

УДК 336.76

Черченко О.Л.

## РЕФОРМУВАННЯ ВІДНОСИН ВЛАСНОСТІ І РОЗВИТОК ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ

Досліджується взаємозв'язок розвитку корпоративної власності, фондового ринку, формування ефективного власника та їх вплив на активізацію інвестиційних процесів в Україні.

It is examined the communication of the development of the corporative property, the fund market, the formation of the effective owner and theirs influence on the activity of investment processes in Ukraine.

Роздержавлення та приватизація, як напрям реформування відносин власності шляхом перетворення державних підприємств в Україні в суб'єктів інших форм власності, фактично завершені в основній галузі народного господарства – промисловості і в значній мірі здійснені в інших галузях.

В результаті створено певну систему корпоративних відносин, нею охоплено понад 31000 акціонерних товариств, дві третини з яких являються закритими. Це насамперед великі та середні підприємства. Серед них близько 850 господарських товариств знаходяться в Реєстрі корпоративних прав держави. Держава в особі Кабінету Міністрів України, Фонду державного майна України, інших центральних та місцевих органів влади мають в 70% акціонерних товариствах даної категорії пакети акцій розміром від 25% до 75%. Їх «обслуговують» понад 1700 професійних учасників фондового ринку. Акціонерами, тобто інвесторами, є десятки мільйонів громадян, що охоплюються корпоративними відносинами.

З досягненням цієї мети передбачалося, що заміна підприємств державної власності на приватні або корпоративні призведе до значного переломного підйому ефективності економіки.

Тому аналіз проблем розвитку корпоративного управління, подальшого проведення приватизації, вмотивованості нових власників ставати ефективними, чи більш ефективними в порівнянні з менеджерами державних підприємств радянського часу, активізація інвестиційної діяльності економічних суб'єктів є постійно актуальним і запитуваним і подається в дослідженнях багатьох вітчизняних економістів, зокрема, Архангельського Ю., Гейця В., Гриценко А., Демент'єва В., Джумагельдієвой Г., Евтушевського В., Кваснюка Б., Петруні Ю., Радзівського А. та ін.

Переважна більшість великих та середніх підприємств перетворилась на акціонерні товариства, але надії щодо їх ефективності не виправдалися. Стало зрозумілим, що майже механічна заміна власника – держави на приватного чи корпоративного, як це відбулось в Україні та інших пострадянських країнах, однозначно не веде до появи ефективного власника, його спрямованості до активних інвестиційних дій.

Ця проблема більш загострилась в умовах світової економічної кризи, початок якій з фінансової сфери поклали США.

Приватизація не показала серйозних економічних успіхів у порівнянні з державними підприємствами радянської доби. За небагатьма випадками не з'явився ефективний власник. Таку ситуацію, що не виправдала очікувань від приватизації (демонтажу державної власності), деякі автори пов'язують з тіньовою економікою. Але на перше місце слід було б ставити висновок вказаних авторів про те, що помилковим є ототожнювання індивідуальної приватної власності (власності фізичної особи), де власник і робітник виступає в одній особі, і приватної власності, де власник і робітник – різні

суб'єкти. Старанна праця і велика віддача при наявності попиту на товари або послуги на присадибних ділянках, дачах, власних дрібних майстернях тощо не означає такого ж ефекту від великих та середніх підприємств, які мають переважний вклад в створення валового суспільного продукту. Тому висновки, які є справедливими для малих підприємств, не можна безпідставно переносити на великі та середні [1].

Крім того треба визнати, що в державній власності перебувають і досить успішно конкурують з приватними багато підприємств в різних країнах. Зокрема, в Австрії 75% важкої промисловості належить державі, в США – 25-75% підприємств різних галузей, в Швеції – 50%, Данії – 60% [2].

На наш погляд, у зв'язку з цим слід підтримати існуючі пропозиції щодо введення мораторію на приватизацію та досконалого вивчення Фондом державного майна чи іншим спеціальним державним органом ефективності підприємств різних форм власності за весь час приватизації або, як мінімум, за десять останніх років, тобто за час після дефолту 1998 р.

Пропозиція щодо такого аналізу може викликати критику і заперечення з посиланням на світову економічну кризу, яка зруйнувала всю систему показників і привела до стану банкрутів багато підприємств. Але такий аналіз потрібен, тому що однією з причин кризового стану економіки України можна вважати і неефективну діяльність вітчизняних підприємств, значну зорієнтованість найбільших із них (металургійна, хімічна промисловість та ін.) на зовнішній ринок, небажання інвестувати свої прибутки в оновлення основних засобів і нові технології, розвиток внутрішнього ринку.

Необхідно ставити питання про реприватизацію (націоналізацію), а також вирішувати його. Досвід капіталістичних країн показує, що збиткові підприємства реприватизувались, а потім за рахунок коштів держбюджету «піднімались» і знову продавались ефективному власнику. Ця тенденція посилилась в умовах сучасної світової економічної кризи, коли розвинуті держави викупають акції потужних банків, фактично націоналізуючи їх, і через активізацію кредитного середовища намагаються впливати на «реальну» економіку.

Безумовно всі тягарі при цьому ляжуть на плечі платників податків, основну масу представляють наймані працівники – трудящі, тому цей процес має певний класовий характер, і при його здійсненні потрібна оптимізація інтересів членів суспільства.

В передкризові 2006-2007р.р. економіка України характеризувалась посиленням інвестиційної складової економічного зростання, що засвідчується випереджаючим зростанням валового нагромадження основного капіталу. Реальний приріст інвестицій в основний капітал склав за три місяці 2007 року 28,5% ВВП проти 16,1% за аналогічний період минулого року. Це наклало позитивний відбиток на динаміку промислового виробництва [3].

Але при цьому найвищими темпами зростали капіталовкладення у фінансовій діяльності (на 60,3 %), сфері державного управління (54,7 %), секторі комунальних та інших індивідуальних послуг (47,9 %), торгівлі (43,4%), переробній промисловості (42,7%), операціях з нерухомістю (36,5 %). Динаміка інвестицій в основний капітал у промисловості була в 2,5 разів вищою, ніж у 2006 р. (30.0 проти 11,9 %), але частка інвестицій в основний капітал у промисловості склала лише 38.2 % загальних капіталовкладень. Спад динаміки спостерігався лише щодо капіталовкладень у виробництві та розподіленні електроенергії, газу та води (-15,1 %) [3].

Між тим, незважаючи на високі темпи зростання інвестиційних витрат, їхня структура залишається малоефективною, не орієнтованою на реалізацію стратегічних пріоритетів економічного розвитку. Структура інвестиційної динаміки спрямована,

насамперед, на консервацію наявної неефективної структури промисловості України. Хоча, завдяки випереджаючому зростанню переробної промисловості порівняно з добувною, частка переробної промисловості серед промислових інвестицій зросла до 70,9 %, основна маса приросту була забезпечена металургією (69,6% зростання) та харчовою промисловістю (44,1 %). Внаслідок цього 56 % інвестицій в основний капітал у переробній промисловості було сконцентровано у цих галузях.

На жаль, такий же висновок не можна зробити щодо важливих інноваційно орієнтованих галузей. Так, в хімічній та нафтохімічній промисловостях інвестиції зросли, за підсумками січня-вересня, лише на 3,6 %, у машинобудуванні - на 21,6 %. При цьому динаміка капіталовкладень у машинобудуванні забезпечувалася переважно інвестуванням у виробництво транспортних засобів та устаткування (приріст 31,3 %, в т.ч. в автомобілебудівну галузь – 40,4 %). Водночас темп приросту капіталовкладень у виробництво машин та устаткування був удвічі меншим – 17,3 %. у виробництво електричного, електронного та оптичного устаткування – 13,9 %.

Порівняльний аналіз ефективності приватних підприємств в сучасних умовах складно зробити, оскільки органи державної статистики з 2006 р. на жаль припинили облік основних фондів за формами власності, який треба поновити.

Важливим фактором зростання економіки є залучення іноземних інвестицій. Разом із тим, ефективність впливу іноземного інвестування на здійснення в українській економіці позитивних структурних зрушень та трансфер технологічних рішень для модернізації економіки України є надзвичайно низькою.

За даними Держкомстату в структурі інвестиційних джерел іноземні інвестиції у 2006 р. склали лише близько 3 %. Іноземні інвестори орієнтуються переважно на високорентабельні швидкоокупні сегменти української економіки. Так, 46,6 % прямих інвестицій які надійшли в Україну станом на 1.10.2007 р., вкладено в фінансову діяльність, торгівлю, готельний та ресторанний бізнес, операції з нерухомістю. Натомість частка інвестицій, спрямованих в промисловість, зменшилася до 36,3 % проти 44,6 % на кінець 2005 р.

Корпоративний сектор економіки має відігравати велику роль як у внутрішньому інвестуванні, так і в залученні іноземних інвестицій шляхом виходу із своїми цінними паперами на зовнішній фондовий ринок.

Це можливо при розв'язанні проблем якості корпоративного управління і активного розвитку фондового ринку. Перша проблема на етапі завершення ринкової трансформації та масового створення акціонерних товариств набуває виключного значення.

Що стосується проблеми корпоративного управління, то воно повинно базуватися на внутрішньофірмовому плануванні та прогнозуванні своєї діяльності, передбачаючи співпрацю зі своїми партнерами. Система управління повинна включати механізм мотивації менеджерів і працівників, які можуть не бути акціонерами даної корпорації, а також, забезпечену законодавством і внутрішніми документами, стабільність внутрішніх взаємовідносин, зокрема між менеджментом і акціонерами, акціонерами, які володіють крупними пакетами акцій, і міноритарними. Необхідна прозорість та доступність інформації для пересічних акціонерів, жорсткий контроль за діяльністю управлінців.

Важливим елементом такої системи є дивідендна політика.

В сучасних умовах згідно законодавства акціонери на щорічних чергових зборах акціонерного товариства повинні приймати рішення про розподіл прибутку та покриття збитків, що передбачає визначення порядку сплати дивідендів в наступному році. При різних моделях визначення фонду дивідендів він частіше формується з прибутку за залишковим принципом, після реалізації інвестиційних програм та ін. Збори акціонерів в

більшості випадків приймають рішення про реінвестування прибутку без виділення фонду сплати дивідендів. Про наступний перерахунок дивідендів на інвестований прибуток мова частіше зовсім не іде. Це може бути виправдано в умовах кризи, але не як постійне явище.

Майже вся маса власників дрібних пакетів акцій з'явилася під час приватизації, коли отримала акції в обмін на "ваучери". Оскільки сам "ваучер" як грошовий інструмент є дуже абстрактним поняттям, він не викликав у населення відчуття інвестування власних, тим більш готівкових грошей, і як наслідок майже не викликав відчуття корпоративного співвласника.

Також слід відмітити, що при розпорошеності акцій, коли не ясно, хто несе основну економічну відповідальність за реалізацію прийнятих рішень, за виконання укладених угод, в умовах ринкової економіки викликає настороженість і відштовхує контрагентів акціонерних товариств, особливо іноземних.

Розвиток фондового ринку є одним із визначальних напрямів диверсифікації фінансової системи і ефективного функціонування його учасників.

Для українського фондового ринка характерні риси становлення, розвитку, яких потрібно прискорено позбавлятися чи вдосконалювати, від чого залежить його привабливість для вітчизняних та іноземних інвесторів.

Насамперед це стосується посилення ролі організованого фондового ринку над неорганізованим, частка якого в сучасних умовах значно переважає.

Потрібна активізація вітчизняних інвесторів, оскільки зовнішні інвестори переважають внутрішніх на вторинному ринку акцій та других цінних паперів.

На фондовому ринку повинно збільшитися число емітентів, яке на сьогодні є незначним. При цьому присутнє домінування стратегії корпоративного контролю на ринку акцій та обмеженість їх похідних. Одночасно спостерігається нестача ліквідних і надійних цінних паперів при високих темпах розвитку обсягів торгівлі в передкризові часи, що обумовлює нестійкість ринку.

На ринку переважають цінні папери підприємств базових галузей, зокрема ПЕК, а також телекомунікацій у загальній капіталізації та серед вітчизняних «блакитних фішок».

Закритість чи обмеженість розкриття інформації щодо результатів діяльності корпорацій та їх інвестиційних планів не сприяє інтересу до них з боку інвесторів.

Вітчизняний ринок цінних паперів дуже залежить від кон'юнктури на зарубіжних ринках товарів і капіталів, в цілому від зовнішніх факторів.

Необхідно також подальше вдосконалення законодавства. Певну позитивну роль в цьому покликаний зіграти прийнятий в 2008 році Закон України «Про акціонерні товариства».

Розвиток фондового ринку України повинен прискорювати вихід на нього корпоративних цінних паперів резидентів, поліпшення його кількісних і якісних характеристик і забезпечення їхньої конкурентоспроможності.

Світова практика показує, що в розвинутих країнах ринок цінних паперів і, відповідно, формування культури корпоративного управління пройшли значний еволюційний шлях від хаосу і роздрібності до цілісності, централізації та чіткого державного регулювання, що притаманне для всієї фінансової системи окремої країни і міжнародних фінансово-економічних відносин в цілому.

Україна повинна враховувати міжнародний досвід, пам'ятаючи, що головними характеристиками і принципами функціонування такого ринку є його цілісність, централізація, прозорість, застосування електронного обігу цінних паперів.

Процеси формування розвинутого фондового ринку і ефективного власника взаємопов'язані.

Стійкий розвиток конкурентоспроможного фондового ринку як невід'ємної частини всього фінансового ринку України повинен виходити з необхідності заохочення підвищення ефективності корпоративного управління всіх його учасників. Це сприятиме загальному покращенню інвестиційного клімату в країні.

Необхідними умовами суттєвого зміцнення фондового ринку має бути: широке практикування реалізації національних цінних паперів на внутрішньому ринку, що розширить можливості фінансування економічно активних об'єктів господарювання; поглиблення інвестиційної спрямованості угод, їхня легітимізація, розширення ємкості організованого ринку, збільшення його капіталізації; диверсифікація фінансових інструментів ринку, з одночасним зміцненням регуляторних обмежень щодо переміщення спекулятивного капіталу; підвищення рівня конкуренції між інститутами фондового ринку на внутрішньому і зовнішньому сегментах; збалансування чинних і розробка нових законодавчих і підзаконних нормативних актів, в першу чергу тих, що стосуються захисту прав власності як великих, так міноритарних інвесторів; модифікації засобів державного регулювання ринку з більш активним використанням можливостей професійних його учасників, орієнтація заходів державного управління на захист і підтримку розвитку ринкових механізмів самозбалансування; розвиток методів упередження і запобігання ризиків у діяльності фінансових установ, напрацювання системи індикаторів раннього реагування, контролю за потоками спекулятивних капіталів; приведення законодавства у відповідність до директив Європейського Союзу, що регулюють фінансові ринки та інститути ринкової інфраструктури; удосконалення біржової системи та біржової торгівлі шляхом встановлення єдиних вимог до організаторів торгівлі щодо порядку визначення біржового курсу цінного паперу та стандартів розкриття інформації про результати торгів, що підлягає регулярному оприлюдненню; створення центрального депозитарію, запровадження Державного реєстру реєстрів власників іменних цінних паперів; врегулювання порядку відкриття рахунків у цінних паперах іноземних емітентів, придбаних за межами України в депозитарних установах країн, де були придбані такі папери; удосконалення змісту інформації та порядку її розкриття емітентами цінних паперів з урахуванням міжнародної практики та досвіду функціонування системи розкриття інформації запровадженої Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок»; створення правових засад для випуску та обігу деривативів та українських депозитарних розписок [3].

Всі зміни в економічній політиці уже в теперішній час світової економічної кризи повинні бути спрямовані на створення умов для швидкого початку відродження економіки, здійснювання програми реструктуризації і одночасного визначення найбільш перспективних секторів для майбутнього розвитку, створення привабливого клімату для потенційних інвесторів.

### *Література*

1. Архангельський Ю., Радзієвський А. Про ефективність приватизації в Україні //Економіка України, 2008. – №9.- С.60, 90.
2. Джумагельдієва Г. К вопросу о способах управления объектами государственной собственности// Экономика Украины, 2008. - №2.- С.74,78.
3. Україна в 2007 році:внутрішнє і зовнішнє становище та перспективи розвитку//Економіст, 2008.-№2.- С.25,26.

*Рекомендовано до публікації  
д.е.н., професор Ковальчук К.Ф. 10.03.09*

*Надійшло до редакції  
23.02.09*