

Структура акціонерного капіталу України

Досліджено механізм функціонування акціонерного капіталу в Україні. Встановлено основні тенденції трансформації українських корпорацій.

Исследован механизм функционирования акционерного капитала в Украине. Установлены основные тенденции трансформации украинских корпораций.

Mechanism of operation of share capital in Ukraine is researched. Main tendencies of transformation of Ukrainian' corporations are considered.

Постановка проблеми, її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями. Проблематика власності є чи не найбільш дискусійною в усій літературі, присвяченій корпоративному сектору економіки і акціонерним товариствам зокрема. В українській науковій літературі не існує єдиної точки зору щодо визначення категорії «структура капіталу». В даній статті зроблена спроба системного аналізу вищезазначеної проблеми.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Дослідженню проблем приватизації та формування акціонерної власності в Україні присвячені роботи таких провідних українських вчених, як О. Вакульчик, В. Геєць, М. Зверяков, П. Леоненко, В. Мандибуря, О. Мендрул, О. Мозговий, М. Рудик, А. Чухно. Питанню оптимізації структури капіталу присвятили свої праці такі вчені: М. Кужельний, Р. Слав'юк, С. Сагова, А. Ткаченко. Незважаючи на значну кількість наукових публікацій та емпіричних досліджень, присвячених вивченню результатів приватизації та акціонування, проблемам становлення акціонерних товариств, ряд питань щодо управління акціонерним капіталом, впливу структури акціонерного капіталу на джерела його формування вимагає подальших досліджень і наукових розробок.

Метою статті є дослідження структури акціонерного капіталу в Україні.

Виклад основного матеріалу. В економічній літературі не існує однозначності у трактуванні категорії «структура капіталу». Усталене класичне визначення цього поняття зводиться до наступного: структура капіталу акціонерного товариства – це комбінація цінних паперів. Згідно з цим визначенням припускається, що акціонерне товариство фінансує свою діяльність за рахунок емісії цінних паперів і подальшого їх продажу зовнішнім інвесторам. Останнім часом економісти звертаються до модерного визначення структури капіталу, яке має

враховувати усі основні джерела фінансування. Виходячи з цього структуру капіталу часто визначають через «сукупність джерел фінансування, які використовує окрема корпорація, а завдання її менеджменту зводиться до знаходження такої комбінації цінних паперів (джерел фінансування), яка максималізує ринкову вартість корпорації» [1, с. 11]. На нашу думку, це визначення більш відповідає інституційним засадам менеджменту в сфері корпоративного капіталу. Теоретичні проблеми структури капіталу корпорації вперше поставлені Ф. Модільяні та М. Мілером у праці «Витрати залучення капіталу, корпоративні фінанси і теорія фінансування» (1958 рік) [2]. Автори дійшли висновку про відсутність впливу структури капіталу на його вартість. Проте у наш час є багато опонентів даного тлумачення, які вважають, що можна оптимізувати структуру капіталу, якщо враховувати її окремі складові [1].

В економіці України неухильно нарощується акціонерний капітал. Зокрема, має місце позитивна динаміка збільшення загального обсягу акцій в Україні (див. табл.).

Загальна тенденція розвитку зумовлює необхідність широкомасштабної інвестиційної діяльності, концентрації фінансових ресурсів, створення сприятливих умов для їхньої мобілізації. Як показує світовий досвід, саме акціонерний капітал є ефективним інтегративним чинником акумуляції ресурсів суб'єктів господарської діяльності. Німецькі дослідники Л. Хоффман та А. Зіденберг вважають, що ця загальна тенденція до інтеграції корпоративного капіталу в українській економіці має відмінні риси у сферах нафтовидобутку, вугільної промисловості та електроенергетиці [4].

Проте в даний момент в економіці України акціонерний капітал виконує не лише притаманну йому економічну функцію залучення ресурсів, а й владного перерозподілу власності та встановлення контролю над підприємствами. Значне зміщення уваги з економічної на владну функцію, на нашу думку, обумовлене щонайменше двома факторами. Зміст першого фактору визначився іще на першому етапі приватизації, коли згідно чинного законодавства з роздержавлення і приватизації державного майна, передбачалася передача цього майна переважно трудовим колективам. На той час закриті акціонерні товариства найбільше відповідали цій вимозі. Цей тип акціонерних товариств був зумовлений також і недостатньо розвинутим на той час ринком цінних паперів (фондової біржі), що ускладнювало процес роздержавлення й вільного обігу акцій.

Динаміка загального обсягу зареєстрованих випусків акцій в Україні

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
31,32 млрд. грн.	46,51 млрд. грн.	68,43 млрд. грн.	81,23 млрд. грн.	99,25 млрд. грн.	127,59 млрд. грн.	152,4 млрд. грн.	195,94 млрд. грн.	245,94 млрд. грн.	292,08 млрд. грн.	393,15 млрд. грн.

Джерело: Звіт ДКЦПФР за 2009 рік [3]

Другий фактор проявився у прагненні великих підприємств зберегти регіональний та галузевий монополізм, який дозволяє водночас мобілізувати та перерозподіляти між центрами різної доходності капітали всередині самої регіональної структури. Механізм регіоналізації функціонує шляхом створення схем фінансових потоків, які, залишаючись регіонально замкнутими, об'єктивно ускладнюють перелив капіталу в межах єдиного національного економічного простору. Тенденція до регіоналізації, яка протидіє вільній міграції фінансового капіталу, простежується при створенні корпоративних структур – холдингів та фінансово-промислових груп, типовим елементом яких зазвичай є «свій» комерційний банк чи інвестиційна компанія. Присутність значної частки банківського капіталу в структурі корпоративного не варто сприймати лише як виключно негативне явище. Активна участь банків в ринку акціонерного капіталу позитивно відображається на характеристиці ліквідності банківської системи, оскільки закриті схеми випусків облігацій дозволяють здійснювати сек'юритизацію заборгованості, що зручно для подальшої їх діяльності у міжбанківському сегменті ринку. Банки при емісії корпоративних облігацій отримують додаткові можливості диверсифікованого задоволення ресурсного попиту своїх клієнтів, серед яких підприємства реального сектору займають чільне місце. Але одночасно незаперечним є факт, що при такій активній участі банків у формуванні ринку корпоративного капіталу України розвиток останнього залежить від системних змін і поточної ситуації у банківській системі. Тому зростає вірогідність негативного впливу ризиків, які можуть виникати в банківській системі на стабільний стан корпоративного капіталу.

Попри замкнутість постприватизаційної структури корпоративного капіталу, продовжується процес концентрації власності та монополізації права власності. Більше того, є всі підстави стверджувати, що цей процес відбувається вельми інтенсивно. На практиці, загальнопоширеним механізмом активного перерозподілу корпоративної власності, є захоплення і обезпечення економічної влади, яке, зазвичай, закінчується набуттям легітимного права власності завдяки концентрації значного пакета акцій у руках одноосібного чи консолідованого акціонера. Цей, по суті, єдиний процес здійснюється шляхом придбання частки капіталу акціонерного товариства через вторинні угоди з власниками акцій як першого випуску, так і додаткових емісій.

Емпіричних досліджень динаміки перерозподілу та концентрації прав власності в Україні поки що обмаль. Це можна пояснити тим, що у показниках офіційної статистики не містяться дані щодо розподілу акціонерного капіталу, а більшість корпорацій відносять інформацію про структуру свого капіталу до економічної таємниці. Тому відповідний аналіз проводиться лише на підставі окремих вибірових обстежень.

На нашу думку, варто відмітити деякі тенденції, які намітилися в процесі трансформації українських корпорацій: скорочення частки дрібних акціонерів; зростання частки адміні-

страції підприємств, перетворення керівників у власників; повільне зростання частки іноземних інвесторів; скорочення державної частки капіталу.

Така висока концентрація прав власності у домінуючих акціонерів при збереженні значної розпорошеності решти акцій, гарантує збереження з їхнього боку контролю над компанією і, разом з тим, стає гальмом притоку капіталу ззовні та раціоналізації структури акціонерного капіталу.

Поглиблення процесу концентрації акціонерної власності в поєднанні зі збереженням значної частки інсайдерів, також засвідчує ту основну специфічну рису розвитку вітчизняних корпорацій у постприватизаційний період, що власність зосереджується в руках менеджерів, відбувається суміщення в одній особі функцій менеджера та реального власника, а відтак закладаються передумови для ще більшого зміцнення влади керівників, що в деяких випадках призводить до нехтування законних прав й інтересів акціонерів. Поступове зменшення відсотка власників, які знаходяться поза реальним функціонуванням корпорацій залишаючи за собою контроль лише за її дивідендами та заміщення її ефективними топ-менеджерами є загальноекономічною тенденцією в добу глобалістики.

У системі корпоративного управління, що формується в Україні, співіснують два протилежних підходи: концентрація акціонерного капіталу, що вдається до мінімізації правових засобів захисту акціонерів, та англосаксонська традиція, для якої характерне розпорошення власності серед індивідуальних міноритарних акціонерів. Постприватизаційна економіка України характеризується домінуванням промислових холдингів, де роль материнської компанії виконували компанії «закритого типу» (закриті акціонерні товариства, товариства з обмеженою відповідальністю, офшорні компанії). Це породило низку системних недоліків. Так, український корпоративний сектор характеризується високим ступенем «непрозорості» бізнесу, приховуванням і перекручуванням інформації, аж до навмисного заниження вартості підприємства. Чіткі ринкові сигнали про курс акцій, вартість бізнесу відсутні. Дані про структуру власності, фінансовий стан – «непрозорі». Інформація про реальну ефективність роботи підприємства фактично недоступна через переплетення відносин підприємства з афільованими структурами, використання різних рівнів цін, бартерних операцій, відстрочки платежів і т.п. Зазначені основні недоліки закритих і відкритих акціонерних товариств, сформовані на початкових етапах роздержавлення, зумовили пошуки економічних та правових механізмів їх подолання в процесі подальшої трансформації корпоративного капіталу в Україні. У 2008 році Законом України про акціонерні товариства замість відкритих і закритих акціонерних товариств було введено два нових типи акціонерних товариств – публічні та приватні. Публічне акціонерне товариство може здійснювати публічне та приватне розміщення акцій. Приватне акціонерне товариство може здійснювати тільки приватне розміщення акцій (ст. 5) [5].

Якість результатів статистичного аналізу інвестиційної привабливості підприємств залежить від достовірності первинної інформації. Якщо достовірність даних про котирування акцій не викликає заперечень, бо це публічна інформація, яку легко перевірити, то дані фінансово бухгалтерського обліку у нас в Україні викликають певні сумніви. Причинами цього є робота частини національної економіки як тіньової. З метою підвищення ефективності функціонування фінансового ринку в цілому й фондового зокрема необхідно пристати до європейської системи критеріїв до інформаційного забезпечення акціонерів і учасників інвестиційних фондів. Однією зі складових ефективної діяльності інституціональних інвесторів є інформаційне забезпечення, тобто структура та обсяг інформаційних масивів, що перебувають у розпорядженні персоналу інституціональних інвесторів.

За Коузом саме «вартість укладання і виконання контрактів та утримання організацій (...) становить значну частину загальних ресурсів економіки. Врахування таких організаційних витрат дає змогу просто і доступно пояснити саме існування фірм, різних корпоративних об'єднань, варіантів контрактів і навіть структуру фінансової системи» [6, с. 88]. Об'єднавши різні типи витрат в організаційну діяльність і менеджерство, він створив методологію комплексного аналізу інститутів економічної та юридичної власності. Коуз дійшов висновку, що визначення майнових прав та їх розподіл між людьми на підставі закону, положень контрактів та інших правил безпосередньо впливають на економічні рішення та їх результат. Більше того, майнові права становлять, на його думку, основний компонент в аналізі інституціональної структури економіки. Коуз запровадив нове поняття «витрати з діловодства» – витрати на підготовку, початок і управління виконанням контрактів, а також витрати на локальні заходи в межах фірми. Згідно з теорією Коуза, фірмі властива свобода прийняття рішень, які регламентуються певною групою контрактів без дріб'язкової регламентації всіх зобов'язань. Такі відкриті угоди дають дирекції можливість маневрувати. Фактично фірма складається з цих багатьох контрактів, тобто є не речовою сукупністю людей, машин і приміщень, а плевтивом взаємовигідних умов реалізації правових контрактів.

Праці Коуза надали потужного імпульсу розвитку теорії економічної організації. Вони стимулювали розвиток нової галузі науки, яка синтезує регуляторні ресурси права та економіки.

У постмаркситській українській економічній теорії відбулося критичне переосмислення спроб зведення власності до привласнення: «У реальному господарському житті економічні і правові аспекти власності тісно переплітаються, оскільки економічні відносини власності завжди виступають у конкретній правовій формі, більше того, саме право, яке оформляє економічні відносини, перетворюється на їх об'єкт і розвивається як своєрідний економічний інститут. Це дає підстави для трактування власності як економіко-правової категорії і подолання на цій основі абсолютизації права приватної власності та певної обмеженості класичного соціально-економічного підходу, який аналізує економічні інтереси у зв'язку з реальними можливостями привласненнями, не пояснюючи від чого вони залежать» [7, с. 106–107].

Висновки

У статті розглянуто наріжні проблеми структури корпоративного капіталу в процесі його становлення, механізми взаємодії банківського та корпоративного капіталу, проблеми власності в сфері корпоративних відносин. Тенденції, які намітилися в процесі трансформації українських корпорацій: скорочення частки дрібних акціонерів; зростання частки адміністрації підприємств, перетворення керівників у власників; повільне зростання частки іноземних інвесторів; скорочення державної частки капіталу.

Література

1. Рудык Н.Б. Структура капіталу корпорации: теория и практика / Н.Б. Рудык. – М.: Дело, 2004. – 272 с.
2. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment / F. Modigliani, M. Miller // American Economic review. Vol. 48, 1958. – P. 261–297.
3. Звіт Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України за 2009 р. // <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12&AspxAutoDetectCookieSupport=1>
4. Рынок в рыночную экономику / За ред. Л. Хоффмана, А. Зинденберга. – К.: Издательство УАННП «Феникс», 1997. – 304 с.
5. Закон України про акціонерні товариства // Відомості Верховної Ради України, 2008, №50–51, ст. 384.
6. Коуз Р. Фирма, рынок и право / Рональд Коуз; [пер. с англ. Б. Пинскер]. – Нью-Йорк: Телкс, 1991. – 192 с.
7. Економічна теорія. Політекономія: Підручник / За ред. В. Базилевича. – К.: Знання-Прес, 2003. – 581 с.