
I. ФУНКЦІОНУВАННЯ ЕКОНОМІЧНОЇ СИСТЕМИ

УДК 334.722.8:316.234.2

ІНСТИТУЦІЙНЕ СЕРЕДОВИЩЕ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РОЗВИТКУ АКЦІОНЕРНОГО СЕКТОРА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

В. О. ШАПОВАЛОВ, кандидат економічних наук
(Вищий навчальний заклад Укоопспілки
«Полтавський університет економіки і торгівлі»)

Анотація. У сучасних умовах усе більше уваги приділяється впливу інституційних чинників на розвиток економіки. При цьому вагома роль відводиться інституційному середовищу діяльності акціонерних товариств, удосконалення якого є необхідною умовою ефективного функціонування акціонерного сектора. Мета статті – дослідити вплив наявного інституційного середовища на інвестиційні можливості акціонерного сектора. Визначено інституційні передумови формування акціонерного сектора України, досліджено його сучасний стан, вплив законодавства на інвестиційні можливості акціонерних товариств. Подальший розвиток акціонерного сектора України можливий за рахунок адекватних змін інституційного середовища, яке буде стимулювати інвестиційні процеси на ринку цінних паперів.

Ключові слова: акціонерні товариства, акціонерний сектор, ринок акцій, інституційне середовище.

В умовах поглиблення процесів глобалізації особливої актуальності набуває проблема підвищення конкурентоспроможності національної економіки. Її розв'язання пов'язане із активізацією інноваційно-інвестиційної діяльності суб'єктів господарювання та зростанням ролі у цих процесах акціонерного сектора. Саме акціонерний сектор здатний швидко концентрувати фінансові ресурси, які необхідні для удосконалення структури виробництва та забезпечення стійкого економічного зростання національної економіки. Але підпри-

ємства акціонерного сектора України на сьогодні переважно перебувають у критичному стані, про що свідчить низький рівень конкурентоспроможності їх продукції, спрацьованість і технічна застарілість основного капіталу, значні суми заборгованості та збиткова діяльність. Водночас механізми інноваційно-інвестиційного розвитку будуть працювати лише за наявності певного набору норм і правил, які визначають інституційне середовище господарської діяльності економічних суб'єктів.

З початку формування акціонерного сектора України проблеми його інвестиційного розвитку є об'єктом наукового інтересу вітчизняних науковців. Серед найбільш ґрунтовних наукових розробок останніх років привертають увагу публікації, в яких досліджується вплив інституційного середовища на діяльність акціонерних товариств. У цьому напрямі доцільно відмітити праці Н. А. Супрун, О. В. Носової, А. В. Сірка, О. В. Тарасенко, І. В. Шкодінної, С. В. Герасимової та інших науковців. Разом із тим більшість досліджень спрямовані на вивчення інститутів корпоративного управління, механізмів усунення протиріч між акціонерами та менеджментом компаній.

Мета статті полягає у виявленні впливу наявного інституційного середовища акціонерного сектора на його інвестиційні можливості.

Інституційне середовище, відповідно до термінології, запропонував Л. Девіс і Д. Норт [1, с. 6], це правила гри, що визначають контекст, у якому здійснюється економічна діяльність. Вона складається з базових політичних, соціальних і правових норм, що утворюють основу виробництва, обміну та розподілу. Отже, інституційне середовище становлять такі «правила гри», які задають загальні обмеження для всіх зокрема правила, що задають можливі форми організації та контролю господарської діяльності.

Акціонерний сектор сучасного ринкового господарства являє собою складну системно-структурну цілісність із іманентними йому функціями. Цілісність акціонерного сектора полягає у тому, що зміна структури, зв'язків або поведінки одного із його елементів впливає на інші, змінюючи при цьому систему загалом. Ієрархічність як загальносистемна властивість акціонерного сектора означає, що він, по-перше, складається з багаторівневих підсистем, по-друге, включається в систему більш високого рангу – національну економіку. Сформований акціонерний сектор економіки включає в себе розвинену інституційну структуру, що складається з упорядкованого набору внутрішніх і зовнішніх інститутів. Взаємодія цих інститутів, їх зв'язок між собою, а також система організації акціонерних відносин визначають інституційне середовище акціонер-

ного сектора. Розвинене інституційне середовище сприяє досягненню балансу інтересів суб'єктів акціонерних відносин, підвищенню економічної безпеки акціонерного сектора, створює передумови для ефективного відтворення акціонерного капіталу. У цьому аспекті акціонерний сектор економіки України досі перебуває в процесі свого формування.

Інституційною особливістю формування акціонерного сектора економіки України, як і в багатьох країнах пострадянського простору, став ідеологічний імператив, який визначив необхідність прискореного розвитку ринкового господарства. Процеси роздержавлення і приватизації, становлення змішаної економіки з приватним сектором стали вихідними елементами в розгортанні ринкових принципів господарювання та реалізації нових мотивів і стимулів економічного розвитку. Трансформація власності, зміна організаційно-правової форми підприємств, безсумнівно, сприяли певним позитивним зрушенням у поведінці господарюючих суб'єктів, але переважно у сфері дрібного й середнього бізнесу. Найбільш проблемним у цьому контексті виявився акціонерний сектор.

Вже на перших етапах становлення акціонерного сектора його об'єктивним обмежувачем стала нерозвиненість елементів інституційного середовища. В Україні відбулося механічне перенесення акціонерної форми власності в неринкове середовище, що зумовило застосування нестандартних типів поведінки акціонованих підприємств, невластивих приватним компаніям, які використовують стратегію створення стимулів і підвищення зацікавленості власників у ефективному господарюванні. Акціонерні товариства, як і в багатьох країнах пострадянського простору, створювалися на базі державних підприємств, приватизація яких надалі створила умови для масштабного перерозподілу акціонерної власності. До основних факторів, що негативно вплинули на процеси формування акціонерного сектора України, в слід зарахувати недостатню підготовленість структурних елементів національної економіки до використання акціонерних форм господарювання; недосконалість законодавчої бази з питань акціону-

вання; недостатній рівень розвитку ринкових інститутів щодо забезпечення процесів становлення акціонерних товариств.

Наразі інституційне середовище акціонерного сектора України лише ззовні відповідає тим характеристикам, що властиві розвиненим країнам світу. Однак її дієвість і ефективність залишається на досить низькому рівні. Наявне макросередовище та нормативно-правова база, недієвість внутрішніх інструментів корпоративного управління, нерозвиненість фондового ринку недостатньо сприяють нагромадженню акціонерного капіталу та не створюють умови для ефективного господарювання більшості акціонерних товариств. Недосконалість законодавчих норм і значна асиметрія інформаційного середовища, неефективність фондового ринку, депозитарної та реєстраторської систем, інститутів фінан-

сового посередництва і захисту прав власності призвели до того, що процеси інвестування в акціонерному секторі України залишаються на досить низькому рівні, а акціонерні товариства не повною мірою використовують переваги своєї організаційно-правової форми.

На сьогодні акціонерний сектор України структурований за багатьма ознаками: видами й характером господарської діяльності, способом створення, структурою власності, наявністю в пакеті акцій частки державного майна. Акціонерний сектор представлений акціонерними банками, страховими компаніями, інвестиційними фондами, фондовими біржами, акціонерними товариствами промисловості, сільського господарства, будівництва, торгівлі та інших галузей національної економіки. У табл. 1 наводяться кількісні параметри акціонерного сектора України.

Таблиця 1

Кількісні параметри акціонерного сектора України

Показник	Рік				
	2010	2011	2012	2013	2014
Кількість акціонерних товариств (на кінець року), тис. од.	28,62	26,63	25,27	24,49	22,85
Обсяг зареєстрованих випусків акцій, млрд грн	40,59	58,16	15,84	64,23	144,35
Обсяг зареєстрованих випусків акцій (накопичувальним підсумком), млрд грн	433,74	491,9	507,74	571,97	716,32
Співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП, %	15,87	13,66	19,66	21,43	29,21
Обсяг торгів акціями на ринку цінних паперів, млрд грн	556,25	637,06	590,0	171,1	415,5
Частка обсягу торгів акціями на ринку цінних паперів, %	36,09	29,34	23,31	10,2	17,82
Частка обсягу торгів акціями на біржовому ринку, %	7,87	10,78	3,65	26,25	6,26

Джерело: складено на основі [4].

Останнім часом в Україні спостерігається тенденція до зменшення загальної кількості акціонерних товариств. Така динаміка частково зумовлена процесами ліквідації збанкрутих товариств. Але, крім цього, відбувається також реорганізація існуючих акціонерних товариств в інші організаційно-правові форми – переважно в товариства з обмеженою відповідальністю. Це є прямим наслідком прийняття

в 2008 р. Закону України «Про акціонерні товариства». Він передбачає поділ акціонерних товариств на публічні та приватні (до цього – відкриті й закриті), при цьому для приватних товариств встановлено обмеження максимальної кількості акціонерів – 100 осіб. Діючі підприємства повинні урегулювати свою діяльність відповідно до вимог нового закону (кількість акціонерів, мінімальний розмір ста-

тутного капіталу, необхідність перебувати в системі біржової торгівлі). Ці вимоги зумовили зміну організаційно-правової форми ряду акціонерних товариств.

Слід також приділити увагу стану фондового ринку України, оскільки наразі його можливості обмежені щодо залучення інвестиційних ресурсів у реальний сектор економіки. Зокрема, за даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, сума інвестицій, залучених за допомогою ринку цінних паперів, 2014 р. становила 29,01 млрд грн, що значно менше від величини довгострокового кредитування (44,19 млрд грн) [4].

Що стосується стану ринку акцій, то 2014 р. у порівнянні з попередніми періодами, він демонструє певне поживлення своєї активності, після різкого спаду 2012 р. Основним фактором зниження емісійної діяльності на той час стало скорочення участі іноземних банківських інвесторів у капіталі ряду комерційних банків України. 2014 р. найбільші обсяги випусків акцій, які зареєструвала Комісія, належали емітентам, основними видами економічної діяльності яких були професійна, наукова та технічна діяльність (73,36 % від загального обсягу), а також фінансова та страхова діяльність (25,22 %). Загальний обсяг емісії акцій 2014 р. становив 144,35 млрд грн. Але потрібно зауважити, що таке різке зростання відбулось за рахунок реорганізації ПАТ «НАК «Нафтогаз України» та його докапіталізації урядом на суму 104,6 млрд грн [4].

Відмінною рисою українського ринку цінних паперів є факт значного перевищення позабіржової торгівлі. Регулятор відзначає, фондовий ринок 2014 р. характеризувався досить низькою активністю біржового сегмента, хоча його частка поступово зростає (2014 р. вона становила 26,59 % проти 10,72 % 2010 р.). Але таку позитивну динаміку слід оцінювати досить обережно. По-перше, у структурі торгів переважають операції з державними облігаціями (88,07 %). По-друге, частка торгів акціями на всіх фондових біржах України становила лише 6,26 % загального обсягу торгів акціями. По-третє, домінує вторинний ринок, питома вага якого становить 96,88 %. Незважаючи на те, що в країні налічується 10 фондових бірж,

загальна капіталізація лістингових компаній наприкінці 2014 р. становила 457,61 млрд грн, що у відношенні до ВВП – 29,21 % [4].

Незначні обсяги організованого ринку цінних паперів знижують його відкритість, ліквідність та інвестиційну ефективність. Недостатність організованого ринку цінних паперів деформують механізми ціноутворення, сприяють розвитку тінювих схем купівлі-продажу цінних паперів, позбавляють міноритарних акціонерів можливості реалізувати фінансові активи за ринковими цінами. Внаслідок цього національна економіка не отримує необхідні інвестиційні ресурси. Слід підкреслити, що оцінка капіталізації фондового ринку є оцінкою ємності виключно організованого ринку. Тому, без усунення диспропорції між обсягами організованого і неорганізованого сегмента торгівлі цінними паперами, оцінка капіталізації фондового ринку є статистично недосконалою і епізодичною.

Нерозвиненість інвестиційних механізмів фондового ринку України багато в чому пояснюється недосконалістю нормативно-правової бази, що регулює діяльність акціонерних товариств. Ідеться про окремі положення Закону України «Про акціонерні товариства» (далі Закон). Розглянемо найбільш суперечливі аспекти цього Закону з позицій забезпечення інвестиційних процесів у національній економіці.

Законом визначено, що публічні акціонерні товариства можуть здійснювати відкриту і приватну емісію акцій, тоді як приватні товариства – тільки приватне розміщення цінних паперів. Оскільки більшість акціонерних товариств України є саме закритими структурами, залучення капіталу в такі товариства обмежується фінансовими можливостями діючих акціонерів. Окрім того, акціонери приватних товариств мають переважне право на придбання акцій, що також не завжди стимулює прихід нових інвесторів. Тому з метою стимулювання фондового ринку доцільно взагалі відмовитися від інституту приватних акціонерних товариств.

Згідно із Законом публічне акціонерне товариство зобов'язане здійснити процедуру лістингу та залишатись у біржовому реєстрі,

принаймні однієї фондової біржі. Проте значна кількість товариств не відповідають установленим критеріям лістингу, оскільки здебільшого представляють дрібні та середні підприємства. Тому не дивно, що в біржовому реєстрі I і II рівнів лістингу 2014 р. налічувалося всього лише 182 акцій, а частка позалістингових цінних паперів становила 90,47 % [4].

Вважаємо, що включення акцій у біржові лістингові списки доцільно здійснювати шляхом рейтингової оцінки акціонерних товариств, що враховує найважливіші параметри фінансово-господарської діяльності підприємств: прибутковість, рентабельність, ділову активність, ліквідність і фінансову стійкість, дотримання принципів корпоративного управління.

Окремої уваги заслуговують норми Закону, що передбачають порядок визначення ринкової вартості емісійних цінних паперів акціонерного товариства. Так, згідно з п. 1. ст. 22, акціонерне товариство здійснює розміщення або продаж раніше викуплених акцій за цінами не нижче їх ринкової вартості. Але уже в п. 2 цієї ж статті заборонено емісію акцій за цінами, нижчими від номінальної вартості. Отже, існує очевидне протиріччя, оскільки ринкова вартість цінних паперів не є постійною величиною і часто може опускатися нижче від номіналу. Природно, що в такому випадку потенційний інвестор не буде зацікавлений у придбанні цінних паперів акціонерного товариства.

Ще однією нормою Закону, яка знижує інвестиційну функцію фондового ринку, на наш погляд, є положення щодо придбання контрольного пакета акцій третіми особами. Відомо, що контроль на підприємстві тісно пов'язаний із економічною реалізацією права власності на капітал. З одного боку, контроль є ключовим елементом у ринковому середовищі, що передбачає перерозподіл власності на користь більш ефективного власника. З іншого, контроль для самих власників означає отримання на підприємстві економічної влади і певного рівня самостійності в управлінні. У перерозподілі прав власності на користь ефективного власника зацікавлені всі учасники акціонерного сектора. Крім цього, придбання конт-

рольного пакета акцій в умовах нестабільного інституційного середовища є своєрідною формою захисту прав інвестора.

Закон приписує особам, у разі придбання ними пакета акцій 50 і більше відсотків, зобов'язання запропонувати усім акціонерам викупити їхні акції за ціною, що не нижча від ринкової вартості. Але положення цієї статті не поширюється на осіб, які уже є власниками контрольних пакетів. Слід зазначити, що це положення Закону має двозначний характер, з одного боку, забезпечує захист інтересів існуючих акціонерів, але з іншого – може мати і негативні наслідки для самого товариства, оскільки воно може втратити свою інвестиційну привабливість.

Загалом, слід зазначити, що прийняття Закону, дійсно, позитивно вплинуло на процес урегулювання корпоративних відносин. Але разом із тим, створюється враження, що Закон насамперед спрямований на захист тієї структури власності, що склалася в постприватизаційний період і не є ефективною з погляду подальшого розвитку акціонерного сектора України. Тому, щоб не звести нанівець усі позитивні сторони цього Закону, привести українське акціонерне законодавство у відповідність зі світовими стандартами, було б виправданим розвинути деякі положення Закону, узгодити окремі статті між собою так, щоб повною мірою реалізувати інвестиційні можливості акціонерного сектора.

Серед основних наслідків недосконалості інституційного середовища акціонерного сектора України слід відмітити такі: зниження активності національного ринку акцій унаслідок зосередження контрольних пакетів акцій у руках великих власників, не зацікавлених у додаткових емісіях; спорадичність операцій на ринках капіталу і домінування великих корпоративних структур, які ігнорують права дрібних акціонерів; відсутність належної концентрації торгівлі цінними паперами в системі біржової торгівлі, що деформує систему ціноутворення фінансових інструментів; високий рівень ризику фінансового посередництва, що формує недовіру широких верств населення до інструментів фондового ринку; недостатня активність інституційних інвесто-

рів – інвестиційних фондів, інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів і страхових компаній; стримування з боку регулюючих органів можливості передачі уповноважень саморегульованим організаціям фондового ринку; недостатнє інформаційне супроводження про емітентів і професійних учасників ринку.

Отже, подальший розвиток акціонерного сектора України пов'язаний із удосконаленням його інституційного середовища, важливу роль у якому відіграє економічна політика держави.

ЛІТЕРАТУРА

1. Davis L. Institutional Change and American Economic Growth // L. Davis, D. North. – Cambridge, 1971. – 273 p.
2. Герасимова С. В. Інституційне середовище акціонерних товариств як один із факторів формування їхньої конкурентоспроможності / С. В. Герасимова // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2013. – № 2. – С. 15–19.
Herasymova S. V. Instytutsiine seredovyshche aktsionermykh tovarystv yak odyn iz faktoriv formuvannya yikhnoi konkurentospromozhnosti / S. V. Herasymova // Visnyk Universytetu bankivskoi spravy Natsionalnoho banku Ukrainy. – 2013. – № 2. – S. 15–19.
3. Про акціонерні товариства [Електронний ресурс] : Закон України від 17.09.2008 р. № 514-VI / Верховна Рада України. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/514-17/page>. – Назва з екрана.
Pro aktsionerni tovarystva [Elektronnyi resurs] : Zakon Ukrainy vid 17.09.2008 r. № 514-VI / Verkhovna Rada Ukrainy. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/514-17/page>. – Назва з екрана.
4. Ринок цінних паперів. Європейський вибір: нові можливості та зростання [Електронний ресурс] : Річний звіт НКЦПФР за 2014 рік / Національна комісія з цінних паперів і фондового ринку. – Київ, 2015. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf. – Назва з екрана.
Rynok tsinnykh paperiv. Yevropeyskyi vybir: novi mozhlyvosti ta zrostannia [Elektronnyi resurs] : Richnyi zvit NKTsPFR za 2014 rik / Natsionalna komisiia z tsinnykh paperiv i fondovoho rynku. – Kyiv, 2015. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf. – Назва з екрана.
5. Супрун Н. А. Інституціональні чинники та бар'єри розвитку корпоративного управління на постприватизаційному етапі / Н. А. Супрун // Економіка і регіон. – 2009. – № 2 (21). – С. 76–80.
Suprun N. A. Instytutsionalni chynnyky ta bar'ieri rozvytku korporatyvnoho upravlinnia na postpryvatyzatsiinomu etapi / N. A. Suprun // Ekonomika i rehion. – 2009. – № 2 (21). – S. 76–80.
6. Шкодін І. В. Інституційні проблеми функціонування фондового ринку України / І. В. Шкодін // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2014. – № 1. – С. 52–57.
Shkodina I. V. Instytutsiini problemy funktsionuvannya fondovoho rynku Ukrainy / I. V. Shkodina // Visnyk Universytetu bankivskoi spravy Natsionalnoho banku Ukrainy. – 2014. – № 1. – S. 52–57.

В. О. Шаповалов, кандидат економічних наук (Вищеє учебное заведение Укоопсоюза «Полтавський університет економіки і торгівлі»). **Інституціональна среда інвестиційного розвитку акціонерного сектора економіки України.**

Аннотація. В сучасних умовах все більше уваги приділяється впливу інституціональних факторів на розвиток економіки. При цьому значительна роль відводиться інституціональній середі діяльності акціонерних обществ, совершенствование которой

является необходимым условием эффективного функционирования акционерного сектора. Цель статьи – исследовать влияние наличной институциональной среды на инвестиционные возможности акционерного сектора. Определены институциональные предпосылки формирования акционерного сектора Украины, исследовано его современное состояние, рассмотрено влияние законодательства на инвестиционные возможности акционерных обществ. Дальнейшее развитие акционерного сектора Украины возможно за счет адекватных изменений институциональной среды, которое будет стимулировать инвестиционные процессы на рынке ценных бумаг.

Ключевые слова: акционерные общества, акционерный сектор, рынок акций, институциональная среда.

V. Shapovalov, Cand. Econ. Sci. (Poltava University of Economics and Trade). Institutional environment of investment development for the equity sector of economy in Ukraine.

Summary. In the modern condition they pay more attention to the impact of institutional factors on the economy development. Institutional environment of Joint-stock companies activity is very important component, its improvement is necessary condition for effective functioning of the equity sector. To research the impact of the current institutional environment for investment possibilities of the equity sector. There were identified institutional reasons for the equity sector in Ukraine forming; researched its current condition; considered the impact of legislation on the investment possibilities of joint-stock companies. Further development of the equity sector in Ukraine is possible due to the adequate changes in the institutional environment, which will stimulate the investment processes at the securities market.

Keywords: joint-stock companies, equity sector, stock market, institutional environment.