

ПІДПРИЄМСТВА ДЕРЖАВНОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ НА РИНКУ АКЦІЙ В УКРАЇНІ: ПРОБЛЕМНІ ПИТАННЯ

В статті обоснована необхідність розробки мер, направлених на активізацію емісійної діяльності підприємств державного сектора на ринку акцій. С критических позицій проаналізований існуючий механізм управління державними корпоративними правами.

In article is proved necessity of development of the measures directed on activation of issue activity of the enterprises of public sector on the stock market. The existing mechanism of management of the state corporate rights is analyzed by critical positions.

Ключові слова: акціонерне товариство, підприємство державного сектору економіки, управління державними корпоративними правами, акція, емісія цінних паперів, приватизація, дивіденди, дивідендна політика.

Процеси приватизації, що тривають в Україні з 90-х років минулого століття, стали помітним і значущим явищем в економічному житті країни. Прямо чи опосередковано трансформація відносин власності торкнулася більшості економічних суб'єктів та, більше того, визначила розвиток окремих секторів національної економіки у середньо- та довгостроковій перспективі. Масштабність приватизаційних перетворень призвела до зростання ролі приватних компаній та адекватного скорочення державного сектору.

Про те, навіть на початок 2008 року держава як власник залишається присутньою в тій чи іншій мірі у значній кількості вітчизняних підприємств — 993 господарських товариства мають у статутному капіталі державну частку. При цьому, в 347 з них (або в 37 %) її розмір перевищує 50 %, що в умовах національного корпоративного законодавства рівнозначно абсолютному контролю з боку держави над діяльністю таких компаній [1]. Отже, до цього часу спостерігається значний вплив державного сектору на динаміку розвитку вітчизняної економіки. В таких умовах постають значні виклики, пов'язані з реалізацією політики управління державним сектором.

В першу чергу, їх існування пов'язане з оптимізацією політики залучення фінансування підприємствами державного сектору на фондовому ринку. Світовий досвід доводить — ефективний розвиток акціонерної власності можливий лише за умови існування розвиненого ринку капіталів, насамперед, ринку акцій. В Україні існує невідповідність між значенням корпорацій у виробництві товарів та наданні послуг та станом вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів. З одного боку, українські підприємства відчувають гострий дефіцит довгострокових капіталів, з другого — відсутні дієві механізми його залучення на ринку акцій. Така ситуація поглиблює технологічне відставання вітчизняних підприємств та є потенційно загрозливою для економічної безпеки країни. Особливо гостро вказані диспропорції проявляються на рівні підприємств державного сектору, управління фінансовою політикою яких має певні особливості.

Питання емісійної стратегії підприємств, їх взаємодії з іншими учасниками ринку акцій протягом тривалого часу знаходяться в центрі уваги науковців та практиків. Значний доробок у розвитку цього напрямку економічної науки належить вітчизняним науковцям, зокрема, М. Білик, І. Бланку, М. Бурмаці, Є. Григоренку, Н. Дегтярьовій, О. Мендрулу, О. Мозговому, В. Суторміній, О. Терещенку та ін. Існує низка визначних робіт провідних західних учених-економістів, які вивчали різноманітні практичні та теоретичні аспекти функціонування корпорацій на ринку акцій. Зокрема, необхідно назвати праці лауреатів Нобелівської премії з економіки М. Міллера, Ф. Модільяні, Г. Марковіца, Р. Мертона, В. Шарпа, дослідження інших зарубіжних вчених — З. Боді, Е. Бріггема, Р. Брейлі, Р. Вестерфільда, Дж. Гелбрейта, Б. Джордана, Г. Дональдсона, С. Майерса, Ф. Фабоцці, Ю. Фама, Дж. І. Фіннерті, Дж. К. ван Хорна.

Про те, переважна більшість згаданих фахівців концентрують дослідження на теоретичних та практичних аспектах залучення фінансування корпораціями на ринку акцій без врахування чинників, обумовлених політикою держави-акціонера. Відповідно, існує нагальна потреба у розробці та впровадженні заходів, які б дали змогу активізувати емісійну політику акціонерних товариств зі значною часткою держави в статутному капіталі (понад 50 %) на ринку акцій України. Оскільки значна частка держави в статутному капіталі таких підприємств фактично зумовлює вирішальний вплив держави на їх діяльність, у подальшому автори будуть їх розглядати як підприємства державного сектору економіки.

Динаміка окремих показників підприємств державного сектору економіки України за період 2006—2007 рр. зображена на рис. 1.

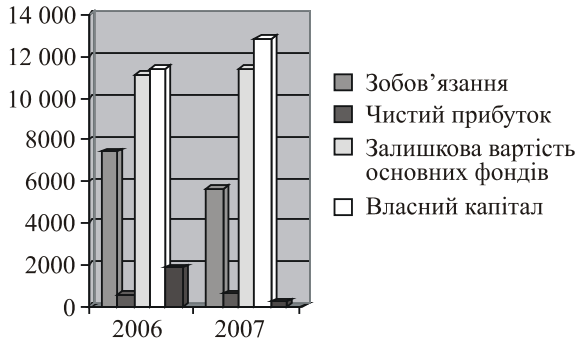


Рис. 1. Динаміка окремих показників підприємств державного сектору, млн грн

Орієнтуючись на показники діяльності державного сектору економіки (рис. 1), наведені в офіційній звітності, можна зробити висновок щодо покращення фінансово-господарського стану таких підприємств у 2007 році порівняно з 2006 роком:

— скоротився обсяг зобов'язань в абсолютному вимірі на 1787,2 млн грн, у відносному — на 24,1 %. Втім, динаміку цього показника слід оцінювати двояко: з одного боку, це свідчить про зростання фінансової стійкості акціонерних товариств, з іншого — про обмежений доступ до ринків боргових інструментів;

— зріс розмір власного капіталу на 13,1 % з 11 348,3 млн грн до 12 875,3 млн грн. У поєднанні зі зменшенням обсягу зобов'язань, це призводить до зменшення показників боргового навантаження — зокрема, якщо у 2006 році співвідношення зобов'язань до власного капіталу становило 0,64; то у 2007 році — 0,43;

— зріс обсяг чистого прибутку на 30,2 млн грн, або на 5,1 %, проте 55 господарських товариств (або 15,8 % від загальної кількості) отримали збитки, які сумарно склали 74,6 млн грн;

— значно скоротилася прострочена кредиторська заборгованість — у 7,7 рази.

З погляду динаміки розвитку підприємств державного сектору найактуальнішим залишається питання їх інвестиційної діяльно-

сті. Так, у 2007 році господарські товариства, у яких державна частка перевищує 50 %, залучили 2 063 млн грн інвестицій (для порівняння — у 2006 році цей показник становив 2 024 млн грн), з яких 1971,5 млн грн (1935,5 млн грн) — капітальні інвестиції, 91,7 млн грн — фінансові інвестиції [1]. У цілому можна говорити про достатньо низьку їх інвестиційну активність порівняно з іншими секторами економіки. Так, за даними Держкомстату України сукупний обсяг капітальних інвестицій в економіці України у 2006 році становив 125 254 млн грн [2]. Частки інвестицій в основний капітал державного сектору економіки та інших секторів у 2006 р. наведені на рис. 2.

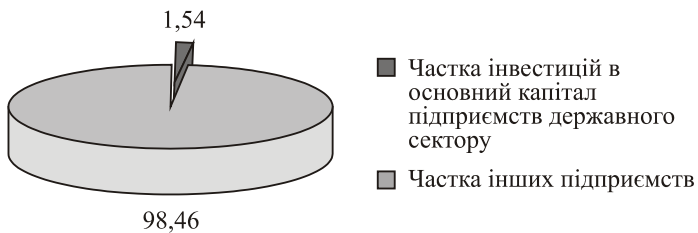


Рис. 2. Частка державного сектору в інвестиціях в основний капітал у 2006 році

У 2007 році картина принципово не змінилася: підприємств державного сектору у освоєних капітальних інвестиціях — 102 125 млн грн — 1,93 % [2]. Низький рівень інвестиційної активності господарських товариств державного сектору значно погіршує їх позиції в конкурентній боротьбі, а внутрішні джерела фінансування, зважаючи на рівень збиткових підприємств, є обмеженими. Держава, як власник, об'єктивно не в змозі вирішити вказану проблему — протягом 2006—2007 рр. частка капітальних інвестицій, здійснених за рахунок коштів державного бюджету в загальному обсязі інвестицій коливалася в межах 5,4—6,5 %. Таким чином, бюджетні ресурси не можуть розглядатися як повноцінне джерело фінансування інвестицій для таких АТ.

Ряд досліджень, проведених як зарубіжними, так і вітчизняними науковцями, довели існування кореляції між структурою власності, що склалася в акціонерному товаристві та його емісійною стратегією [3, 4]. На нашу думку, можна виділити наступні,

характерні для України особливості структури акціонерів, які впливають на емісійну активність підприємств.

По-перше, значна кількість акціонерів (понад 1000), яка спостерігається у більшості вітчизняних підприємств, при чому, в динаміці не існує тенденції до її значного скорочення. Таке становище в переважній більшості випадків пояснюється приватизаційним минулим підприємств — під час її сертифікатного етапу пропозиція акцій ВАТ за приватизаційні майнові сертифікати та компенсаційні сертифікати становила, відповідно, 6945 од. та 4783 од.; реально було продано акції 11 483 акціонерних товариств (що становить третину АТ, зареєстрованих в Україні) [5, с. 63]. Причому, основну масу акціонерів становлять фізичні особи, які отримали у власність акції в обмін на приватизаційні майнові сертифікати, володіють дрібними пакетами та не можуть реально впливати на управління і реально контролювати ситуацію на підприємстві.

По-друге, в Україні формується структура акціонерного капіталу з переважанням мажоритарних акціонерів («stakeholder capitalism»), що підтверджує тезу про поступове поширення у вітчизняній моделі корпоративного управління континентальних характеристик.

По-третє, незважаючи на явні переваги, що їх отримали менеджери в період сертифікатної приватизації, сумарна величина пакетів, що перебуває у власності членів виконавчого органу досить незначна. Зазначимо, що в Україні досить наближено можна оцінити агентські проблеми на тому чи іншому підприємстві, оскільки існуюча система розкриття інформації не враховує впливу інсайдерів та непряме володіння акціями менеджерами через юридичних осіб.

По-четверте, наявність в окремих акціонерних товариствах істотної державної частки акцій.

На нашу думку, зв'язок між структурою власності та емісійною діяльністю акціонерних товариств проявляється в наступному:

— додаткова емісія акцій використовується не тільки як механізм залучення капіталу, а й з метою перерозподілу власності, в тому числі, для зменшення кількості фізичних осіб-акціонерів або розмивання державного пакету акцій;

— з точки зору фактору часу, додаткова емісія проводиться лише після того, як у домінуючій групі власників з'являться можливості зберегти свої повноваження або відбувся перехід контро-

лю і нові акціонери через емісію намагаються закріпитися на підприємстві (збільшити власний пакет);

— участь фізичних осіб у додатковому випуску акцій залежить від наявності на час проведення вільних грошових коштів, бажання вкладати їх у акції власного підприємства, існування перешкод з боку менеджерів та власників крупних пакетів акцій. Найвагомим фактором, що впливає на ставлення індивідуальних інвесторів до інструментів фондового ринку є особиста участь у сертифікатній приватизації. Задекларовані соціальні пріоритети роздержавлення, видача приватизаційних майнових та компенсаційних сертифікатів з наступним їх обміном на акції не призвели до стійкого сприйняття цінних паперів як надійного інструменту інвестицій;

— держава не має законодавчо закріплених механізмів для уникнення розмивання власного пакету акцій під час емісії, що призводить або до конфліктів між нею та іншими акціонерами, або до зменшення її впливу на діяльність акціонерного товариства через відсутність можливості викупити пакет додаткового випуску [6, 7].

В загальному можна констатувати, що інвестиційно-фінансова криза на підприємствах державного сектору України має наступні основних чинники:

— об'єктивна неможливість держави як власника забезпечити необхідні фінансові ресурси для інвестиційної діяльності належних їй підприємств за рахунок використання бюджетних коштів;

— відсутність реальної зацікавленості у керівництва державних компаній у активізації інвестицій у зв'язку з невизначеністю власного статусу, статусу підприємства, низькою кореляцією результатів підприємницької діяльності та винагороди менеджерів [8];

— перманентний конфлікт між державою-акціонером та іншими співвласниками підприємства.

Сукупна дія вказаних факторів призводить до того, що представники держави на загальних зборах акціонерів, де розглядається питання щодо додаткового випуску акцій, у переважній більшості випадків блокують розгляд цього питання або голосують проти додаткової емісії пайових інструментів. Проте, в новітній історії України існують прецеденти позитивного голосування держави-акціонера з наступним додатковим випуском та, відповідно, розмиванням державного пакету ак-

цій. Такі випадки — приклад неприхованого лобіювання великих фінансово-промислових груп, які через такий механізм намагаються мінімізувати витрати для здобуття контролю над підприємством.

Багато в чому негаразди в емісійній діяльності державних компаній на ринку акцій пояснюються недосконалою дивідендною політикою, що її реалізує держава як власник. У нормативно-правовій базі України зафіксовано кілька положень, що визначають обов'язковий характер виплати дивідендів підприємствами, де держава має вирішальний вплив:

- Закон України «Про управління об'єктами державної власності», який визначає, що: «Господарська організація, у статутному фонді якої є корпоративні права держави, за підсумками календарного року зобов'язана спрямувати частину чистого прибутку на виплату дивідендів»;

- Постанова Кабінету Міністрів України від 12 травня 2007 року № 702 Про затвердження Порядку формування та реалізації дивідендної політики держави, яка встановлює, що: «Базові нормативи та строки перерахування до державного бюджету дивідендів щороку затверджуються Кабінетом Міністрів України за поданням Фонду державного майна та доводяться до суб'єктів управління корпоративними правами»;

- Постанова Кабінету Міністрів України від 29 січня 2007 року № 68 Про затвердження Порядку відрахування господарськими організаціями до державного бюджету частини чистого прибутку (доходу) [10];

- Закон України про державний бюджет на відповідний рік, яким встановлено планові показники надходжень дивідендів від господарських товариств з державною часткою власності.

На нашу думку, недоліками подібного підходу є:

- обов'язковість виплати, яка, фактично, прирівнює дивіденди підприємств з державною часткою власності до прямого вилучення прибутку на користь держави;

- відсутність чіткої диференціації ставок та критеріїв визначення інших параметрів дивідендних виплат;

- ігнорування державою ролі нерозподіленого прибутку як джерела фінансування капітальних вкладень, в результаті чого домінують фіскальні мотиви під час прийняття рішення щодо виплати дивідендів;

— конфлікт з іншими акціонерами, які можуть відмовитися від дивідендів на користь реінвестиції, якщо їх не влаштуватиме зафіксований розмір.

Більше того, з'явилися випадки, коли в умовах приватизаційних конкурсів, що оголошуються органами державного управління, зафіксовані положення, які змушують підприємство виплачувати частину прибутку у вигляді дивідендів.

Виконання затверджених бюджетним законодавством планів щодо надходження дивідендів до державної казни, нарахованих на державну частку у статутних капіталах господарських товариств однозначно трактується високопосадовцями як позитивний результат. При цьому ігноруються потреби підприємства у інвестиційних ресурсах, думки інших акціонерів щодо розміру дивідендів, падіння ринкової вартості підприємства і т. п. На рис. 3 зображена динаміка планових та фактичних показників надходжень дивідендів від корпоративних прав держави за 2004—2007 рр.

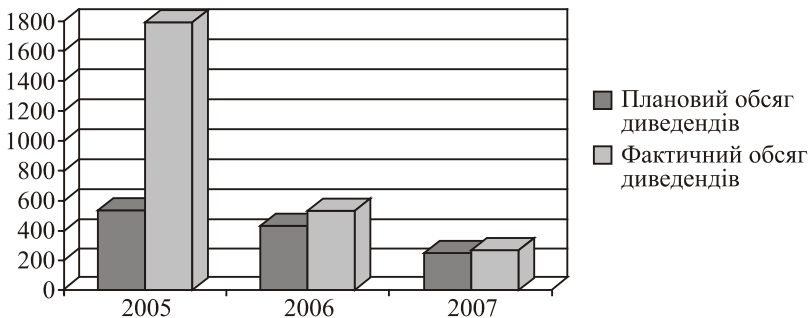


Рис. 3. Планові та фактичні надходження дивідендів до державного бюджету України

Як видно з даних рис. 3, протягом 2005—2007 рр. спостерігалося щорічне перевиконання планів надходжень дивідендів до державного бюджету, нарахованих на державний пакет акцій. Утім, даний аргумент не може бути використано для виключно позитивної оцінки управління державними корпоративними правами, оскільки розмір та необхідність таких виплат регламентуються законодавчо і не враховують реальний стан підприємства і його потребу в інвестиціях.

На підставі викладеного вище можна дійти наступних висновків.

Реалізація інтересів держави в питаннях додаткової емісії акцій, на нашу думку, повинна базуватися на таких засадах:

— захист державних інтересів не повинен впливати на статус, права та інтереси інших співвласників акціонерного товариства;

— визнання об'єктивної неспроможності держави зберегти належну частку в статутному капіталі шляхом викупу відповідної кількості цінних паперів додаткового випуску в разі відсутності відповідного бюджетного фінансування;

— відмова від орієнтирів в управлінні державними корпоративними правами, які враховують лише розмір надходжень до державного бюджету від приватизації та дивідендів;

— обов'язкове голосування представника держави на загальних зборах з приводу додаткової емісії акцій на основі економічної доцільності рішення держави-власника;

— врахування чинного законодавства в питаннях додаткового випуску акцій.

Розв'язання цих проблем та прийняття відповідних рішень державою має базуватися на основі врахування наступних основних факторів: по-перше, стратегічне значення підприємства для економіки держави, визначене за чітко детермінованими критеріями; по-друге, оцінка альтернативних вигод у разі розмивання державного пакету акцій у вигляді створення нових робочих місць, зростання податкових платежів, виробництва соціально значимої продукції; по-третє, розмір державної частки в статутному капіталі акціонерного товариства та об'єктивні передумови для збереження власності держави; по-четверте, диференціація політики держави щодо голосування про додатковий випуск паївових цінних паперів.

Крім того, розраховувати на покращення ефективне використання запропонованого механізму можна лише у випадку докорінних змін у системі призначення керівників підприємств державного сектору, зокрема:

— встановлення чітких критеріїв за якими буде проводитися оцінка ефективності їх діяльності;

— прозорість та зрозумілість у системі оплати праці менеджерів державних компаній;

— запобігання прикладам тиску на менеджмент державних компаній з політичних або інших суб'єктивних мотивів.

Отже, активізація емісійної діяльності підприємств державного сектору на ринку акцій є питанням державної ваги, вирішення

якого дасть змогу цьому секторові національної економіки розраховувати на конкуренцію з приватними компаніями. Головні зусилля держави і як власника, і як регулятора повинні бути сконцентровані на наступних напрямках:

— відмова від фіскальних пріоритетів у політиці управління акціонерними товариствами, де присутня державна частка власності;

— виходячи з попереднього — докорінна реформа існуючого механізму відбору та призначення керівників державних компаній та критеріїв якісної оцінки їх діяльності.

Література

1. Звіт про результати управління корпоративними правами держави в господарських товариствах за 2007 рік//www.spfu.gov.ua.

2. Статистична інформація [Електронний ресурс]. Державний комітет статистики України. Офіційний сайт. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

3. *Миркин Я.* Структура собственности и фондовый рынок [Електронний ресурс] / Режим доступу: <http://www.mirkin.ru/docs/00kolonka01.doc>.

4. *Суторміна В. М.* Фінанси зарубіжних корпорацій: Підручник. — К.: КНЕУ, 2004. — 566 с.

5. Значення сертифікатної приватизації в процесі роздержавлення власності. Можливі напрямки використання позитивних результатів та мінімізації негативних аспектів сертифікатної приватизації// Науково-дослідна робота. — К.: ДАК «НМАЦ», 2000.

6. Закон України «Про управління об'єктами державної власності» №185-5 від 21 вересня 2006 року.

7. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 року №436-IV // Відомості Верховної Ради. — 2003. — №18, №19—20, № 21—22.

8. Постанова Кабінету Міністрів України «Про конкурсний відбір керівників суб'єктів господарювання державного сектору економіки, які мають стратегічне значення для економіки держави» № 234 від 1 квітня 2005 року.

9. Постанова Кабінету Міністрів України «Про затвердження Порядку формування та реалізації дивідендної політики держави» № 702 від 12 травня 2007 року.

10. Порядок відрахування господарськими організаціями до державного бюджету частини чистого прибутку (доходу) // Постанова Кабінету Міністрів України №68 від 29 січня 2007 року.

Стаття надійшла до редакції 20.06.2008 р.