

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Наказ Міністерства освіти і науки України від 29.12.2014 № 1528)

Ефективна  
ЕКОНОМІКА

Дніпропетровський державний  
аграрно-економічний університет



№ 7, 2013 [Назад](#) [Головна](#)

УДК 336:338.432:637.134

*О. В. Шваб,  
молодший науковий співробітник відділу страхування, кредитування та фінансів підприємств,  
ННЦ «Інститут аграрної економіки», м. Київ*

## УДОСКОНАЛЕННЯ ДЕРЖАВНОЇ ПОЛІТИКИ ЩОДО ФОРМУВАННЯ КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНИМИ ТОВАРИСТВАМИ УКРАЇНИ

*О. V. Shvab,  
researcher at Finance at National scientific centre "Institute of agrarian economics", Kyiv*

### IMPROVING OF GOVERNMENT POLICY OF CAPITAL FORMATION BY JOINT-STOCK COMPANIES OF UKRAINE

*У статті розглянуто алгоритм вдосконалення державної політики щодо формування капіталу акціонерними товариствами шляхом розвитку вітчизняного фондового ринку як найбільш прогресивної форми акумулювання капіталу. Визначено пріоритетні напрямки розвитку вітчизняних акціонерних компаній на фондовому ринку.*

*The algorithm of perfection of government policy of forming of capital by joint-stock companies by domestic fund market development as most progressive form of accumulation of capital was considered in the article. Priority directions of development of domestic joint-stock companies at the fund market were defined.*

**Ключові слова:** акціонерне товариство, емісія акцій, дивідендна політика, ринкова капіталізація, фондовий ринок, державна політика.

**Keywords:** joint-stock company, share emission, dividend policy, market capitalization, fund market, government policy.

**Постановка проблеми.** Фондовий ринок – важлива частина економіки країни, яка відіграє вирішальну роль в зростанні як окремої галузі, так і країни загалом. Фондовий ринок завжди перебуває у полі зору влади, національних банків, представників бізнесу. При здійсненні діяльності компанії відчувають дефіцит коштів і тому звертаються або за позицією у фінансові установи або випускають акції для залучення капіталу. Фондовий ринок дає змогу компанії бути публічною і таким чином залучати кошти тисяч інвесторів або залучати кошти, продаючи вже існуючі акції. Ліквідність, яку забезпечує фондовий ринок, дає змогу інвесторам швидко продавати і купувати цінні папери.

В зв'язку з цим актуальним є дослідження позиції держави щодо удосконалення політики формування капіталу акціонерними товариствами за допомогою фондового ринку.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Дослідженню корпоративних відносин приділено багато уваги в працях вітчизняних і зарубіжних дослідників. Так, слід відзначити О. П. [2], О. О. Терещенко [6], Р. Брейли, С. Майерса [1], А. Кейна [8], У. Баффетта [10] та ін. Водночас недостатньо уваги приділено питанням вибору напрямів державного регулювання формування умов для залучення капіталу вітчизняними акціонерними компаніями.

**Мета статті** – дослідити основні тенденції розвитку сучасного фондового ринку України та визначити пріоритетні напрямки удосконалення державної політики щодо формування капіталу вітчизняними акціонерними товариствами.

**Виклад основного матеріалу.** Вдосконалення державної політики щодо формування капіталу акціонерними товариствами у молокопереробній галузі, на наш погляд, має відбуватися шляхом розвитку вітчизняного фондового ринку як найбільш прогресивної форми акумулювання капіталу. Серед пріоритетних напрямків подальшого розвитку фондового ринку України мають бути наступні:

1. Установлення прозорого правового поля здійснення операцій з цінними паперами.
2. Залучення міжнародного капіталу.
3. Зосередження уваги на порівняльних перевагах (comparative advantage) України як гравця на міжнародному фінансовому ринку.

1. Установлення прозорого правового поля здійснення операцій з цінними паперами передбачає в першу чергу захист прав міноритаріїв. Водночас Законопроект №2037 (узгоджений Верховною Радою у першому читанні 18.06.2013) передбачає введення процедури «свіз-аута» (від англ. squeeze out — «вितиснення»). При цьому ціна обов'язкового продажу акцій дорівнює їх ринковій вартості та не може бути нижчою за:

- номінальну вартість акцій;
- середню ціну акцій, визначену від вартості пакету акцій внаслідок придбання якого особа стала власником 95 і більше відсотків акцій публічного акціонерного товариства;

– ціну, визначену відповідно до вимог частини четвертої статті 65 цього Закону, у разі, коли особа набула 95 і більше відсотків акцій товариства внаслідок виконання зобов'язання щодо пропозиції викупу акцій відповідно до статті 65 цього Закону.

Ринкова вартість акцій визначається станом на день, що передує дню надсилання до товариства повідомлення про намір особи, яка стала власником 95 і більше відсотків акцій публічного акціонерного товариства, здійснити придбання акцій товариства [5]. Вважаємо введення зазначених змін неприпустимими і такими, що порушують права міноритаріїв, створюючи умови для подальшої концентрації власності в руках вузького кола осіб. Слід вказати, що наслідком даних законодавчих змін буде зниження рівня free-float, а також відсутність стимулу підтримувати рівень капіталізації самою компанією.

Не сприятимуть формуванню прозорого правового поля зміни, передбачені у законопроекті, якими регламентується порядок проведення загальних зборів шляхом заочного голосування. На них можуть прийматися рішення з усіх питань, для обговорення питань порядку денного, крім загальних зборів, які скликаються у випадку, передбаченому частиною п'ятою статті 47 цього Закону. Стаття 47 зазначає, що наглядова рада не може прийняти рішення, якщо порядок денний позачергових загальних зборів включає питання про обрання членів наглядової ради. Отже, шляхом заочного голосування не можуть обиратися члени наглядової ради. В той же час у Російській Федерації даним способом не можуть також обиратися члени ревізійної комісії, затвердження аудитора товариства, затвердження річних звітів, річної бухгалтерської звітності, розподіл прибутку, виплата дивідендів (ст. 48, ст. 50 Федерального закону "Об акционерных обществах"). Таким чином, вирішення значущих питань, які мають в обов'язковому порядку вирішуватися на загальних річних зборах, може проводитися заочно, що, на нашу думку, неприпустимо.

Слід вказати, що заборона викупу акціонерним товариством акцій власної емісії, як протидія незаконного методу нарощування вартості власної компанії, є позитивним кроком, що дещо наблизить корпоративне управління вітчизняних компаній до міжнародних стандартів.

На нашу думку, найбільшим кроком на шляху перетворення і змін на фондовому ринку України має стати невідворотність покарання за порушення умов

ведення торгів, прав акціонерів, неправдиве розміщення даних. Важливу роль тут має відіграти судова система, арбітраж. Порівнюючи кількість скарг щодо порушень на фондовому ринку країн Балтики та України, можна побачити відчутну різницю. Так, за даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку в Україні протягом 2011 року до Комісії надійшло на розгляд 4339 письмових звернень осіб щодо порушення їх прав та конфлікти між інвесторами на ринку цінних паперів, що на 14 % більше в порівнянні з 2010 роком і на 23,7 % більше у порівнянні з 2009 р. [5]. За даними Комісії 75% звернень складають скарги міноритарних акціонерів на діяльність акціонерних товариств.

Типовими порушеннями прав акціонерів, як і в попередні роки, залишаються наступні: порушення права на рівне ставлення до всіх акціонерів; порушення права на участь в управлінні товариством; порушення права на отримання інформації про діяльність акціонерного товариства; невиконання зобов'язань за цінними паперами, передбачених умовами їх розміщення; порушення прав акціонерів під час додаткового випуску акцій. В той же час, за даними звітності NASDAQ OMX Riga, протягом 2011 р. не було накладено жодного штрафу на компанії або проведено делістингу фінансового інструменту, а 9 разів призупинялися торги у зв'язку з порушенням правил торгів [9].

Згідно Рейтингу глобальної конкурентоздатності 2011–2012 рр. станом на 2012 р. за позицією щодо захисту прав міноритарних акціонерів Україна займає 138 місце, Естонія – 53, Латвія – 85, Литва – 89. Слід зазначити, що в умовах кризи корпоративні конфлікти загострюються, особливо в середовищі зі слабким корпоративним управлінням. Втім, небажання вкладати кошти в вітчизняний фондовий ринок пояснюється, в першу чергу, монетарною нестабільністю, ніж відсутністю захисту прав міноритаріїв. Ризики інфляції, виникнення соціальної нестабільності, різного роду дефолтів, корупції та ін., що знаходять відображення у ризиків країни.

Частина проблеми захисту прав акціонерів лежить у судовій площині. Так підвідомчість корпоративних конфліктів і спорів господарським судам узагальнює корпоративні відносини зі спорами і конфліктами, що виникають між рештою форм господарювання. Але корпоративні відносини та конфлікти між інвесторами є більш специфічними і потребують, на наш погляд, створення кола суддів, які мають спеціалізацію з регулювання фінансових ринків та акціонерних відносин.

2. Залучення міжнародного капіталу тісно пов'язане з першим напрямком, оскільки відкритість економіки та прозорість судової і законотворчої політики створюють умови для залучення іноземного капіталу. Розвиток ринку похідних цінних паперів з можливістю хеджувати ризики в перспективі сприятимуть залученню міжнародного капіталу. Переважання банківського сектору в Україні, що знаходить відображення і в оподаткуванні доходів від вкладів за депозитами та за цінними паперами, потребує перегляду у напрямку врівноваження таких інвестицій.

Слід вказати, що допуск до торгів іноземних цінних паперів на українських фондових майданчиках є, звичайно, позитивним моментом для включення у міжнародне фінансове середовище фондового ринку України.

Погоджуємося також з аналітиками НБУ, що захист інтересів інвесторів, особливо дрібних, відіграє найбільшу роль у розвитку всіх розвинутих країн та країн з перехідною економікою [3]. Так, Естонія має угоди по захисту інвестицій з Австрією, Бельгією, Люксембургом, Китаєм, Чехією, Данією, Фінляндією, Францією, Німеччиною, Грецією, Ізраїлем, Італією, Латвією, Литвою, Голландією, Норвегією, Польщею, Іспанією, Швецією, Швейцарією, Турцією, Україною, Великобританією і США. Відкритість, доступність інформації на веб-ресурсах у кожній з країн, вичерпна тачасна інформація про емітентів також відіграють важливу роль.

3. Щодо зосередження уваги на порівняльних перевагах (comparative advantage) України як гравця на міжнародному фінансовому ринку, то тут слід звернути увагу на дешеву робочу силу, зручне географічне положення, досить розвинену транспортну інфраструктуру, більш лояльне, порівняно з ЄС, законодавство у сфері захисту навколишнього природного середовища, порівняно недовга історія розвитку вітчизняного фінансового ринку. В довгостроковій перспективі ставка на ці та інші переваги може мати значний ефект для залучення капіталу вітчизняними компаніями.

Потребують уваги і зовнішні чинники впливу на розвиток корпоративного сектору України. Слід виділити найголовніші з них:

1. Наближення українського законодавства щодо діяльності фондового ринку до світових стандартів. Саме вимоги до вдосконалення законодавчої бази є перепорою для приєднання України до меморандуму IOSCO (Міжнародна організація комісій з цінних паперів).

2. Позитивним зрушенням у розвитку інфраструктури вітчизняного фондового ринку є прийняття ЗУ «Про депозитарну систему України», який набуває чинності 11.10.2013 р. [4]. Закон визначає правові засади функціонування депозитарної системи України, встановлює порядок реєстрації та підтвердження прав на емісійні цінні папери та прав за ними у системі депозитарного обліку цінних паперів, а також порядок проведення розрахунків за правочинами щодо емісійних цінних паперів. Створення Центрального депозитарію та Центрального розрахункового центру (ЦРЦ) відповідає світовій практиці. ЦРЦ зі статутним капіталом 100 млн. грн. буде підконтрольним Нацбанку, який буде власником 25 % плюс одна акція та фактично монополізує розрахунково-клірингову діяльність.

Останній факт є дискусійним і, на думку окремих учасників ринку, не відповідає Конституції України та не сприяє розвитку фондового ринку. Дійсно, при неможливості заробітку на клірингових операціях відпадає стимул інвестувати у подальший розвиток фондової інфраструктури. Дискусійним є також питання ліцензування. Втім, на діяльність емітентів даний Закон великого впливу, на наш погляд, не матиме, оскільки стосується перерозподілу обов'язків повноважень на фондовому ринку. Вважаємо також, що зазначений законодавчий акт не вплине суттєво і на інвестиційну привабливість України, оскільки остання визначається в першу чергу такими факторами, як економічне зростання, перш за все індустріальний розвиток за рахунок інновацій та технологічного прогресу, політична стабільність, передбачене і прозоре законодавство, прийнятний рівень корупції та ін.

3. Введення поняття регулятивного капіталу як частини пруденціального нагляду для торговців цінними паперами в залежності від типу їх ліцензії, який дозволяє оцінити можливість торгівля покрити збитки власними коштами, сприятиме підвищенню довіри до учасників ринку з боку інвесторів.

4. Зміни до Податкового кодексу України щодо оподаткування операцій з цінними паперами стимулюватимуть перехід торгів з позабіржового ринку на фондові майданчики. Зокрема, запроваджено нульовий податок на біржовий продаж цінних паперів та 3% на позабіржовий продаж. Крім того, з 1 січня 2013 р. торговці цінними паперами не зможуть показувати тотально збитковий, а будуть зараховувати збитки не більш як 25% від раніше задекларованих, після проведення процедури перерахунку збитків. Водночас, для біржових операцій з цінними паперами встановлюється пільгова ставка податку на прибуток на рівні 10%. Такі зміни спричинили неоднозначну реакцію учасників ринку, оскільки передбачають додаткове податкове навантаження. Водночас, дані зміни не поширюються на операції, що здійснюються платником податку – емітентом з розміщення та наступного продажу корпоративних прав або інших цінних паперів, а також з їх зворотного викупу або погашення таким платником податку – емітентом. Тому на безпосередню емісійну активність емітентів значного впливу дані зміни не матимуть, а більше стосуватимуться професійних учасників ринку.

**Висновки.** Українське фінансове середовище, як уже відмічалось, характеризується високою ризиковістю, тому небажання вкладати в реальний сектор, що підтвердили проведені розрахунки, є цілком закономірним. Головною метою проведеного аналізу залучення капіталу було обґрунтування думки, що витрати на вкладений капітал будуть значно вищими у слабкому вітчизняному економічному середовищі за витрати на борговий капітал. Незацікавленість у довгостроковому розвитку, відсутність гарантій на право власності, недосконалість законодавства і судової системи та інші є головними її ознаками. Отже, зазначимо, що в Україні достатньо регулювання з боку законодавства, проте необхідні умови, вигоди яких будуть очевидні для міжнародного капіталу.

Вважаємо за необхідність зміну політики підтримки окремих галузей, як правило сировинних, на інституційні перетворення, що дозволяють підвищити продуктивність в економіці за рахунок вищої ефективності використання вже існуючих факторів виробництва. За умов стимулювання окремих переважно сировинних галузей виробництва (за рахунок субсидій, монополізації, преференцій) відбувається викривлення структури ринку, компанії не мають стимулу для інновацій. Водночас при нарощуванні зовнішніх боргів порушується макроекономічна стабільність держави, що проявляється в негативному сальдо платіжного балансу. Стимулювання інвестицій, є дієвим механізмом для виходу з даної ситуації, що стримується значною зарегульованістю ведення підприємницької діяльності в українських реаліях. Розвиток фондового ринку як дієвого механізму залучення капіталу має стати стратегічним напрямком політики держави щодо стимулювання інвестицій.

#### Література.

1. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. – М. : ОЛИМП-БИЗНЕС, 1997. – 1120 с.
2. Гохан П.А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. Пер. с англ. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. - 741 с.
3. Загальний огляд фондового ринку України за січень-лютий 2012 року // [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?sessionid=CA28CB3B3216CB7621B4365B67715302?id=112658>
4. Закон України «Про депозитарну систему» від 06.07.2012 № 5178-VI. Верховна Рада України // [електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>
5. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку // [електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/>
6. Терещенко О. О. Фінансова діяльність суб'єктів господарювання: Навч. посібник. — К.: КНЕУ, 2003. —554 с.
7. Essentials of Investments. Alex Kane, Zvi Bodie, Boston University, University of California, San Diego. 5<sup>th</sup> edition, 2004.
8. Kein A. Estonian Institutional Harmonisation and Socio-Economic Convergence with the EU: the Aspects of Development, Credibility and Consistency of Estonian Capital Markets. Institute of Economics, Estonian Academy of Sciences & International Center for Economic Growth. Tallinn 1995.
9. NASDAQ OMX Baltic // [електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nasdaqomxbaltic.com>
10. Warren E. Buffett (2008). The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America, Second Edition. The Cunningham Group, 2008. 296 p.

#### References.

1. Brealey, R., Myers S. (1997). Principles of Corporate Finance. Moscow: Olimp Business, 1997. 1120 p. (in Russian).
2. Gaughan Patrick A. (2001). Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. John Wiley and Sons Ltd, 2001, 741 p. (in Russian).
3. General overview of Fund Market of Ukraine as on January – February 2012. Retrieved from <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?sessionid=CA28CB3B3216CB7621B4365B67715302?id=112658>
4. [online], available at: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>.
5. Official page of National Securities and Stock Market commission. Retrieved from <http://nssmc.gov.ua/>
6. Tereshenko O. O. Financial activity of business entities. Kyiv: Kyiv National Economic University, 2003. 554 p. (in Ukrainian).

7. Essentials of Investments. Alex Kane, Zvi Bodie, Boston University, University of California, San Diego. 5<sup>th</sup> edition, 2004.
8. Kein A. Estonian Institutional Harmonisation and Socio-Economic Convergence with the EU: the Aspects of Development, Credibility and Consistency of Estonian Capital Markets. Institute of Economics, Estonian Academy of Sciences & International Center for Economic Growth. Tallinn 1995.
9. NASDAQ OMX Baltic // [електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nasdaqomxbaltic.com>
10. Warren E. Buffett (2008). The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America, Second Edition. The Cunningham Group, 2008. 296 p.

*Стаття надійшла до редакції 20.07.2013 р.*



ТОВ "ДКС Центр"