрд крб, або 56,8 %<sup>6</sup> було втрачено внаслідок лібералізації цін та стрімкого розвитку інфляції на початку 90-х років ХХ ст.

Т а б л и ц я 2

**Моделі та методи приватизації в Польщі, Україні та Росії**

Країна	Базова модель	Методи приватизації	
		Основний	Допоміжні
Польща	Немає, з липня 1990 р. – “капітальна”: прямий продаж стратегічному інвестору або публічна пропозиція на фондовому ринку	Викуп підприємства персоналом та/або адміністрацією	Прямий продаж підприємства, продаж аутсайдерам підприємства, масова приватизація (з кінця 1996 р.)
Україна	Масова приватизація з рівними правами доступу всіх громадян до підприємств, що приватизуються	Масова приватизація з вільним доступом будь-якого громадянина	Викуп підприємства інсайдерами
Росія	Масова приватизація з акцентом на продаж інсайдерам підприємства (керівництво та персонал)	Масова приватизація зі значними пільгами інсайдерам підприємства	Продаж аутсайдерам, викуп підприємства інсайдерами

Джерело: Очерки экономической политики посткоммунистической России (1991–1997) / под ред. Е. Гайдара. – М. : ИЭПП, 1998. – С. 413–418.

<sup>6</sup> Народное хозяйство СССР в 1990 г. : стат. ежегодник. – М. : Финансы и статистика, 1991. – С. 48.

Величезною проблемою для фінансових ринків став брак грошей через невисокий рівень монетизації економіки (табл. 3).

Таблиця 3

## Рівень монетизації економіки в Польщі, Україні та Росії, %

Країна	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Польща	35,9	36,7	30,9	33,2	34,8	37,2	40,4	40,4
Україна	32,5	26,7	12,6	11,1	13,3	15,0	16,6	18,5
Росія	19,0	16,0	15,5	14,4	16,0	17,3	14,8	15,8

Джерело: European Bank for Reconstruction and Development [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/macrodata/sei.xls>.

Пік масової приватизації в Росії та Україні (1992–1996 рр.) припав на пік економічного падіння та одночасне кризове зниження рівня монетизації. Фондовий ринок у цей час просто не мав ресурсів для інвестування в економіку, перетворившись на місце перерозподілу прав власності. Відсутність “живих коштів” спричинила поширення натуралізації економіки, її бартеризацію, появу грошових сурогатів. Проведення в цей час масової приватизації сприяло лише здешевленню цінних паперів та їх масовому перерозподілу.

Крім того, масова приватизація в постсоціалістичних країнах мала багато проблем:

- відсутність капіталу в населення (акумуляовані збереження);
- незадовільна оцінка і ціна об’єктів, що приватизуються;
- складна адаптація державних (по суті, планових) підприємств до ринкових умов;
- реструктуризація багатьох підприємств, подрібнення цілісних майнових комплексів<sup>7</sup>;
- велика частка участі кримінальних структур.

В Україні сформувалася великозерниста структура власності на великих підприємствах. Автором була проаналізована структура власності на 25 найбільших підприємствах України, що мають котирування на фондовому майданчику ПФТС, 20 з яких формують індекс ПФТС<sup>8</sup>. На початку 2000-х років середній розмір пакета акцій серед власників більше ніж 10 % акцій зазначених підприємств дорівнював 31,93 %, середнє значення найбільшого

<sup>7</sup> Козлов Н. Б. Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах / Н. Б. Козлов. – М. : ИМЭПИ РАН, 2002. – С. 163.

<sup>8</sup> До складу індексного кошика ПФТС входять акції таких підприємств: Алчевський металургійний комбінат, Авдіївський коксохімічний завод, Азовсталь, Райффайзен Банк Аваль, Центренерго, Дніпроенерго, Донбасенерго, Єнакіївський металургійний завод, Крюківський вагонобудівний завод, ВАТ “Мотор Січ”, Маріупольський завод важкого машинобудування, Нижньодніпровський трубопрокатний завод, Полтавський ГЗК, ПАТ “Концерн Стирол”, Стахановський вагонобудівний завод, Укрнафта, Укрсоцбанк, Укртелеком, Ясинівський коксохімічний завод, Західенерго.

пакета акцій серед акціонерів становило 49,84 %. Тенденція до концентрації власності на підприємствах впродовж першого десятиліття XXI ст. тривала. Середнє значення розміру пакета акцій власників істотної участі станом на 2011 р. збільшилося до 41,66 %, середній найбільший пакет – до 60,88 %<sup>9</sup>.

Для фондового ринку підвищення концентрації власності має суттєве значення принаймні з таких причин:

1. Занадто високий рівень концентрації власності гальмує розвиток фондового ринку: незначна кількість емісій пояснюється, зокрема, тим, що нові емісії послаблюють контроль акціонерів над підприємством, “розмиваючи” їх частку в капіталі. Водночас нові емісії стимулюють розкриття всього спектра фінансової та управлінської звітності, що в реаліях українського бізнесу негативно сприймається власниками підприємств.
2. На ринку формується низький рівень вільного обігу акцій (free float), що посилює можливість спекулятивних атак (менший капітал необхідний для розбалансування курсу певної акції або навіть усього ринку), а також не сприяє припливу капіталу в акціонерний капітал та реальний сектор економіки.
3. Занадто високий рівень концентрації власності не сприяє підвищенню якості корпоративного управління, знижується привабливість емітентів та всього ринку.

Процес концентрації власності характерний не тільки для України, а й для Росії<sup>10</sup> та інших постсоціалістичних країн.

Як результат – відсутність зв'язку з реальним сектором економіки: вкладення в основний капітал коштів, отриманих від емісії облігацій та акцій у Росії за останні п'ять років не перевищували 1 % загального обсягу вкладень<sup>11</sup>. В Україні така статистика не ведеться, однак та, що представлена Державною службою статистики, підтверджує висновки про слабкий зв'язок основного капіталу підприємств та фондового ринку: серед джерел поповнення основного капіталу українських підприємств 55,7 % – власні кошти підприємств; 13,8 % – кошти населення на будівництво власних квартир та індивідуального житла; 13,7 % – кредити банків та інші позики; 9,2 % – кошти державного та місцевих бюджетів; 5,3 % – інші джерела; 2,3 % – кошти інвестиційних фондів<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup> Розрахунки на основі інформації Державної установи “Агенція з розвитку інфраструктури фондового ринку” [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://smida.gov.ua>.

<sup>10</sup> Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России. Экономический рост 2000–2007 / под ред. Е. Гайдара. – М. : Дело, 2008. – 1328 с.

<sup>11</sup> Федеральная служба государственной статистики Российской Федерации [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat/rosstatsite/main/database/cbsd>.

<sup>12</sup> Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.



Фондовий ринок України практично не відіграє ролі в процесах становлення реальної економіки, а також економічного зростання останніх років, а відтак має спекулятивний характер. Кошти від облігаційних позик та розміщення акцій не є інструментом інвестиційного характеру.

Отже, можна зробити такі висновки.

1. Формування ринку цінних паперів в умовах трансформування соціалістичної економіки в ринкову є вкрай складним завданням, оскільки супроводжується тотальною зміною форми власності у більшості суб'єктів господарювання. Політика приватизації на початковому етапі суттєво впливає на розвиток ринку цінних паперів. Обрана стратегія приватизації окреслює головні ознаки фондового ринку та надає поштовх для його розвитку в певному напрямі. На прикладі Польщі, з одного боку, та Росії і України, з другого, досліджено взаємозв'язок між політикою приватизації та розвитком фондового ринку, означено проблеми у проведенні приватизації і ролі фондового ринку в цьому процесі.
2. Проблеми корпоративного управління та концентрації власності (особливо в Україні та Росії) безпосередньо впливають на стан фондового ринку. Становлення внаслідок приватизації в Росії та Україні "великозернистої" системи власності на найбільших підприємствах, що є основними емітентами цінних паперів, не сприяє розвитку первинного та вторинного ринків, оскільки не стимулює додаткових емісій акцій та припливу капіталу в реальний сектор економіки, особливо в статутні капітали товариств.
3. Фондовий ринок в Росії та Україні не виконує основних функцій — акумулювання та перерозподілу тимчасово вільних коштів та їх інвестування в реальний сектор економіки. Водночас Польща досягла помітніших успіхів у цій сфері, залучаючи на свій ринок, окрім вітчизняного, велику кількість іноземного капіталу, що інвестується в реальний сектор економіки через механізми емісії акцій та облігацій.
4. Роль держави на початкових етапах створення та функціонування ринку цінних паперів в Україні зводилася лише до формування інфраструктури (здебільшого наглядових органів) та занижувалася. Правильна стратегія та активна роль держави у функціонуванні економічної системи загалом та фондового ринку зокрема є необхідною умовою економічного зростання.