

Українська академія банківської справи

На правах рукопису

Волик Ілона Миколаївна

УДК 658.16 (043)


Фінансова мотивація акціонування
підприємств регіону

Спеціальність 08.04.01 - фінанси, грошовий обіг і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата
економічних наук

Науковий керівник:
Мінченко Микола Васильович,
кандидат економічних наук, доцент

Суми - 2001



ЗМІСТ

	стор.
ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФІНАНСОВОЇ МОТИВАЦІЇ АКЦІОНУВАННЯ	
1.1. Акціонування як спосіб організації фінансів	10
1.2. Особливості акції у системі мотиваційних механізмів акціонування	20
1.3. Досвід та основні напрямки створення акціонерних товариств	30
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ОСОБЛИВОСТЕЙ ТА ПРАКТИКИ ЗАПРОВАДЖЕННЯ ФІНАНСОВОЇ МОТИВАЦІЇ АКЦІОНУВАННЯ	
2.1. Організаційні засади запровадження фінансової мотивації акціонування	53
2.2. Особливості реалізації фінансової мотивації при створенні акціонерних товариств	63
2.3. Оцінка ефективності фінансової мотивації акціонування на прикладі підприємств Сумського регіону	81
РОЗДІЛ 3. ОСНОВНІ НАПРЯМКИ УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВОЇ МОТИВАЦІЇ АКЦІОНУВАННЯ	
3.1. Обґрунтування організаційних засад та механізмів залучення і використання капіталів при акціонуванні	108
3.2. Запровадження системи економічних стимулів при акціонуванні	138
3.3. Особливості управління акціонерним товариством в процесі реалізації мотиваційних механізмів акціонування	155
ВИСНОВКИ	174
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	185
ДОДАТКИ	197

ВСТУП

Побудова в Україні ринкової системи зумовлює реформування усіх без виключення сфер економічної діяльності. В умовах трансформації економіки спостерігаються зміни і у відносинах власності та господарювання, що виражаються через створення різних форм підприємництва. Масового характеру набув процес приватизації та створення акціонерних товариств. Акціонерна форма організації бізнесу завдяки широким можливостям мобілізації фінансових ресурсів, здатності швидко і якісно реагувати на будь-які зміни економічного характеру, конкурентоспроможності, стала домінуючою у процесі економічного реформування. Розвиток нових форм підприємств, процеси роздержавлення та приватизації, реорганізація підприємницьких структур переважним чином проходять через акціонування підприємств.

На сьогодні в Україні налічується близько 40 тисяч акціонерних товариств, серед яких майже 40 % відкриті, більше 18 млн. громадян є власниками частки у акціонерному капіталі. У зв'язку з цим дослідження механізму функціонування акціонерного сектора зумовлює особливу актуальність і значимість вирішення проблеми фінансової обумовленості створення акціонерних товариств, обґрунтування та вдосконалення способів запровадження фінансової мотивації акціонування.

Разом з розвитком акціонерних товариств розкриваються нові можливості у розширенні джерел нагромадження, вноситься новизна у процес управління, створюється зацікавленість учасників виробничого процесу в наслідках фінансової діяльності і, що важливо, створюється підхід до пробудження творчої ініціативи працюючих.

Практична сторона впровадження акціонерних відносин налічує чимало прикладів створення акціонерних товариств. Значна частина колишнього державного сектора набула статусу акціонерного. Але лише на деяких підприємствах відбулися реальні зміни, покращено фінансові показники, з'явилися дійсні, повноправні власники. В більшості випадків

фінансове становище акціонерного сектора, створеного у процесі приватизації державної власності, залишається нестійким, іноді вкрай незадовільним. Аналіз українських реалій свідчить, що причини нерегульованості економічного стану акціонерного сектора криються, насамперед, в ігноруванні об'єктивних основ та закономірностей акціонування, у спробах штучного перенесення західного досвіду на вітчизняну дійсність, у відсутності діючого правового поля, що відповідає вимогам сьогодення та системного підходу до проведення реформ. Ряд проблем функціонування акціонерного сектора, включаючи пошук найбільш привабливих, оптимальних механізмів залучення і розподілу капіталів потребують нагальної уваги та вирішення. Тому тема дисертаційного дослідження є актуальною, має важливе теоретичне та практичне значення, відповідає стратегічним підходам і планам держави стосовно ринкової трансформації української економіки в цілому та окремих її галузей зокрема, направлених на формування ефективного акціонерного сектора, та потребує подальшої розробки.

У науковій літературі питання акціонування та організації фінансових відносин у акціонерних товариствах висвітлені у працях вчених досить широко. Зокрема, цим проблемам присвячено роботи вітчизняних науковців: Б. Альохіна, В. Беседіна, І. Бланка, О. Васюренка, М. Гольцберга, А. Спіфанова, Е. Жукова, Я. Міркіна, В. Міщенко, С. Мочерного, М. Павловського, Н. Рязанової, І. Сало, Е. Торкановського; а також іноземних: У. Батлера, Дж. Бейлі, Є. Брігхема, Є. Моргана, У. Шарпа.

Ставлячи за мету наукове обґрунтування процесів акціонування в Україні, автор виходив з необхідності запровадження фінансових механізмів організації акціонерних відносин для забезпечення сталості та фінансової рівноваги акціонерних товариств.

Все вищевикладене й обумовило вибір теми дослідження, її актуальність, значимість, теоретичні розробки та практичне впровадження.

Наукові результати, теоретичні положення та висновки дослідження було використано при виконанні науково-дослідницької теми “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” державний реєстраційний номер 01996002342).

Метою дисертаційної роботи є вивчення стану акціонування та розробка основних напрямів і практичних рекомендацій щодо його фінансової мотивації, удосконалення механізмів створення та функціонування акціонерних товариств.

Відповідно до поставленої мети були визначені такі завдання:

- дослідити сутність фінансової мотивації акціонування, її значення у формуванні економічної системи сучасного ринкового господарства;
- дослідити досвід та об'єктивні основи створення акціонерних товариств у країнах світу, їх місце в економічній структурі суспільства, еволюцію створення акціонерних товариств у процесі приватизації з метою з'ясування позитивних змін, що спостерігаються в процесі їх функціонування, зіставити з українською дійсністю;
- дослідити особливості акціонерної моделі, яка складається в Україні, специфіку, закономірності розвитку відносин в акціонерних товариствах, основні внутрішні проблеми, що обмежують ефективність функціонування акціонерних підприємств та визначити шляхи їх подолання;
- дослідити стан реалізації фінансової мотивації акціонування та визначити напрями подальшого вдосконалення механізмів фінансування акціонерної діяльності та розподілу капіталів;
- обґрунтувати економічні стимули акціонування та визначити напрями їх удосконалення;
- дослідити особливості управління акціонерним товариством у процесі реалізації фінансової мотивації акціонування, розробити рекомендації щодо вдосконалення управлінських підходів.

Об'єктом дослідження є організація акціонування в Україні в цілому та в Сумській області зокрема.

Предметом дослідження є обґрунтування фінансових механізмів діяльності акціонерних товариств.

У процесі дослідження направляючим і спрямовуючим став діалектичний метод. На його основі застосовувалися прийоми порівняння, аналізу, групування, розгрупування, балансовий, розрахунково-конструктивний та економіко-статистичний методи, факторний аналіз на основі кореляційної залежності.

Дослідження створення та сучасного стану акціонерного сектора здійснювалося на основі використання методів порівняльного аналізу, групування, розгрупування. Аналіз діяльності акціонерних товариств проведено з використанням економіко-статистичного, балансового, розрахунково-конструктивного методів. Дослідження інвестиційних характеристик цінних паперів здійснено на основі кореляційного аналізу.

Наукова новизна дисертаційного дослідження полягає у наступному:

- на основі узагальнення вітчизняного та зарубіжного досвіду акціонування поглиблено та конкретизовано економічний зміст поняття “фінансова мотивація акціонування” та визначено напрями її запровадження;

- обґрунтовано доцільність та розроблено механізм фінансування акціонерних товариств на основі проведення додаткових емісій акцій;

- суттєво вдосконалено систему показників для оцінки інвестиційної привабливості акцій з метою поглибленого аналізу їх дохідності;

- виявлено особливості організації дивідендної політики акціонерними товариствами в сучасних умовах господарювання та розроблено механізми її організації з урахуванням дійсного фінансового

стану підприємств з метою формування оптимальної стратегії розподілу прибутків;

- обґрунтовано систему економічних стимулів акціонування на основі вдосконалення захисту прав акціонерів;
- вперше обґрунтовано цілісний механізм здійснення управління акціонерним товариством з боку власника об'єднаного майна та суб'єкта господарювання в процесі запровадження фінансової мотивації акціонування.

Практичне значення одержаних результатів дисертаційного дослідження визначається обґрунтованими пропозиціями щодо удосконалення фінансово-мотиваційних механізмів діяльності акціонерних товариств.

Проведені узагальнення досвіду створення акціонерних товариств, уточнення щодо мотиваційних засад акціонування можуть бути використані як діючими вітчизняними акціонерними товариствами у процесі здійснення діяльності, так і тими, що стали на шлях акціонування.

Пропозиції щодо вдосконалення емісійної діяльності можуть бути корисними в процесі здійснення повторних емісій акцій усіма без виключення акціонерними товариствами.

Рекомендації автора щодо аналізу дохідності акцій можуть використовуватися для оцінки інвестиційної привабливості цінних паперів та ознайомлення широкого кола акціонерів з результатами діяльності акціонерного товариства.

Запропоновані принципи формування та механізми організації дивідендної політики можуть бути використані в процесі розробки стимулюючих аспектів акціонування.

Сформульовані підходи та запропоновані рекомендації щодо захисту прав акціонерів можуть бути використані в процесі розробки законодавчих аспектів, внутрішньої нормативної бази та прийняття окремих положень щодо діяльності акціонерних товариств.

Пропозиції щодо здійснення управління з позиції власника об'єднаного майна та з позиції суб'єкта господарювання в практичній діяльності сприятимуть розмежуванню управлінських функцій між загальними зборами, правлінням та апаратом управління. На практиці доцільно використовувати кумулятивну систему голосування при формуванні органів управління акціонерним товариством.

Окрім цього, результати дослідження можуть бути використані науковими та навчальними закладами при розробці наукових тем та викладанні ряду навчальних дисциплін: "Фінанси підприємств", "Фінансовий менеджмент", "Операції з цінними паперами" та інших.

Наукові результати, що виносяться на захист, одержані автором особисто і знайшли відображення в опублікованих наукових працях.

Особистий внесок здобувача полягає в узагальненні зарубіжного та вітчизняного досвіду створення акціонерних товариств у процесі приватизації, конкретизації основних напрямів запровадження фінансової мотивації акціонування, обґрунтуванні механізмів фінансування акціонерної діяльності, організації дивідендної політики, оцінки інвестиційної привабливості акції за параметрами їх дохідності, удосконаленні системи захисту прав акціонерів та системи управління.

Основні положення і результати дисертаційного дослідження оприлюднені на Всеукраїнських науково-практичних конференціях "Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України" (м. Суми, 1999, 2000); Міжнародній науково-практичній конференції "Реформування фінансово-кредитної системи і стимулювання економічного зростання" (м. Луцьк, 2001). Результати дослідження доповідалися автором на щорічних наукових конференціях професорсько-викладацького складу Української академії банківської справи в 1999-2000 рр.

Результати дослідження знайшли відображення у 9 наукових працях, надрукованих у фахових виданнях загальним обсягом 2,4 д. а.

Дисертація складається з вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатка. Повний обсяг дисертації – 200 сторінок, у т.ч. на 41 сторінці розміщено 14 таблиць, 11 ілюстрацій, один додаток і список використаних джерел зі 146 найменувань.

Державний вищий навчальний заклад "Українська
академія банківської справи
Національного банку України"

РОЗДІЛ I

МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФІНАНСОВОЇ МОТИВАЦІЇ АКЦІОНУВАННЯ

1.1. Акціонування як спосіб організації фінансів

Процес створення акціонерних товариств, як особливий організаційно-правовий механізм, передбачає акумулювання у капіталі одного підприємства окремих часток зацікавлених осіб на колективній основі, тому з одного боку є способом організації фінансових відносин, з іншого - формою закріплення та перерозподілу власності.

Проблема перерозподілу власності здавна розглядається вченими та науковцями. В Україні на сучасному етапі це питання набуває особливої актуальності, що пов'язано із становленням нових економічних відносин. Однак, пріоритетність вибору найбільш привабливої з форм усупільнення власності залишається остаточно не визначеною. Підвищений інтерес до категорії "власність" цілком закономірний. За поглядами науковців власність є тим компонентом, що визначає місце, стан та соціальний статус людини у суспільстві і державі. Власність – категорія багатовимірна, перш за все, розглядається як економічна. Поряд з цим має і юридичний зміст, іноді досліджується як сукупність факторів: соціальних, політичних, моральних, ідеологічних. В той же час, власність розглядається і як соціальний процес привласнення людьми життєвих благ, включаючи робочу силу, інформацію, гроші, цінні папери тощо [60, с. 33].

Як економічна категорія власність передбачає кількісні та якісні характеристики. У перших компонується різноманітні об'єкти привласнення: засоби виробництва, робоча сила, послуги, предмети споживання, результати наукової діяльності. Другий аспект представлений системою виробничих відносин різних груп щодо привласнення у виробництві, обміні, розпорядженні та споживанні різного роду мінових вартостей, грошових засобів, цінних паперів [74, с. 49].

Власність на основі колективного співволодіння формується шляхом залучення тимчасово вільних фінансових ресурсів зацікавлених осіб у єдиний асоційований капітал і створення на його основі підприємницької структури. Одним з різновидів подібної акумуляції виступають акціонерні товариства, передумови появи яких викликані саме необхідністю залучення додаткових капіталів для здійснення відповідних операцій з ними. Слід відмітити, що історичні причини створення акціонерних товариств зумовлені змінами в економічних відносинах, що виникають внаслідок зародження нових суспільних потреб під впливом розвитку продуктивних сил та розширення виробничих відносин. Це започаткувало освоєння нових галузей з високою капіталоемністю та довгостроковим терміном окупності капіталу. Внаслідок цього виникає об'єктивна потреба у залученні додаткових і тимчасово вільних грошових коштів, основною і найбільш вдалою формою мобілізації яких на сьогодні вважаються акціонерні товариства. Акціонування надає можливість альтернативного вибору: погодитися із запропонованими умовами вкладення коштів, чи знайти інший більш прийнятний варіант. З огляду на це, акціонування є способом організації фінансів, що здійснюється на основі мобілізації коштів і формуванні капіталу необхідного розміру. Тому у нашому дослідженні особливу увагу акцентовано саме на визначення місця та особливостей акціонування у системі організованих фінансових відносин.

У сучасній світовій практиці використовується кілька варіантів об'єднання коштів для створення капіталу підприємства, тому закономірним є виділення різновидів господарських структур.

За європейською системою формуються товариства з повною та обмеженою відповідальністю. Їх спільною формою є командитні та акціонерні товариства закритого і відкритого типу. За американською системою діють партнерства, що ґрунтуються на повній відповідальності і корпорації з обмеженою відповідальністю. Останні є аналогом вітчизняних

акціонерних товариств і в залежності від розмірів статутного фонду, способів розміщення акцій розділяються на окремі види. Українська система створення підприємницьких структур збудована за традиційним англійським зразком, принаймні до такої думки схиляються вчені та дослідники цього питання, тому акціонерні товариства виділяються як один з різновидів господарських товариств [47].

Події останніх двох десятиріч обумовили реформування у економічних відносинах, що пов'язано і з акціонуванням підприємств. Внаслідок цього у сучасній світовій економічній практиці важливого значення набув акціонерний механізм мобілізації коштів для створення і розвитку підприємницьких структур. Відзначаються помітні темпи зростання акціонерних товариств і в Україні. До недавнього часу практично всі підприємства України належали до державної власності, що розглядалася як основна і єдина стосовно усталених умов. Сьогодні більшість колишніх державних підприємств реформовано у акціонерні структури. Закономірно, що за таких умов особливої актуальності набуває поглиблений аналіз найважливіших аспектів, пов'язаних з обґрунтуванням та розробкою основних напрямів та адекватної процедури акціонування і, насамперед, фінансово-мотиваційної основи вказаного процесу. Український досвід свідчить про практичне випередження процесів акціонування по відношенню до реальних тенденцій їх правового, нормативного регулювання. Уже сьогодні, порівнюючи результати створення та діяльності перших акціонерних товариств, доцільно відмітити спонтанність та непослідовність, нерегульованість окремих механізмів, відсутність єдиної узгодженої програми створення ринкової інфраструктури та системного характеру реформувань. Незважаючи на це, розвиток акціонерних відносин в Україні очевидний [42, с. 36].

Вважаємо, що слід зупинитися на причинах, які сприяли зародженню процесів акціонування і спонукали вибір саме акціонерних товариств в якості форми створення господарських структур.

Як форма колективного співволодіння, акціонерна є складним економічним феноменом. Вона може виступати як особиста, за умови володіння невеликою кількістю акцій, що приносять їх власнику незначні доходи, роль яких другорядна. Поряд з цим, акціонерна форма організації бізнесу може бути однією з форм привласнення і приносити її учаснику дохід у відповідності з вартістю акцій, незалежно від вкладеної праці. У тому випадку, коли власник акцій одночасно є працівником підприємства, він одержує подвійний дохід: у першому випадку за рахунок нарахованих на акції дивідендів чи доходів від курсових різниць, у другому – заробітну плату за використану працю. Інтегрованим варіантом є об'єднання приватних та інших власників. З цієї точки зору акціонерна форма організації бізнесу є специфічним варіантом поєднання індивідуальних та колективних інтересів.

На сучасному етапі світового економічного розвитку акціонерні товариства виступають основною і домінуючою формою організації підприємств, являють з себе найбільш досконалий механізм організації фінансової діяльності на основі об'єднання майна приватних осіб, підприємств різних форм господарювання та інших суб'єктів господарювання. Товариство, створене у формі акціонерного, справедливо визнано найвигіднішою і найпоширенішою організаційно-правовою формою в усіх галузях економіки, тому акціонерний сектор посідає провідне місце в економіці тих країн, де активно застосовують ринкові принципи організації економічного життя. Завдяки поєднанню різноманітних за обсягом часток у капіталі однієї компанії, залучення яких реалізується через випуск акцій і можливості зміни власників цінних паперів, акціонерна форма організації бізнесу виділилася серед інших, що зумовило її місце та роль у відносинах між суб'єктами господарювання [84, с. 32]. Традиційно, акціонерним вважається товариство, яке має статутний фонд, поділений на визначену кількість акцій рівної номінальної вартості і несе відповідальність по зобов'язанням тільки майном

товариства [89]. Створення господарських товариств саме у формі акціонерних відбувається завдяки суттєвим перевагам вказаної форми над іншими. На підставі аналізу всієї сукупності реально існуючих обставин вченими та науковцями систематизовані і виділені наступні позитивні моменти акціонерної форми організації підприємницької діяльності:

1) акціонерна форма дозволяє залучити в одне підприємство капітали багатьох осіб, навіть тих, які з різних причин, особисто не можуть займатися підприємницькою діяльністю. Мобілізовані грошові надходження за рахунок коштів, одержаних від продажу акцій, формують власний капітал товариства, збільшення якого здійснюється шляхом додаткових емісій акцій або капіталізації прибутку. Можливості як внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів забезпечують акумулювання грошових коштів в рамках однієї компанії. На відміну від інших організаційно-правових форм, де джерелом інвестування може бути прибуток, кредит, вклади засновників, при акціонерній формі підприємництва принцип залучення максимальних інвестицій реалізується найкраще [113, с.56];

2) обмеження відповідальності розміром внесеного вкладу разом з високою їх диверсифікацією, дозволяє інвестувати кошти в досить перспективні і в той же час ризиковані проекти. За принципом обмеженої відповідальності, підприємство забезпечує свої зобов'язання тільки власним майном, а акціонери, у разі неспроможності товариства, зазнають збитків лише через знецінені акції, що їм належать. Отже, їхній ризик обмежується певною сумою, що робить участь в акціонерному товаристві досить привабливим способом вкладення капіталів;

3) акціонерна форма підприємництва відзначається універсальністю завдяки застосуванню у будь-якій сфері ділової активності. Акціонування надає можливість усупільнення капіталів великих розмірів за рахунок об'єднання окремих акціонерів чи різноманітних господарських одиниць у цілісні комплекси, що створює зацікавленість учасників у розвитку

виробництва і збільшенні його масштабів, забезпечує передумови конкурентної діяльності. Саме ця особливість визначає життєздатність акціонерних товариств [128, с. 83];

4) статутна форма об'єднання дозволяє легко змінювати чисельність учасників і розміри акціонерного капіталу, що здійснюється шляхом випуску додаткових акцій чи перерозподілу існуючих між потенційними акціонерами. В результаті цього створюються нові джерела мобілізації фінансових ресурсів, збільшується акціонерний капітал та якісно змінюється кількість вкладників. Привабливість акцій забезпечує попит на ринку цінних паперів і дозволяє залучити допоміжні, іноді так необхідні фінансові ресурси;

5) акціонерний капітал підлягає розділенню на рівнозначні частки – акції, що перебувають в обігу. Продаж акцій забезпечує перерозподіл інтересів окремих власників і здійснення відповідних фінансових операцій з цінними паперами;

6) загальне управління акціонерним товариством відділено від конкретного керівництва підприємством, яке зосереджується в руках особливого органу – правління товариства. Це, в свою чергу, дозволяє наймати управляючих, директорів, заставляє акціонерів серйозно замислюватися над питанням підбору управлінського апарату і його ефективною роботою. В кінцевому результаті саме досконалим управлінням забезпечується прибуткова діяльність та доходність вкладеного капіталу [114].

Існує багато інших позитивних рис, що вигідно характеризують акціонерні товариства, роблять їх універсальними, широко використовуваними у випадках де є необхідність і можливість обмеження масштабів відповідальності. Ця особливість суто важлива в умовах перехідної економіки, коли нестабільне положення може спричинити збитки, борги на погашення яких не вистачить навіть усього наявного майна. Порівнюючи вітчизняні акціонерні товариства і американські

корпорації Батлер У.Е., наприклад, виділяє обмежену відповідальність як одну з найголовніших і суттєвих ознак [8, с. 80]. В той же час принцип обмеженої відповідальності обумовлює відмінності акціонерної форми від інших організаційно-правових форм підприємницької діяльності.

По-перше, підприємства, засновані на акціонерній основі, мають можливість залучення засобів потенційних акціонерів для поповнення статутного фонду, розширення масштабів діяльності. При цьому вклади не повертаються, за виключенням випадків повної ліквідації товариства.

По-друге, створюється нагода реальної перетворення всього трудового колективу підприємства у власників, шляхом придбання кожним працюючим акцій товариства, що, до речі, характерно для переважної більшості українських акціонерних товариств, створених у процесі першої та другої хвилі приватизації державної власності.

По-третє, можливість залучення контрагентів у склад акціонерів викликає загальний інтерес до результатів діяльності товариства. Само товариство також може придбати цінні папери інших компаній, формуючи систему зацікавлених у роботі, споріднених структур, що взаємопов'язані відносинами власності і правом участі в капіталі.

Таким чином, акціонерне товариство, об'єднуючи на єдиній правовій основі всіх учасників господарських відносин, забезпечує унікальну форму мобілізації капіталів, створюючи, при цьому, зацікавленість кожного в кінцевих результатах діяльності. Традиційно акціонерне товариство створюється шляхом об'єднання капіталів різних осіб за основним мотиваційним принципом – одержання прибутків.

Природно, що акціонерні товариства мають і недоліки. Мається на увазі втрата конфіденційності і часткове обмеження вільної свободи дій вищого менеджменту. Якщо враховувати й чималі витрати на функціонування акціонерних товариств, то позиція противників цієї форми підприємництва цілком зрозуміла [48]. Тим не менше, вказані моменти не стали перешкодою поширення акціонерних структур у світі і їх

формуванню в Україні.

Суттєвим при акціонуванні є питання формування статутного капіталу, що здійснюється шляхом підписки на акції – за принципом діяльності відкритих акціонерних товариств, або ж їх розподілом між засновниками – при закритій формі компанії. Статутний капітал, поряд з резервним та додатковим фондами товариства, нерозділеним прибутком і іншими резервами, складає власний капітал компанії [198, с. 53]. З цього приводу науковцями, що на думку автора цілком закономірно, пропонується наступна градація акціонерного капіталу:

- сплачений капітал - представлений сумами інвестованими акціонерами через придбання цінних паперів. Його компонентами виступають: капітал, утворений за рахунок продажу акцій за номінальною вартістю, та додатково одержаний капітал від реалізації акцій за ринковою ціною;

- нерозподілений прибуток - формується за рахунок доходів, одержаних від господарської діяльності товариства у минулих періодах і не використаних власником. Суми сплачених по акціях дивідендів у нерозподіленому прибутку не враховуються;

- нереалізований капітал.

Представлена класифікація побудована у відповідності з концепцією джерел капіталу [122, с. 83].

Акціонерний капітал як елемент фінансових відносин і основа для здійснення діяльності забезпечує виконання ряду функцій. Професором Е. Торкановським, виділені основні з них:

- 1) стартова функція забезпечує наявність початкового капіталу, що створює базу для господарської діяльності;

- 2) гарантована функція полягає у визначенні мінімального розміру майна, що забезпечує задоволення інтересів кредиторів по зобов'язаннях товариства;

- 3) структурна функція передбачає визначення частки кожного у

капіталі, а тим самим - у доході та управлінні товариством. Структура капіталу обумовлює розподіл сфер впливу в акціонерному товаристві.

Наявність статутного капіталу ознака й інших видів господарських товариств. Проте, головна відмінність акціонерних структур у тому, що статутний капітал при акціонуванні формується на основі окремих вкладів, тобто розділений на частки, що підтверджені власністю на цінні папери. З юридичної точки зору зміст статутного капіталу визначає межі відповідальності за зобов'язаннями [76, с. 65].

Таким чином, акціонерне товариство як форма здійснення підприємницької діяльності і спосіб організації фінансових відносин, є певним вирішенням проблеми пошуку доцільних джерел фінансування бізнесу, що розвивається під дією ряду обставин: наявності сприятливих економічних умов для здійснення інвестицій, зростання ринку відповідного виробництва, недостатності традиційних джерел фінансування для росту підприємств, обмеженості поточних доходів та продаж тощо. З точки зору економічної теорії, зазначені обставини, під дією закону граничної продуктивності та тенденції норми прибутку до пониження, на певному етапі спричиняють появу надлишкового капіталу, проценти від вкладення якого приносять максимально можливі прибутки. Для ефективного використання капіталу і росту бізнесу одночасно необхідна достатня, обумовлена сума. Форма акціонерного товариства як раз і дозволяє зібрати капітал у таких розмірах, забезпечує його ефективне використання і прибутковість. Суперечності, що виникають при зростанні потреб у розмірах капіталу і обмежених можливостях його концентрації оптимально вирішуються при акціонуванні. Геронтологічна якість акціонерного капіталу остаточно підтверджує життєздатність акціонерної форми організації бізнесу.

На сучасному етапі перехід до акціонерної форми, з практичної точки зору, найбільш привабливий в процесі роздержавлення і приватизації, що підтверджено наявним світовим досвідом. Але

розв'язання проблем пов'язаних зі створенням акціонерних товариств, успішно вирішуються тільки за умови правильності вибору форми та способів реформування, що багато в чому залежить від розмірів підприємства, взаємовідносин з партнерами, технічного та технологічного рівня виробництва, готовності робітників працювати в умовах зміни форми власності [9, с. 14].

Українські підприємства в процесі реформування не завжди послуговувалися вказаними ознаками, в результаті чого в Україні спостерігаються специфічні умови створення акціонерних товариств. У своїй основі акціонування передбачає формування нового власника, дійсно ефективного, здатного вирішувати не тільки проблеми управлінського характеру, а й фінансового, що є довгостроковою задачею, яка вирішується не одним днем, а в процесі становлення новоствореної структури при наявності сприятливих зовнішніх умов та відсутності внутрішніх перепон. Дефіцит політико-економічних і правових факторів свідомо виключив надії на стрімкі зміни внутрішнього порядку реформованих підприємств. До названого слід додати і проблему переборення відстаючого, несучасного мислення керівників, відсутність інфраструктури фондового ринку, що гальмує розвиток процесів акціонування в Україні [69, с. 92].

Акціонерна форма організації підприємництва, концентруючи реальний і фіктивний капітал, представлена факторами виробництва з одного боку і цінними паперами, у вигляді акцій, з іншого. Обіг фіктивного капіталу приводить в рух реальний і розподіляє створену останнім вартість. На практиці це обумовлює виникнення особливих форм доходів - дивідендів [101, с. 68]. Між тим, реалізація фіктивного капіталу здійснюється в процесі обігу цінних паперів на ринку та отримання доходів від операцій з ними. Тому при акціонуванні залучення тимчасово вільних грошових коштів здійснюється шляхом їх обміну на цінні папери.

Узагальнюючи, слід наголосити: акціонування є особливим способом організації фінансів, що здійснюється в процесі акумулювання

капіталів для реалізації потреб створюваної акціонерної структури та її успішної діяльності. Капітал акціонерної компанії утворюється за рахунок вкладів зацікавлених осіб, що керуються певними мотивами, які ґрунтуються на можливості отримання прибутків від вкладення коштів. Підтвердженням права власності окремого вкладника на частку у асоційованому капіталі є випущені в обіг цінні папери, що засвідчують стимулюючі позиції конкретного вкладника та створюють зацікавленість акціонерів.

1.2. Особливості акції у системі мотиваційних механізмів акціонування

Очевидно і безперечно, що акція на сьогодні класичний і найпоширеніший вид цінних паперів. Закон України “Про цінні папери та фондову біржу” визначає акцію як різновид цінного паперу без установленого строку обігу, що засвідчує участь в статутному фонді акціонерного товариства, підтверджує членство у товаристві, надає право на участь в управлінні ним, одержання частини прибутку у вигляді дивіденду та отримання частки майна при ліквідації товариства [95, с. 133].

Появу акцій пов'язують з епохою географічних відкриттів, коли потреба в капіталовкладеннях обумовила розвиток компаній, створених на основі часток вкладників. Документарно оформлена частка кожного стала прототипом сьогоденньої акції, а найпершою в світі компанією, що випустила акції стала Ост-Індійська в Лондоні [71, с. 69; 39, с. 78; 56].

Як елемент ринку цінних паперів Росії, акція починає функціонувати з дореволюційного періоду. На створеній в 1703 році з ініціативи Петра I біржі в обігу знаходилося 312 різних видів акцій на суму близько 2 млрд. крб. Акції підприємств на біржовому ринку широкого поширення не мали. Ситуація корінним чином змінилася після 1861 року: державні цінні папери фактично витісняються акціями і облігаціями діючих акціонерних товариств.

В роки промислового підйому роль акцій, як основного виду цінних паперів, що функціонував на біржах Києва, Харкова, Одеси зростає. Тому оборот біржового ринку, переважним чином, здійснювався за рахунок акцій місцевих акціонерних компаній.

Офіційно операції з акціями обмежувалися підпискою на нові випуски та купівлею-продажем їх за готівкові кошти. Торгівля акціями на строк вважалася позазаконною. Починаючи з 1893 року, купівля строкових акцій та безготівкові розрахунки з ними закріплюються законодавчо, а на ведучій у ті часи Петербурзькій біржі вже котирувалися акції 32 акціонерних товариств. Характерною рисою акціонерних товариств тих часів стало те, що при наявності капіталу менше 500 тис. крб. котирування акцій заборонялося. Обмеження розміру акціонерного капіталу було одним з економічних маневрів, направлених на захист інтересів дрібних власників. Питання техніки операцій з акціями в нормувалися “Правилами для угод при купівлі і продажу іноземної валюти, фондів і акцій на Петербурзькій біржі” в 1907 році. Однак, декретом від 23.12.1917 року акцію позбавлено юридичної сили, а існуючі акціонерні товариства – права на діяльність.

За часів нової економічної політики, як форма управління промисловістю, торгівлею і банками, діяльність акціонерних товариств відновлюється [137]. Проте, директива відносно вкладення 60% резервних засобів в державні цінні папери призвела до поступового витіснення акціонерних компаній державними. Тільки після 1945 року, з метою розвитку важливих промислових галузей, починається відновлення акціонерних відносин і створення на спільних засадах акціонерних товариств. Основна особливість акціонерних товариств повоєнного періоду – створення на строк для вирішення окреслених задач.

У сучасній Україні перші акції з'являються у 1988 році, після прийняття постанови Ради Міністрів СРСР “Про випуск підприємствами і організаціями цінних паперів”. Найпоширенішими стали акції двох видів:

акції трудового колективу та акції підприємств, які перейшли на умови повного господарського розрахунку та самофінансування. Проте вказані цінні папери за змістом більше нагадували облігації і мали суттєві недоліки: не виконували функції обігового цінного паперу; не відповідали, як складова статутного капіталу, дійсному призначенню; не забезпечували фіксацію прав акціонерів тощо [52, с. 14; 65, с. 7]. Все це стало перешкодою на шляху активізації процесів акціонування державних підприємств.

Починаючи з 1990 року з'являються акції акціонерних товариств, випущені на повну вартість статутного фонду. Саме це, в деякій мірі, заклало передумови розвитку процесів акціонування. Акції підприємств і трудових колективів, випущені до початку приватизаційних процесів, продовжували знаходитися в обігу протягом п'яти років, починаючи з 1.01.1992 року. По закінченню вказаного терміну акції обмінювалися на інші цінні папери. З моменту введення в дію Закону України "Про цінні папери та фондову біржу" випуск акцій підприємств і трудових колективів припиняється. Проте на цей період вже офіційно діяли 240 акціонерних товариств.

Прийняття в 1992 році Закону України "Про приватизацію майна державних підприємств" та "Про приватизацію невеликих державних підприємств (малу приватизацію)" стало початком широкомасштабного акціонування. В той же час акція стає найпоширенішим видом цінних паперів. Вже наприкінці 1996 року акції займали центральне і загально визнане місце в структурі цінних паперів, їх частка перевищувала 50% загальної кількості випущених цінних паперів [4]. Однак, активізації обігу акцій на фондовому та позабіржовому ринках не відбулося, причиною чого слід вважати реальні обставини українського реформування.

Розглядаючи акцію як різновид цінного паперу, доцільно виділити основні напрямки, що дають її повну характеристику:

- 1) акція – це окремий спосіб засвідчення участі її власника у капіталі акціонерного товариства. У такому розумінні акція фіксує владні повноваження конкретного акціонера і визначає напрями перерозподілу власності на акціонерний капітал;
- 2) акція – це документарно засвідчене право виконання у певному порядку передбачених перед акціонерами зобов'язань. Тобто, акція фіксує гарантії економічних стимулів акціонування через захист акціонерних прав;
- 3) акція – джерело отримання доходів у вигляді дивідендів та курсових різниць від продажу за ринковою ціною. У такому розумінні акція виступає ціною фінансових ресурсів при взаємовідносинах на ринку капіталів;
- 4) акція – вид капіталу. Вартість акції опосередкована певними вкладками у акціонерне товариство, тому носить не прямий а фіктивний (опосередкований) характер.

Головне призначення акції, на чому традиційно наголошується, закріпити права її власника, що виражені системою стимулів акціонування. Забезпечення стимулів, що виражають внаслідок участі у створенні акціонерного товариства та, відповідно, реалізація акціонерних прав, в процесі його діяльності, складають основу мотивації акціонування. Пересічний акціонер, вкладаючи кошти в акціонерне товариство, розраховує на отримання в майбутньому особливих стимулюючих позицій, що виражаються розподіленими за результатами діяльності прибутками, можливостями управління акціонерним товариством та іншими економічними стимулами акціонування. Тому з правової точки зору володіння акцією фіксує право участі в капіталі підприємства, з економічної, як основний чинник підвищення динамізму підприємницької діяльності, акція є способом забезпечення інвестування капіталу [80].

Мотиви акціонування, з точки зору вкладника коштів, враховують стимулюючі важелі. Серед них слід виділити наступні:

- розпорядження акціями на власний розсуд,
- отримання частки прибутку акціонерного товариств у вигляді дивідендів,
- отримання частку майна товариства у випадку його ліквідації пропорційно частці належних акцій,
- участь в управлінні справами акціонерного товариства шляхом голосування на загальних зборах акціонерів,
- отримання від відповідних органів товариства інформації щодо фінансово-господарської діяльності та діяльності посадових осіб товариства,
- внесення пропозицій до порядку денного загальних зборів в зазначені в законодавчому порядку строки,
- участь у виборах до органів правління та можливість бути обраним на будь-яку посаду,
- можливість придбання цінних паперів нових випусків [19].

Вказані моменти притаманні акціям і реалізуються в процесі забезпечення мотивації акціонерів. При цьому роль окремих з них змінюється в залежності від намірів вкладників капіталу. В то й же час, випуск акціонерним товариством цінних паперів можливий в наступних випадках:

- як передумова організації акціонерного товариства, для створення початкового капіталу;
- для залучення допоміжних грошових засобів в ході господарської діяльності. Основна умова здійснення додаткової емісії акцій - повна оплати раніше випущених акцій [132, с. 21];
- для збільшення статутного фонду акціонерного товариства;
- для обміну з метою з'єднання з іншими компаніями.

У кожному з випадків мотив залучення капіталів зумовлений економічними стимулами, що спонукають акціонерів вкладати кошти в цінні папери, тому акцію доцільно розглядати як спосіб забезпечення дії

мотиваційних механізмів при акціонуванні.

Практика акціонування сформувала два основні види акцій, що випускаються компаніями і корпораціями на акціонерній основі: прості та привілейовані. Основна особливість простих акцій – можливість голосування і, відповідно, управління акціонерним товариством та отримання дивіденду в залежності від прибутку компанії. За привілейованими акціями власник отримує фіксований дивіденд, який не залежить від розміру отриманого акціонерним товариством прибутку, проте не має можливості управляти акціонерним товариством. Переваги управління поряд з правом на отримання дивіденду роблять прості акції більш привабливими [54, с. 374]. Крім того, випуск простих акцій не обмежується розмірами статутного капіталу і збільшується шляхом додаткових емісій. Допустимий обсяг емісій привілейованих акцій обмежується чітко визначеними розмірами. В українському законодавстві, наприклад, зафіксовано, що кількість випущених акціонерним товариством привілейованих акцій не може перевищувати 10% розміру статутного фонду. Поряд з цим, привілейовані акції наділені переважним правом на отримання дивіденду та пріоритетну участь у розподілі майна акціонерного товариства у випадках його ліквідації. У ряді країн, в тому числі США, Англії, Канаді застосовується градація привілейованих акцій в залежності від комбінації і відповідності класам. Ця властивість дозволяє контролювати емісію акцій без права голосу і, в той же час, залучати більш широке коло інвесторів у акціонерний процес.

За формою розпорядження акції поділяються на іменні та на акції на пред'явника. Скористатися правами, що надаються власнику акцій на пред'явника, може особа, що, власне, і пред'являє акцію. В такому випадку конкретний власник акції не фіксується. Рух іменних акцій фіксується шляхом внесення змін у реєстр акціонерів. Скористатися правами, що надані володарю іменної акції, може тільки особа занесена в реєстр, в окремих випадках її повноважний представник.

Характеристика акції як основного виду цінного паперу, що використовується при акціонуванні, потребує розгляду питання їх вартості. Розрізняють номінальну, бухгалтерську, ринкову вартість акцій.

Номінальна вартість акції відображає розмір частки окремого акціонера у статутному фонді товариства і має значення як елемент захисту інтересів кредиторів. Практика діяльності акціонерних товариств високорозвинених країн знає чимало випадків випуску акцій без номінальної вартості. Проте перенесення західного досвіду на українську дійсність, у даному випадку, не видається за можливе. За усталених умов, випуск акцій без номінальної вартості просто позбавить акціонерів можливості повернення коштів, витрачених на придбання цінних паперів. Враховуючи те, що ринкова вартість акцій іноді не перевищує її номінальне значення або склалася меншою, внаслідок чого акціонер втрачає можливість отримання доходу від обігу акцій, навіть більше – несе збитки, випуск акцій з номінальною вартістю є способом застереження акціонерів від фінансових втрат. Проте для ряду підприємств характерна зворотна ситуація, коли ринкова вартість перевищує номінальну, що надає можливість акціонерам отримувати курсову різницю від продажу цінних паперів. За поглядами західних знавців фондового ринку найбільш усталеною вважається номінальна вартість акцій, що коливається від 10 до 20%. Відносно ж акцій українських компаній, то їх номінальна вартість кратна 1 копійці. У більшості випадків номінальна вартість українських акцій, у порівнянні з західними корпораціями, занадто низька і свідчить про низький рівень ліквідності цінних паперів, їх ризиковість. Враховуючи кризовий стан вітчизняної економіки, застосування в Україні закордонних методик визначення вартості акцій не має сенсу, тому реальна ціна може бути встановлена лише в умовах обігу на ринку. Таким чином, ринкова вартість акцій представлена ціною купівлі-продажу цінних паперів за результатами котирування на фондовому ринку.

Формування ринкової вартості акцій відбувається на основі

реального попиту на цінні папери. Перш за все, втрачають ті підприємства, що характеризуються низькими фінансовими показниками, недостатнім рівнем інвестиційної привабливості, не мають можливості лістингу цінних паперів. Щодо обігу акцій в установах фондової біржі, то до котирування допускаються лише акції окремих підприємств, показники діяльності яких відповідають регламентованим умовам. Закономірно, що підприємства, допущені до котирування на біржі, мають ширші фінансові можливості, переваги в залученні капіталів, формуванні попиту на цінні папери, зрештою, більше задовольняють умовам запровадження фінансової мотивації акціонування. З огляду на це, ринкова вартість є основною характеристикою акцій, поряд з цим характеризує і акціонерне товариство та його фінансові можливості.

Бухгалтерська вартість виражає ту величину капіталу, що належить акціонерам в розрахунку на одну акцію, при цьому може щорічно змінюватися.

Іноді, як різновид, виділяють ліквідаційну вартість, тобто ту, яка визначається в момент ліквідації акціонерного товариства. За умов недостатньо досконалої практики оцінки ринкової вартості підприємств України, ліквідаційна вартість не завжди визначається вірно.

Еволюційний підхід до процесу акціонування показує, що акція виникла як інструмент фінансування бізнесу і є засобом безстрокового залучення капіталів. Очевидно, що її дійовість гарантована лише в сфері інвестування позичкових капіталів, функціонування яких передбачає повернення інвестованої суми з певним приростом. Тобто цінність акції, з позиції інвестора, визначається її властивістю приносити прибутки, у тому числі за рахунок розподілу прибутків акціонерного товариства [77, с. 33]. Практика сформулювала поняття ціни капіталу, вкладаючи в нього зміст тієї частини доходу, яку корпорація виплачує акціонерам. Іншими словами, за економічним змістом розподільна частина прибутку компанії у вигляді дивідендів по акціях відноситься до доходів від інвестицій і сплачується,

як правило, за підсумками року [57, с. 48]. Проте, не завжди акціонерне товариство може сплатити дивіденди своїм акціонерам.

З історії акціонування відомо немало випадків, коли дивіденди по акціях не виплачувалися взагалі. Так, за даними аналізу проведеного Л.І. Петражицьким відмічено, що у 1878 році тільки 52% існуючих компаній з акціонерним капіталом, який становив приблизно 65% усього акціонерного капіталу, платили дивіденди; в 1883 році сплатили дивіденди 66% компаній з 88% сукупного акціонерного капіталу; в 1887 році ці цифри склали 59% і 80% відповідно. Дивіденд і чистий прибуток в середньому рідко перевищував 5% [52, с. 23]. Проведені автором дослідження стану виплати дивідендів у високорозвинених країнах, де акціонерний сектор остаточно сформований і успішно функціонує, свідчать: рівень виплати дивідендів, наприклад, у відомої компанії "Філіп Моріс" відповідає 5-5,5%, не менш відомої "АВМ" – 4% на рік. Проте, на відміну від українських акціонерних товариств, їх дивідендна політика цілеспрямована та обгрунтована. Зарубіжний досвід акціонерної справи свідчить про періодичність виплати дивідендів у діапазоні від 1 до 4 раз на рік. Вітчизняна ж практика схиляється до одноразових виплат дивідендів за результатами діяльності поточного року, причому, як правило, виплата дивідендів оцінюється з позицій ефективності роботи акціонерних товариств та стабільності їх фінансових результатів. На початковому етапі становлення акціонерних товариств в Україні, досить часто розмір оголошених дивідендів сягав 100, іноді 1000%. Головним чином досить високий показник дивідендів пов'язаний з бажанням залучити у склад акціонерів перспективних інвесторів, але здебільшого високі ставки дивідендів були результатом інфляційних процесів. Тому, враховуючи конкуренцію на ринку цінних паперів, величину інфляції та банківського проценту, проблема вірного обрахування ставки дивіденду залишається остаточно не вирішеною. Сьогодні ситуація склалася таким чином, що акціонерних товариств, які виплачують дивіденди досить мало. Невиплату

дивідендів акціонерні товариства часто мотивують необхідністю реінвестування коштів у розвиток підприємства. Така позиція часто виправдана, проте незрозуміла і не сприймається рядовими акціонерами. Одна з причин того, що навіть стабільні у фінансовому відношенні підприємства не мають змоги сплатити дивіденди, вбачається у обтяжливій податковій політиці, хиткому економічному положенні України, що в кінцевому результаті призводить до реінвестування прибутку у власне виробництво. Проте, найчастіше, причина несплати дивідендів криється у безприбутковій діяльності. Навіть у тих випадках, коли підприємство виплачує дивіденди, питання їх розміру вирішується вкрай неоднозначно, а дивідендна політика, взагалі, не має певної спрямованості.

Дивіденд, з точки зору власника акцій, виступає основним стимулюючим елементом, мотивом до вкладення коштів, в то й же час – є показником розвитку підприємства і джерелом доходів. З таких позицій, акціонерів задовольняють регулярні стабільні виплати дивідендів, а акціонерне товариство має підтримувати їх рівень, при можливості збільшувати розмір. Якщо власник акції розцінює дивіденд як показник прибутковості підприємства, то від того, наскільки високими і стабільними вони будуть залежатиме його прихильність як потенційного інвестора і бажання вкладати кошти у підприємство.

З практики діяльності акціонерних товариств відомі випадки виплати дивідендів акціонерам на пропорційній основі. Проте, можливі і інші підходи у вирішенні проблеми виплати дивідендів.

Для пересічного вкладника коштів, виплата дивідендів, на сучасному етапі, є однією з найважливіших проблем, що виникає в процесі діяльності акціонерного товариства та справляє вплив на забезпечення мотивації акціонування. Тому її вирішення слід здійснювати через пошук оптимальних варіантів співвідношення між розподільною та капіталізованою частинами прибутку, варіантом чого, вважаємо, є формування оптимальної стратегії розподілу прибутків.

Поряд з цим, можливість вкладення коштів в акції, в тому числі інших компаній, мають і, власне, акціонерні товариства, за умов наявності вільних коштів. Метою такого інвестування може бути підтримка, розширення діяльності, контроль і, в той же час, вплив на рішення іншої компанії. В кінцевому результаті подібні вкладення можуть привести до повного контролю над підприємством, що притаманно для ряду вітчизняних акціонерних товариств з іноземними капіталами і є закономірним явищем, зважаючи на характер подібних інвестувань.

Таким чином, акція, як найпоширеніший вид цінних паперів передбачає забезпечення мотиваційних механізмів в процесі акціонування. Придбання акцій у власність надає можливості отримання переваг, властивих вказаному виду цінних паперів, що створює стимулюючу основу участі у формуванні акціонерного товариства. Тому акція розглядається як спосіб вираження мотивації, що спонукає потенційних акціонерів до інвестування. Випуск акцій з метою залучення коштів за рахунок альтернативних джерел, надає можливість сформувати капітал одним з обраних, найбільш досконалих способів. Властивості акції відбивають певні економічні інтереси у реалізації фінансових відносин, а обіг акцій передбачає систему взаємодії, обумовленої мобілізацією заощаджень та інших форм вільного капіталу, його розподіл і перерозподіл, що в свою чергу надає можливість отримання доходів від курсових різниць та за рахунок сплати дивідендів. Таким чином, доцільно зауважити, що акція може вважатися основою для запровадження фінансової мотивації при створенні акціонерного товариства.

1.3. Досвід та основні напрями створення акціонерних товариств

Сьогодні історію становлення акціонерних товариств можна вважати багатовіковою. Об'єднання, за своєю суттю подібні до акціонерних, з'явилися ще у Стародавньому Римі, коли загальним

економічним правилом вважалося “брати участь невеликими частками в декількох підприємствах вигідніше, ніж здійснювати самостійні кроки на власний ризик” [120, с. 73]. З початку 16 століття, коли головним об’єктом економічних відносин стає капітал, а економічна наука вводить поняття “акція”, “акціонер”, “дивіденд”, започатковуються демократичні підходи в управлінні, акціонерні відносини набувають сучасного характеру. Саме в цей період з’являються перші акціонерні товариства. З виникненням компанії “Торгівців-шукачів пригод для відкриття регіонів, володінь, островів і незнайомих місць” започатковується організація експедиційної та агентської діяльності, заснованої на дольовій участі у капіталі.

Процес становлення акціонерних товариств традиційно розділяється на два етапи, з властивими для кожного особливостями. Поява акціонерних товариств стала наслідком економічних змін і в то й же час - передумовою удосконалення та розвитку продуктивних сил. В історичному аспекті цей період характеризується побудовою нового ладу, обумовленого змінами у галузях матеріального виробництва, виробничих відносинах, функціонуванні внутрішнього та зовнішнього ринків, зародженні процесів концентрації та спеціалізації виробництва. Як закономірність, збільшення обсягів виробництва практично в усіх галузях, поява нових видів транспорту зумовили удосконалення технічного і технологічного рівня виробництва, розкрили значення та роль збутової політики. Досягнення у виробничих галузях, торгівлі сприяли розвитку грошових відносин та викрили необхідність пошуку нових джерел фінансових ресурсів. В таких умовах стимулюється і розвиток торгового мореплавства, внаслідок чого підвищується зацікавленість морськими експедиціями, що здійснюються шляхом акумуляції вкладів зацікавленими у збільшенні капіталів особами [136, с. 24].

Хід економічного життя змусив підприємливих товаровиробників об’єднувати окремі вклади в один асоційований капітал. В наслідок цього фінансування проектів стало колективною справою підприємців, тобто

набуло комплексного характеру. Мобілізовані таким чином фінансові ресурси становили капітал акціонерної компанії. Аналіз передумов створення акціонерних товариств підтверджує, що основною причиною акціонування слід вважати потребу первісного накопичення капіталів.

Перший етап зародження акціонерних відносин характеризується тією особливістю, що формування компаній здійснювалося за рахунок коштів більш заможних верств населення: банкірів, промисловців, торговців тощо. Власне ті, чиєю працею створювалися матеріальні блага участі в акумулюванні фінансових ресурсів не приймали.

Еволюційний характер формування акціонерного сектору не дозволяє простежити чіткі межі між етапами становлення та припускають, що розмежування між ними припадає на 50-і роки 20 століття, тому другий етап становлення акціонерних відносин співпадає з кризою кінця 20-х початку 30-х років. Це змусило економістів переглянути не тільки основні положення і теорії, які існували до її виникнення, а й припуститися до пошуку шляхів її подолання. Одним із них став плановий механізм регулювання економіки [141]. Поряд з цим зростає роль реклами, загострюється проблема перевиробництва продукції, з'являється ряд нововведень. Принципово новими моментами економічного життя стали: градація податків за фазами економічного циклу, допомога безробітним і, власне, сам процес створення акціонерних підприємств. Інтеграція інтересів різних верств населення стала причиною об'єднання виробників, постачальників і споживачів на спільних засадах. Тому в акціонерному процесі застосовуються нові механізми, розширюється коло операцій з акціями, використовується їх видовий розподіл.

Досліджено, що історія створення акціонерних товариств за формами та методами змінювалася, набувала нових рис, особливостей. Масове виникнення акціонерних компаній вносить мотиви колективності у становлення інституту власності. Проте перші спроби акціонування були доволі суперечливими. Наприклад, Англійська Ост-Індська компанія більш

ніж 50 років будувала діяльність на постійному поновленні капіталів. Тобто після кожної експедиції вклади учасників поверталися відповідним власникам. В 1657 році в організації компаній відбуваються зміни, що забезпечило спрощення процедури виходу з компанії, перехід від розподілу валового прибутку до виплат дивідендів.

В Росії акціонерні товариства з'являються набагато пізніше. Проте з середини 18 століття акціонерна форма підприємництва вважається найбільш вигідною, в результаті спостерігається масовий розвиток акціонерних товариств і поширення в усіх галузях економіки. Одночасно впроваджуються механізми діяльності загальних зборів, директорату, захисту прав акціонерів, з'являються перші законодавчі акти, що регулюють діяльність акціонерних товариств.

Приблизно на середину 19 століття припадає пік розвитку акціонерних товариств. Особливо швидке зростання їх кількості спостерігалось в 1885-1905 роках, чому сприяли конкретні економічні умови. В Англії, наприклад, як засіб збільшення зацікавленості в залученні вкладів з боку робітничого класу дозволявся випуск акції номіналом до 1 ф. ст., внаслідок чого на початок 20 століття акціонерний капітал став ведучим в усіх галузях промисловості країни.

Закономірністю у становленні форм акціонерних товариств є те, що початково виникають акціонерні компанії закритого типу. Значно пізніше, внаслідок змін у відносинах власності, розвиваються відкриті акціонерні товариства.

Ряд механізмів акціонування остаточно відпрацьовується лише на сучасному етапі, прикладом чого є розробка підходів до формування дивідендної політики. У голландській Ост-Індській компанії, що відноситься до перших акціонерних товариств, більш ніж 40 років дивіденди виплачувалися в основному у товарній формі [105, с. 7]. Вже значно пізніше компанія перейшла до регульованих виплат дивідендів вкладникам за середньорічною ставкою 18% від номіналу.

До 19 століття акціонерні товариства залишалися ще рідкісним явищем. Переважно законодавчі заборони на створення акціонерних товариств в Англії, яка й була осередком розвитку акціонерної власності, були основною перепорою. Проблема загострилася тим, що оцінені переваги акціонерної власності, знайшовши позитивні відгуки в промислових кругах, спонукали появу акціонерних структур спекулятивного характеру, прикладом чого є створена в 1711 році Компанія Південних морів, фактична діяльність якої базувалася на фінансових спекуляціях. В 1717 році за таким же принципом створюється компанія “Міссісіпі” у Франції. Подібні акціонерні товариства не мали галузевої спрямованості і цільового, конкретного призначення, що навіть відображалось у досить дивних назвах. Через 9 років після свого створення компанія Південних морів зазнала остаточного краху, результатом чого стала урядова регламентація на створення компаній з обмеженою відповідальністю [72]. Відтоді, наприклад, у банківській сфері лише Банк Англії отримав привілею на функціонування у формі акціонерного товариства. З початком другої половини 19 століття вказаний закон анулюється а акціонерні товариства поступово стають домінуючою формою організації бізнесу. Тільки за період 1814-1962 років в Англії кількість акціонерних товариств збільшилася з 9 до 428 тисяч.

У цей період збільшується кількість акціонерних товариств і в Росії. Якщо в 1807 році діяло лише 5 компаній акціонерної форми господарювання, то в 1861 році капітал 120 створених акціонерних товариств складав 100 млн. крб., з них 35 млн. крб. доводилося на промисловість. В опублікованому в 1869 році “Списку акціонерних товариств” нараховувалося 2813 компаній заснованих в період з 1799 по 1868 роки.

Відміна кріпосного права спричинила бурхливий розвиток акціонерного сектору. За 20 років чисельність АТ збільшилася до 635, а капітал зріс більш ніж у 8 раз. Вагомі капітали акумулювалися у галузі

залізничного транспорту. Цінні папери цієї галузі мали урядову гарантію і відносилися до сфери виробничого державного кредиту. За період виробничого росту 90-х років 19 століття кількість акціонерних товариств збільшилася у два рази, а їх капітал досяг 2,4 млрд. крб. 2235 діючих у 1914 році акціонерних товариства володіли 4,7 млрд. крб., при цьому акціонерні товариства промисловості займали близько 73%. У дореволюційній Росії акціонерні товариства посідали провідне місце в фабрично-заводській промисловості, їх частка у виробництві складала 60% промислової продукції.

У наш час, коли діяльність акціонерних товариств офіційно регламентується доволі широкою і більш-менш врегульованою законодавчою базою, цілком природно виділити кілька напрямків організації акціонерних товариств:

перший пов'язують з існуванням підприємств, які були започатковані як товариства акціонерної форми господарювання. Так звані "ініціативні" акціонерні товариства, створені за згодою їх засновників, переважаючим чином мають закриту форму. Їх акціонерний капітал часто концентрується в руках обмеженого кола осіб. Вказана група акціонерних товариств порівняно невелика [126, с. 63];

другий – це група закритих акціонерних товариств, більш ніж 75% статутного фонду яких перебуває у державній власності, а також виробничі і науково-виробничі об'єднання які в процесі корпоратизації перетворюються у відкриті акціонерні товариства [90]. Фактично до цієї групи слід віднести ті підприємства, які з одного боку держава повністю не хоче віддавати в приватні руки, а з іншого – не в змозі належним чином фінансувати. Таких підприємств в Україні порівняно небагато і належать вони переважно до військово-промислового комплексу, нафтогазової промисловості, наукової сфери. На практиці корпоратизація призводить до концентрації основної частки акцій у руках держави і в то й же час породжує альтернативу до залучення іноземного капіталу в ці

підприємства. В цілому корпоратизація відкриває непогані можливості для підприємств. На сьогодні підприємства, що знаходяться під управлінням держави остаточно не виправдовують себе. Сьогодні держава володіє пакетами акцій у 2121 акціонерного товариства. Станом на 01.01.2001 року у 309 підприємств держава мала контрольні пакети акцій, у 1019 – блокуючи, тобто від 25% до 50%. Однак, серед акціонерних товариств, пакети акцій яких знаходяться під управлінням держави, збиткових на 20% більше, ніж у середньому по Україні. У тих акціонерних товариствах, де державі належать контрольні пакети акцій, збитки у 12 разів перевищують прибутки. Системний характер проблеми очевидний, що ще раз підтверджує необхідність корпоратизації означеної групи підприємств [63, с. 9];

третій напрямок стосується підприємств, які набули статусу акціонерних саме в процесі приватизації. Практично приватизація визнала акціонерну форму організації підприємницької діяльності як спосіб інтеграції і концентрації капіталу [133, с. 55]. Група підприємств, створених в результаті приватизації, є найбільшою, тому наше дослідження, переважним чином, проведено на основі аналізу акціонування підприємств, створених внаслідок приватизації, що є специфічною рисою української моделі акціонерного сектору.

На практиці обраний метод приватизації впливає на формування складу акціонерів.

У окремих випадках контрольний пакет акцій належить трудовому колективу; в інших – ним володіють іноземні інвестори; іноді – основна частка майна розпорошується між рядом інвесторів до числа яких відноситься і робітники, і адміністрація підприємства; існують і такі підприємства, де сформовано кілька основних акціонерів, що володіють 50-80% акцій а інша їх частина розпорошена між великою кількістю акціонерів.

Взагалі, схема володіння акціями за українськими мірками

початково мала схильність до розпорошення. З точки зору ефективності прийняття рішень щодо ключових питань така ситуація оцінюється як негативна. Але з іншого боку – збереження акцій у руках багатьох акціонерів, за умови, коли вони є робітниками підприємства попереджує загрозу втручання аутсайдерів [41, с. 80].

За основним колом акціонерів різняться і інтереси володарів акцій, тому що в кожному конкретному випадку реалізуються пріоритетні особисті завдання окремих акціонерів.

Для акціонерів – робітників підприємства, зацікавленість в успішній діяльності компанії є основною, адже прибуток від господарської діяльності впливає на виплату заробітної плати, дивідендів, соціальні гарантії, преміювання тощо. Проте у такому випадку виникає конфлікт інтересів робітників і акціонерів. Робітник буде прагнути підвищення заробітної платні, надання додаткових соціальних гарантій, преміювання тощо; акціонер – розподілу прибутку на виплату дивідендів. Але, якщо доходи від господарської діяльності використовуються на стимулювання оплати праці, то можливість виплати дивідендів, у такому випадку, знижується. За для збалансованості інтересів працюючих та акціонерів, акціонерне товариство має вирішити питання розподілу прибутків, що пов'язано з розробкою адекватної дивідендної політики та запровадженням інших економічних стимулів акціонування.

Якщо ж основна частка акцій зосереджується в руках адміністрації підприємства, їх інтерес концентрується, перш за все, на збереженні свого посадового положення владі, якою наділені. У ситуації, коли основні акціонери представлені колишньою адміністрацією підприємства, виникає загроза дискримінації іншої частини акціонерів. Часто, для зміцнення своїх позицій, вказана категорія акціонерів застосовує спекулятивні моменти шляхом скупки акцій у дрібних володарів, абсолютна більшість з яких ще залишається випадковими акціонерами. Останні без вагань продають свої цінні папери, коли їх грошовий інтерес не реалізується.

По суті зацікавленість у володінні акціями і основні мотиви їх придбання зводяться до отримання певних доходів. Тому реалізація мотиваційних засад акціонування неможлива без розробки оптимальних механізмів розподілу прибутків, що, в свою чергу, опосередковано успішною діяльністю, застосуванням фінансового менеджменту тощо. Доходи за акціями виступають індикатором успішного акціонування. Поява ліквідних і привабливих акцій можлива лише як результат, з одного боку, позитивних змін на мікрорівні самого підприємства за всіма напрямками діяльності, з іншого – як наслідок стабілізації на макрорівні. Тому перспективні підприємства вигідно виділяються за рахунок попиту на акції, інвестиційної привабливості з боку зовнішніх інвесторів. Ті підприємства, які акціоновані за рахунок іноземних капіталовкладень, в більшості випадків успішно функціонують. Завдяки іноземному капіталу закріплюються основні позиції акціонування, однак поточне управління, в більшості випадків, здійснюється колишнім керівництвом. Проте саме для таких підприємств характерною особливістю є захист акціонерних прав, чому сприяє політика іноземного інвестора.

Інтереси іноземних інвесторів, котрі вкладають кошти у вітчизняну економіку різноманітні. Іноді це пояснюється маркетинговою стратегією, тим самим інвестор не тільки розвиває виробництво, а й затверджує свої позиції на світовому ринку. В інших випадках інвестори будують свою діяльність на базі спекулятивних поглядів і їх інтерес обмежується перепродажем акцій чи то самого підприємства, яке досягло більш-менш стабільного положення. Та в кожному з випадків інвестиційні мотиви мають підґрунтя.

Зацікавленість з боку іноземних інвесторів не випадкова. Україна представляє з себе привабливий регіон хоча б з тих позицій, що має багаті природні ресурси. Іноземному інвестору відкривається новий ринок збуту продукції і можливість тим самим збільшити свої доходи. До того ж розрахунок підтверджує великі потенційні можливості ємності ринку

споживання. До всього сказаного, в Україні відносно дешева робоча сила, а процес приватизації приваблює іноземних інвесторів вкладати свої кошти в створювані акціоновані товариства [51]. В той же час нестабільна макроекономічна ситуація, у тому числі не врегульована податкова система нивілює зазначені переваги, в результаті чого спостерігається дефіцит інвестицій. Ця проблема є досить гострою і остаточно не вирішеною.

Сформований склад акціонерів у акціонерних підприємствах поступово змінюється як у кількісному, так і якісному відношенні. На сучасному етапі просліджується тенденція формування основних акціонерів, що сприяє зміцненню механізмів акціонування. Проте досить часто це нагадує механічний перерозподіл у структурі власності, обумовлений самим характером створення акціонерного сектору в процесі приватизації державної власності.

У відносно короткі строки приватизаційний процес дав нове життя великій кількості акціонерних товариств. Вже на середину 1989 року близько 60 промислово розвинених і країн, які розвиваються, включилися в приватизаційні процеси [5]. В одних приватизація проходила досить успішно, в інших – гірше, без належної підтримки, з допущенням суттєвих помилок. Загалом, оцінки вкрай неоднозначні з чим автор цілком погоджується.

Наявний західний досвід акціонування в процесі приватизації багато в чому повчальний для України, оскільки приватизація триває досі, а усталені підходи стосовно вибору найбільш привабливих напрямків здійснення приватизації можуть бути корисними для української дійсності.

До речі, з історії відомо, що у Російській імперії приватизація проводилася ще у 18 столітті Петром 1. Навіть тоді, близько 30 промислових підприємств перейшли у приватну власність на умовах пільгового механізму продажу.

Механізм акціонування в умовах відносин, що складаються в

Україні, діє специфічно. Часто акціонування ототожнюється з приватизацією державної власності, тому розглядається як спосіб приватизації, або як одна з її стадій. Проте, акціонування виступає як самостійний організаційний та правовий механізм створення і функціонування особливої форми організації – акціонерних товариств. В умовах України склалося так, що переважна більшість акціонерних товариств створені в процесі проведення роздержавлення і приватизації. Тобто, зміна державної форми власності і створення акціонерних товариств проходили паралельно. Такий підхід властивий і іншим країнам, тому безумовно приватизація відіграє не останню роль в процесі створення акціонерних структур.

Класичним прикладом приватизації країн Західної Європи служить досвід Англії. Розпочата в 1979 році приватизація проходила в 3 етапи. Головною метою першого стало зменшення частки державного сектору невеликих за розміром підприємств. Тому за перші 5 років у приватну власність повністю були передані їх активи включаючи й 23 готелі управління залізничного транспорту. Якщо в 1979 році в Англії функціонувала 51 державна корпорація, то на кінець 1984 року 20 державних компаній загальною вартістю 7,5 млрд. ф. ст. одержали статус приватних.

Другий етап приватизації розпочався влітку 1984 року і спричинив збільшення кола володарів акцій у компаніях, що стали на шлях приватизації.

З 1987 року починається процес розпродажу підприємств комунальної власності. На 1991 рік вже 24% дорослого населення стали акціонерами, а ще в 1979 році кількість акціонерів становила лише 7% дорослого населення [121, с. 122].

Основна проблема, що виникла в процесі приватизації, викликана ситуацією, коли більшість працівників підприємств не прагли стати повноправними акціонерами, тому й здійснювали продаж належних їм

акцій досить вільно. До середини 90-х років чисельність власників акцій приватизованих підприємств скоротилась більш ніж у 2,5 рази, та на цей час вже було розпродано більшу половину належних державі галузей промисловості і значну частину житлового фонду.

За прикладом приватизації у Великобританії знайшли визнання не менше 22 різних способи часткової чи повної передачі власності. Способи приватизації були самими різними: розпродаж і безоплатний розподіл акцій, відрахування з боку користувачів, продаж державного житла квартиронаймачам, відмова від державної монополії у справах розвитку конкуренції тощо.

Головна особливість приватизації полягає в тому, що охопила вона не тільки промислові галузі, а й державні компанії в телекомунікаціях. Так, у "Бритіш телеком" було розпродано 51% акцій на саму вигідну в ті часи суму. Причому 96% з них перейшли до рук робітників та службовців підприємства.

Наступним прикладом успішної приватизації, а разом з тим і створення акціонерних товариств є досвід Франції. У 1986 році Національними зборами та Сенатом було ухвалено приватизацію 65 державних компаній, з них в кредитно-банківській сфері – 42, в страхуванні – 13, в промисловості – 9 і 1 підприємство у сфері зв'язку. Приватизацію планувалося провести за 5 років. Поширювалася вона переважно на так звані монополії, що сконцентрувалися в системі газоелектропостачання, телекомунікацій а також авіаційній і космічній промисловості. За 14 місяців було приватизовано 15 крупних компаній [17, с. 17].

За схемою приватизації передбачалося до 30% капіталу сконцентрувати в руках стабільних акціонерів, 20% - передати іноземним інвесторам, персонал приватизованої компанії одержував 10% капіталу. Залишок підлягав реалізації на відкритих фондових ринках.

Продаж частки капіталу стабільним акціонерам здійснювався за

дещо завищеними цінами. Проте це не завадило концентрації в руках окремої групи 30% акцій і в то й же час обумовило контроль за діяльністю потенційних інвесторів. Ті 10% капіталу, що пропонувалися робітникам підприємств, забезпечувалися пільговими умовами купівлі акцій при збереженні їх в одних руках протягом 2 років, а також специфічними умовами оплати акцій. Тобто, в законодавчому порядку дозволялася відстрочка оплати акцій та застосовувалися заохочувальні моменти шляхом надання за кожен придбану акцію ще однієї, при додержанні терміну їх збереження.

З початком другої хвилі приватизації було введено 20% знижку на придбання акцій персоналом підприємств [15, с. 30].

Механізм розподілу капіталу на підприємствах в процесі приватизації будувався з врахуванням чітко означених меж володіння частками капіталу. Це забезпечувало бажання з боку державних органів уникнути повного контролю над приватизованою компанією і тим самим контролювати дії інвесторів.

Державна приватизаційна політика Франції багато в чому характерна не ринковими методами, до того ж проходила під жорстким контролем уряду. Зрештою, приватизація, за своїм змістом, більше нагадувала економічну політику держави [14, с. 25; 53, с.78].

Стосовно привабливості способів приватизації, то найбільшого поширення набув викуп підприємства його робітниками. Тільки за три роки більш ніж $\frac{1}{4}$ частина підприємств приватизувалася таким способом. Інтерес працюючих до підвищення темпів виробництва, доходності підприємства поживлявся саме з набуттям статусу повноправних власників приватизованого підприємства [33, с. 118].

Досить специфічною виявилася приватизація в Японії. Поряд з передачею прав власності у приватні руки, приватизація супроводжувалася відміною законів про створення державних підприємств. Публічні корпорації спочатку акціонувалися, а потім їх акції продавалися через

фондові біржі. І лише за таких умов підприємства переходили у приватну форму власності.

Стосовно ж існуючих до цього акціонерних компаній і пайових товариств, кількість яких на березень 1993 року склала 94, основним і, в більшості випадків, єдиним акціонером яких був уряд, то вони приватизувалися шляхом продажу державної частки в капіталі.

Державний сектор Японії незначний у порівнянні з країнами Європи а державна власність, як така, взагалі не існує. Проте, Японії характерна ієрархічна структура державного регулювання підприємств, кожна з ланок якої має виконувати свої, чітко визначені функції [55, с. 102].

В Італії приватизація набула статусу “поступового економічно виваженого руху, що вписується в різні взаємопов’язані сфери господарсько-банківської, приватної і державної діяльності, підтриманої емісією законодавчих ініціатив, вигідних як для казни, так і для приватного сектору”, принаймні так її охарактеризували аналітики [35]. Італійська приватизація передбачала довгострокові програми.

Як специфічну рису слід враховувати те, що державна власність у Італії мала значні розміри. Державні підприємства розрізнялися як за формами, так і за економічною природою, до того ж отримували підтримку різного роду партій і політичних угруповань, тобто мали політичну спрямованість.

Закон про приватизацію державних підприємств вступив в дію у 1991 році. За 4 роки було приватизовано лише 14 компаній. Підтримки широких кіл приватизація не знайшла [13, с. 116].

Італійська специфіка заключалася в тому, що державні підприємства ще до приватизації мали статус акціонерних.

У США приватизація відзначалася специфічною податковою підтримкою, направленою на стимулювання реформованих підприємств, тому характерною рисою приватизації є звільнення від сплати податку на

прибуток. Найпоширенішим варіантом приватизації став викуп майна трудовим колективом підприємства з послідуєчим розподілом між працівниками пропорційно трудовим внескам кожного. Розподіл акцій проходив через використання індивідуальних рахунків працівників, без використання власних заощаджень. В таких умовах найменш забезпечені верстви населення могли отримати частку власності в кредит, погашення якого здійснювалося дивідендами.

На 1994 рік робітничий клас володів 10500 фірмами з загальною кількістю працюючих більш як 11 млн. чол., а загальна сума емісій акцій корпорацій склала 22,6 млрд. дол. За 4 роки ця сума зросла більш ніж в 2 рази. Поєднання колективного співволодіння підприємством з індивідуальною власністю в США дістало широку підтримку [32, с. 68].

У Німеччині приватизація розпочалася у 1990 році з реформування народних підприємств в акціонерні товариства. Законодавчою основою приватизації став Закон про опіку, що визнав законні основи діяльності опікунської ради. Саме цей орган розробив принципи приватизації.

Загальна концепція здійснення приватизації передбачала швидкі темпи. Основними задачами приватизації було збереження робочих місць та залучення інвестицій. Питання вартості об'єктів були другорядними, що стало основною помилкою приватизації. Практика навіть знає приклад продажу цілої компанії за 1 німецьку марку [20, с.74]. Не дивно, що свою діяльність приватизаційне агентство завершило з боргом в 275 млрд. марок хоча щоденно продавалося близько 15-20 підприємств і вже наприкінці 1994 року було приватизовано 14 тисяч компаній.

Приватизаційний процес Німеччини досить суперечливий, тому розцінюється неоднозначно, але багато в чому цінний і повчальний.

Історичний досвід налічує ряд прикладів, коли приватизація проходила зовсім не так, як планувалося. В скандинавських країнах, наприклад, планувалося поетапна приватизація 35 державних компаній. Першочергове право придбання акцій на пільгових умовах надавалося

робітникам підприємства. В дійсності склалася інша ситуація. В результаті приватизації держава стала володарем контрольних пакетів акцій найбільш привабливих підприємств [61].

Заслуговує на увагу досвід приватизації країн колишньої соціалістичної орієнтації, прикладом якої є Польща, де в 1989 році розпочато приватизацію державної власності.

Найтипівішим способом приватизації став продаж підприємств польському та іноземному інвестору. Процедура приватизації передбачала два етапи. Перший – підприємства перетворювалися у акціонерні товариства державної казни, на другому – вирішувалося питання залучення інвесторів. Але навіть на другому етапі приватизації із 501 підприємства приватизувалися лише 60. Відсутність інфраструктури фондового ринку стала основною перешкодою, внаслідок чого спостерігалися повільні темпи приватизації [134].

Кращі результати приватизації досягнуто при використанні методу ліквідації, що обумовив підвищення зацікавленості з боку іноземних інвесторів.

Процес масової приватизації у Польщі розпочався розподілом акцій 514 акціонерних товариств між 15 Національними інвестиційними фондами. Створені, таким чином, акціонерні патенти були рівнозначними і за оплати приблизно рівну 5 американським доларам розділялися між населенням країни. Фактично кожний став власником акцій на загальну суму в 120 злотих. Але лише 30% населення виявили бажання прийняти участь у приватизації, внаслідок чого ціна акціонерного патенту виросла, що, відповідно, сприяло підвищенню інвестиційної привабливості патентів [45].

В Угорщині перший етап приватизації розпочався у 1989 році, передумовою чого стало прийняття Закону “Про перетворення в господарські товариства”. Реформаційні процеси розпочалися створенням акціонерних товариств і започаткували триетапну історію угорської

приватизації [6, с.66]. З 1857 державних підприємств 1298 набули статусу акціонерних.

Особливістю приватизації стало те, що держава залишила контрольні пакети акцій у своєму розпорядженні. Однак, за 8 років лише 8 підприємств залишилися поза приватизацією. За період другого етапу приватизувалася більша половини підприємств, крім того паралельно здійснювалися процеси приватизації землі [7, с. 90; 87, с. 154; 139, с. 65].

Характерною рисою угорської приватизації стала активна участь іноземного інвестора, навіть незважаючи на хиткий економічний стан в країні. Більше половини всіх надходжень з-за кордону отримали приватні підприємства, головними інвесторами стали США та Німеччина. Найбільші інвестиції отримала енергетична промисловість, телекомунікації, банківський сектор і вже наприкінці 1997 року близько 25 тисяч підприємств мали іноземний капітал.

Третій етап приватизації розпочався в 1995 році приватизацією стратегічно важливих об'єктів. Підприємства, що початково приватизувалися перетворенням в акціонерні товариства державної власності, розпочали продаж державної частки. За оцінками експертів, угорську модель приватизації можна вважати продуманою і розміреною, максимально направленою на залучення іноземного капіталу.

Чеська приватизація розпочалася поверненням колишнім власникам втраченої власності. В результаті чого у приватну власність передано 70 тисяч будівель, 50% державних лісів і сільськогосподарських угідь, більше 30 тисяч промислових об'єктів. Приватизаційний процес передбачав широкомасштабну реприватизацію; “малу” та “велику” приватизацію. Починаючи з 1990 року тільки в роздрібному товарообігу приватна частка за рік зростає на 32%.

Наявність запроектованих схем, розробка методик проведення торгів, включаючи й “голландський аукціон”, запровадження широкої інформаційної мережі свідчать про те, що у Чехії приватизація була

продуманою і обумовленою, хоча й не виключала промахів та прорахунків.

За результатами “малої” приватизації, що охопила переважно сферу обслуговування, на кінець 1991 року близько 40% підприємств перейшло в приватні руки. Перша хвиля спонукала 96% громадян використати право купівлі акцій за купонні книжки. Позитивним аспектом приватизації є відсутність зворотної сили прийнятих законодавчих актів. На відміну від більшості країн, що використовували в приватизації сертифікатні або купонні книжки, в Чехії приватизація розпочалася тільки після їх отримання населенням.

“Велика” приватизація розпочалася у квітні 1991 року і була запланована у два паралельні етапи. Протягом першого передбачалося продати 1703 об’єкти, протягом другого – 1250. Приватизація була примусовою, тому передбачала розробку схем і подання проектів здійснення приватизації у відповідні міністерства.

У Болгарії приватизація розпочалася в травні 1992 року прийняттям Закону “Про трансформацію і приватизацію державних і муніципальних підприємств”. До серпня 1994 року була розпродана тільки $\frac{1}{1000}$ усієї державної власності. У вересні 1994 року розпочалася масова приватизація з використанням приватних бондів. Та запланованого залучення інвестицій приватизація не принесла, за 5 років вклади іноземного капіталу досягли лише 500 млн. доларів. У Болгарії, як і в Угорщині набула поширення реституція землі і майна.

В Югославії, за прикладом практично всіх постсоціалістичних країн, приватизація носила суперечливий характер. Намагання уряду пришвидшити процес передачі підприємств у приватні руки не принесли позитивних наслідків. Фактично приватизація проходила в формі корпоратизації, тобто шляхом перетворення в акціонерні товариства, 51% акцій яких належав державі без залучення додаткового капіталу. За своєю суттю вона походила на нове одержавлення, тільки тепер фактичним власником ставав псевдодержавний фонд. За результатами приватизації,

що була організаційно завершена в 1996 році, кількість корпоратизованих компаній зросла більш ніж в 4 рази і склала 289.

Аналітики стверджують, що югославська приватизація успіху не принесла, фактично вона здійснила перекомбінацію власників так і залишивши основне майно за державою [29, с. 119].

Якими б не були наслідки приватизації – вражаючий результат очевидний. Практично в усіх західних країнах приватизація завершилася або близьиться до свого організаційного кінця, тому, вважаємо, можна виразити деякі узагальнення з цього приводу:

- приватизація, як економічна реформа, спрямована на активізацію процесу переходу у приватну власність частини державних підприємств. В більшості країн приватизація проходила паралельно з акціонуванням, в результаті чого переважаючою стала акціонерна форма організації бізнесу;

- практично в усіх країнах назріли суттєві передумови приватизації, існуюче економічне положення вимагало кардинальних змін;

- приватизація, переважним чином, носила поетапний характер, проте не завжди розмірений і поступовий;

- політика щодо залучення іноземного капіталу в ряді країн передбачала максимальну концентрацію іноземних інвестицій, в інших – навпаки, вводилися чіткі допустимі межі частки іноземного капіталу;

- практично в усіх країнах застосовували пільгові умови продажу акцій робітникам підприємств.

Незважаючи на суперечливий характер, недоліки і прорахунки, про позитивний результат приватизації свідчать ряд показників і, перш за все, зміни фінансового стану підприємств, вихід на новий рівень прибутковості, зростання рівня життя населення. Дослідження приватизацій, проведені вченими, підтверджують гіпотезу про позитивний її вплив на економіку в цілому та провідні галузі зокрема.

Українська модель приватизації багато в чому наслідувала світову практику. Але невраховані особливості специфічної економічної ситуації в

країні, рівень економічного розвитку і, нарешті, відмінності в менталітеті населення звели запозичені позитивні моменти нанівець, створивши низку негативних факторів і прорахунків, від чого ефективність приватизації різко знизилася.

Окремі аналітики стверджують, що українська приватизація здійснила перерозподіл власності між окремими зацікавленими групами, так і залишивши не вирішеною проблему ефективного управління власністю [78, с. 141]. У створених акціонерних товариствах, фактично мало що змінилося з позицій управління господарською діяльністю. В даній ситуації в Україні допущено ряд порушень загальних принципів і закономірностей. Однією з причин ситуації, що склалася, є те, що рішення на макроекономічному рівні не враховували наслідки мікроекономічного стану. Все це, в кінцевому результаті, визначило економічну поведінку та результати діяльності новостворених акціонерних підприємств.

Порівнюючи процеси приватизації в Україні з іншими країнами світу можна виділити її специфічну рису, обумовлену схожістю різних моделей приватизації: приватизація — заклала підвалини створення акціонерних товариств. Внаслідок поєднання процесів реформування власності та акціонування в Україні створено акціонерний сектор.

Аналіз приватизації, а разом з тим і створення акціонерних товариств в Україні дає змогу виділити ряд особливостей, закономірних для процесів реформування:

1) приватизація розпочалася у 1992 році зміною форми власності 30 підприємствами України. Вже через рік обсяги приватизації помітно зросли, а приватизаційний пік спостерігався у 1995-1996 роках;

2) процеси приватизації відзначаються поетапною спрямованістю. Початково приватизація здійснювалася шляхом викупу та оренди з викупом працівниками підприємств, часто із застосуванням пільгових умов. Тому протягом першого етапу — 1992-1994 років було приватизовано близько 11 тисяч підприємств. Другий етап приватизації —

масова або сертифікатна приватизація, тривав з 1995 року по 1998 рік. За цей період кількість приватизованих підприємств досягла 50 тисяч. З початку 1999 року розпочався новий етап – грошова приватизація (індивідуальні продажі), що триває понині. Він пов'язаний з реформуванням об'єктів стратегічного призначення та продажем крупних пакетів акцій;

3) приватизація здійснювалася з застосуванням ряду способів. Початково одними з найбільш широко застосовуваних стали оренда з викупом та викуп підприємства членами трудового колективу, що стало причиною переважного створення акціонерних товариств закритої форми. З розвитком процесів акціонування виникла необхідність залучення зовнішніх фінансових джерел, що в кінцевому результаті визвало необхідність створення відкритих акціонерних товариств;

4) у тих випадках, де приватизація мала успіх, спостерігаються позитивні наслідки про що свідчать фінансові показники діяльності підприємств, сформовано систему ефективних власників тощо. На підприємствах, процес реформування яких виявився не достатньо вдалим, фінансовий стан залишається критичним, що характерно для ряду галузей промисловості.

Однак, сьогодні акціонерний сектор можна вважати практично створеним, тому виправлення недоліків приватизації, негативних моментів вбачається у запровадженні фінансових механізмів акціонування, що часто не діють, або відсутні взагалі.

Висновки до розділу 1

На основі представленого матеріалу можна зробити наступні висновки:

акціонерне товариство є основною і домінуючою формою організації підприємництва, що базується на об'єднанні окремих часток, вкладів у капіталі однієї компанії. Як механізм організації фінансів,

акціонування передбачає об'єднання на колективній основі приватних осіб, різних форм підприємництва та інших суб'єктів господарювання. Виникнення акціонерних товариств пов'язано з необхідністю залучення тимчасово вільних грошових коштів;

поширення акціонерних товариств завдячує специфічним рисам та перевагам, що позитивно виділяють вказану форму серед інших. До основних з них відносяться: широкі можливості у залученні капіталів, обмежена відповідальність вкладників, універсальність застосування, статутна форма об'єднання, підтвердження участі через випуск цінних паперів, відділення власності від управління;

аккумуляція капіталів акціонерним товариством здійснюється через випуск цінних паперів – акцій, з моменту придбання яких їх власник стає співвласником акціонерного товариства і набуває певних прав щодо управління компанією, отримання доходів і, власне, розпорядження вказаним видом цінних паперів;

акціонерний капітал формується за рахунок вкладів зацікавлених осіб і створює основу для діяльності товариства. Як елемент фінансових відносин, акціонерний капітал виконує стартову, гарантовану, структурну функції;

акцію доцільно розглядати в напрямках: засвідчення участі у капіталі, підтвердження зобов'язань акціонерного товариства по відношенню до конкретних акціонерів, отримання додаткових доходів, формування особливого виду капіталу;

акція, як спосіб забезпечення реалізації мотиваційних механізмів при акціонуванні, перш за все, розглядається як джерело додаткових доходів та інших благ, що виникають внаслідок дії стимулюючих до акціонування важелів;

властивості акції відбивають певні економічні інтереси через фінансування та можливості отримання доходів на ними у вигляді розподільної частини прибутку та курсових різниць від змін їх вартості;

розрізняють окремі види акцій: прості та привілейовані, іменні та на пред'явника. Процес придбання акцій супроводжується визначенням їх вартості, що може мати номінальний характер, тобто виражатися часткою акціонера у статутному фонді, або ринковий, що встановлюється в умовах обігу цінних паперів на ринку. Різновидами вартості акцій є бухгалтерська та ліквідаційна;

створення та розвиток акціонерного сектору в Україні є наслідком реформувань у структурі власності, які здійснені в процесі роздержавлення та приватизації державного майна. Акціонування у процесі приватизації обумовило специфічні умови формування акціонерного сектору, особливості формування структури капіталу та розвитку акціонерних відносин, що, на жаль, не завжди забезпечує позитивні наслідки. Проте, проведена приватизація започаткувала становлення акціонерного сектору, заклала підвалини фондового ринку та фінансових відносин;

порівняння різних моделей створення акціонерних товариств дає основу стверджувати, що український варіант акціонування збудовано на акумульованому досвіді розвинених країн. Проте ефект вітчизняної моделі набагато нижчий, що пояснюється неврахованими факторами специфічної ситуації в країні, загальною відсталістю за рівнем економічного розвитку, відсутністю досвіду реформувань тощо.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ОСОБЛИВОСТЕЙ ТА ПРАКТИКИ ЗАПРОВАДЖЕННЯ ФІНАНСОВОЇ МОТИВАЦІЇ АКЦІОНУВАННЯ

2.1. Організаційні засади запровадження фінансової мотивації акціонування

Механізми акціонування в Україні ще далекі від досконалих, в наслідок чого в процесі діяльності акціонерних товариств виникає низка непорозумінь. Характер українського акціонування забезпечив створення специфічної акціонерної моделі, що суттєво відрізняється від західних аналогів, однак, має і певні риси схожості з деякими з них. Практика реформувань світової економічної системи окреслює тенденцію виділення окремих країн, що мають чималий досвід створення акціонерних товариств та розвинені акціонерні відносини. На основі дослідження вітчизняної моделі створення акціонерного сектору, її порівняння з аналогами проаналізуємо організаційні засади запровадження фінансової мотивації акціонування.

Систематизований досвід запровадження фінансових механізмів при створенні акціонерних товариств дає змогу виділити наступні основні позиції, що становлять організаційну основу фінансової мотивації акціонування:

наявність законодавчих підвалин для створення акціонерних товариств і здійснення діяльності;

можливість вільного вибору потенційним акціонером об'єкту інвестування та форми акціонерного об'єднання;

можливість залучення акціонерного капіталу через емісійну діяльність, вільний вибір видів емітованих цінних паперів, визначення їх номінальної вартості;

гарантованість стимулювання та захисту інтересів інвесторів, акціонерів.

Дослідження цих питань, проведені нами при вивченні існуючої в Україні ситуації та окремих розвинених країнах: США, Великобританії, Франції, Німеччині, Японії з метою виявлення основних тенденцій, розбіжностей, елементів невідповідності та пошуку шляхів їх удосконалення.

Нормативні основи акціонерної діяльності в Україні представлені Законом України “Про господарські товариства”, Законом України “Про цінні папери та фондову біржу”, рядом інших нормативно-правових актів. Єдиного закону, що регулює діяльність акціонерних товариств на сьогодні не прийнято, хоча проект Закону України “Про акціонерні товариства” підготовлений. Така ситуація, на жаль, гальмує розвиток акціонерних товариств, вносить непорозуміння в механізми здійснення акціонерної діяльності. Чинне законодавство, з причини внутрішньої невідповідності та протиріч, часто не в змозі забезпечити належне вирішення проблем [125, с. 4]. Внаслідок цього, характерним є порушення механізмів акціонування. За таких обставин втрачають, перш за все, акціонери, а в майбутньому і акціонерні товариства через втрату власної інвестиційної привабливості. В країнах з розвиненими корпоративними відносинами діяльність акціонерних компаній регулюється відповідними законами.

Заслуговує на увагу особливий порядок регулювання акціонерної діяльності, притаманний для США, де акціонерний сектор демократичний та, за поглядами вчених, економістів, дослідників фондового ринку, найефективніший. Діяльність корпорацій регулюється за допомогою внутрішніх нормативних документів, тому статут є основою для запровадження акціонерних відносин. Вирішення питань, непередбачених статутною базою, здійснюється через чинне законодавство штатів. Однак, для вітчизняної акціонерної системи такий порядок регулювання акціонерної діяльності не має сенсу, оскільки суперечить усталеним законодавчим нормам. Внутрішня нормативна документація розробляється на основі чинної законодавчої бази і як самостійне джерело може лише

доповнювати врегулювання окремих сторін діяльності, склад яких чітко визначено. Проте, на сьогодні невідповідність між законодавством, що регулює акціонерні відносини та статутом, положеннями та іншими нормативними актами, є притаманною рисою багатьох підприємств і відчувається досить гостро. Внаслідок цього не завжди вдається однозначно вирішувати найпростіші питання акціонування.

Проведена приватизація висвітлила проблеми правового характеру, які потребують вирішення. Необхідність внесення змін у законодавчу базу з питань регулювання діяльності акціонерних товариств очевидна, тому найпершим кроком у вирішенні акціонерних проблем в Україні є прийняття Закону “Про акціонерні товариства” [68]. Законодавче регулювання, перш за все, має орієнтуватися на удосконалення основних механізмів акціонування: створення, ліквідації акціонерних товариств, здійснення емісійної діяльності, захист акціонерних прав тощо. При цьому основою нових підходів мають стати: сучасні тенденції реформування, власний досвід створення акціонерних товариств, визначені помилки чинного законодавства та існуючий досвід зарубіжного акціонування. Очевидно, що чинне законодавство потребує змін, тому прийняття Закону України “Про акціонерні товариства” є досить актуальним аспектом проведення реформ.

Не менш важливим напрямом акціонування є визначення форми створення акціонерного товариства. Традиційно визначені відкрита та закрита форми організації акціонерних товариств. При організації акціонерних товариств закритої форми українським законодавством передбачені обмеження щодо кількості власників акцій до 200 акціонерів. Тому закриті акціонерні товариства здебільшого невеликі як за розмірами компанії, так і за обсягами акціонерного капіталу. До того ж, для закритої компанії характерним є ряд обмежень щодо обігу цінних паперів, тому у цьому відношенні відкрита форма є більш привабливою. Проте, нині ще значна частина акціонерних товариств України перебуває у закритій

формі, станом на 1.01.2001 року їх налічувалося більш ніж 66% від загальної кількості, що є закономірним з огляду на характер українського реформування. Закриті акціонерні товариства, утворені в процесі реформування державної власності в Україні, як правило, створені на базі окремих підприємств, тому коло акціонерів обмежене трудовим колективом. Створення закритих акціонерних товариств – типова особливість ранніх етапів приватизації, тому поширення закритих акціонерних товариств спричинене характером та напрямками української приватизації. В Україні, в процесі акціонування, було обрано так звану “континентальну” модель корпоративного управління. На відміну від “англосаксонської” вона орієнтована на обмежену кількість акціонерів, що є властивістю закритих акціонерних товариств [108]. Проте необхідність залучення інвестицій та розширення акціонерних відносин, забезпечення умов нормального функціонування великих за розмірами та обсягами залученого капіталу підприємств, об’єктів стратегічного призначення, обумовила створення товариств відкритої форми. Останнім часом спостерігається тенденція формування конкретного кола акціонерів, які публічно контролюють підприємство, що є позитивним моментом. Збільшення відкритих акціонерних товариств є закономірністю у вирішенні проблеми залучення додаткових джерел інвестування, а вибір потенційним інвестором конкретного об’єкту вкладення коштів багато в чому пояснюється дією конкретних стимулюючих важелів. Тобто мається на увазі наявність особливих пріоритетів у отриманні доходів від участі у капіталі шляхом розподілу прибутків акціонерними товариствами, захисту акціонерних прав, гарантованість прийняття компетентних рішень з боку менеджменту тощо. Слід наголосити, що відкрита форма акціонерних товариств надає більш широкі повноваження щодо розпорядження акціями, тому спектр стимулювання теж розширений. Хоча сучасні акціонерні відносини характеризуються невисоким рівнем забезпечення економічних стимулів акціонування, можливості їх виправлення при

відкритій формі акціонерного товариства більші, чому сприяє і нормативне регулювання.

Відкрита форма акціонерного товариства, відповідно, характеризується перевагами щодо вільного обігу акцій. Усталений поділ акцій на прості та привілейовані, що властивий для більшості західних країн, відрізняється певною своєрідністю в українському варіанті застосування. На основі проведеного нами дослідження діяльності акціонерних товариств Великобританії, США, Японії, Німеччини та Франції з'ясовано, що сучасні західні корпорації більш прихильні випускати прості акції. Привілейовані акції використовуються рідко, проте у різних країнах характеризуються особливими властивостями. Вітчизняні акціонерні товариства практично не застосовують емісію привілейованих акцій. Однак, законодавчий аспект передбачає, як властивість привілейованих акцій дві основні переваги: розподіл прибутків через нарахування фіксованого дивіденду та першочерговість у отриманні майна при ліквідації акціонерного товариства. Поряд з цим власники привілейованих акцій позбавлені можливості приймати участь в управлінні підприємством, хоча за деякими моделями корпоративного устрою для привілейованих акцій, поряд з регламентованими за українським законодавством, властивою є і можливість участі її власників у голосуванні, а отже, і в управлінні щодо тих питань, результат вирішення яких не обходить інтереси акціонерів.

Іноді привілейовані акції розподіляють на підвиди, що передбачає виділення кумулятивних, некумулятивних, акцій з участю та без участі, погашених, непогашених, конвертованих та неконвертованих акцій, кожна з яких характеризується певними властивостями, перевагами щодо обігу та розпорядження. В окремих випадках застосовується розподіл акцій за класами. Сучасний стан акціонерних відносин не забезпечує попит на випуск привілейованих акцій, адже вітчизняна практика акціонування ще недостатньо розвинена. Випадки регламентованого випуску

привілейованих акцій на суму не більше 10% статутного фонду товариства зустрічаються рідко. В умовах, коли просліджується тенденція зменшення кількості акціонерних товариств, що працюють з прибутками, до того ж ситуація в економіці часто змушує акціонерні товариства навмисне занижувати свої доходи, випуск привілейованих акцій і виплата дивідендів за фіксованою ставкою не видаються можливими. При розширенні акціонерної діяльності, врегулюванні фінансових механізмів акціонування українські акціонерні товариства зможуть здійснювати емісію привілейованих акцій, що, вважаємо, стане позитивною рисою на шляху становлення вітчизняної акціонерної моделі. Але на сьогодні така можливість виключається.

Щодо форми розпорядження акціями, то українським законодавством встановлено, що громадяни можуть бути власниками, як правило, іменних акцій, що є особливістю японської, англійської, американської корпоративної системи. Випуск акцій на пред'явника на сучасному етапі не набув визнання, поясненням чого, вважаємо, є відносно короткий строк діяльності акціонерного сектору.

Суттєвим чинником акціонування є здійснення емісійної роботи. Однак, емісія цінних паперів, як спосіб залучення коштів при створенні початкового капіталу та додаткових його нагромаджень передбачає визначення вартості цінних паперів: номінальної в процесі емісії акцій та ринкової в процесі перерозподілу акцій між учасниками фондових відносин. У світовій практиці найбільш розповсюдженим є номінал 25, 50, 100 у. о, в залежності від країни та її національної валюти. Дослідження тенденцій формування номінальної вартості українських акцій показує, що для акціонерних товариств, створених у процесі приватизації, усталеною вважається номінальна вартість 0,25 грн., інша частина акціонерних товариств, створених в процесі першої хвилі акціонування, як правило, емітували цінні папери з номіналом, що не перевищував і 1 грн. Нині акціонерні товариства емітують акції і з номіналом, що прирівняється до

вартості акцій західних корпорацій, але це поодинокі, нехарактерні випадки. Випуск акцій без номінальної вартості, як це практикується у розвинених країнах, для України на сьогодні не властивий. Така можливість може розглядатися лише як далека перспектива.

Номінальну вартість доцільно розглядати як спосіб засвідчення внеску в акціонерний капітал і можливість застереження акціонерів від втрат при продажу акцій у разі безприбуткової діяльності акціонерного товариства чи зниження його інвестиційної привабливості. Однак, для української дійсності характерною є тенденція встановлення ціни продажу акцій нижче номінальної, навіть за умов задовільної діяльності підприємства. Як правило, подібні приклади є свідченням навмисного заниження вартості акцій з боку акціонерного товариства, адміністрації підприємства чи основних акціонерів/володарів крупних пакетів, іноді окремі з вказаних категорій суміщені в одній особі, така ініціатива ґрунтується на спекулятивних поглядах і передбачає перерозподіл власності між окремими акціонерами.

Тому, вважаємо, є сенс сконцентрувати увагу на тому, в якій ситуації опиняється пересічний акціонер і чи є сенс у подібних змінах структури власності. За проведеними нами дослідженнями з'ясовано, що подібна ініціатива лише вносить непорозуміння у механізми купівлі-продажу акцій. З одного боку, формування осередку основних акціонерів за рахунок викупу акцій – поширений, звичайний процес, з іншого – втрата частки власності дрібними акціонерами за рахунок продажу акцій має подвійний зміст: з точки зору здійснення звичайних операцій продажу акцій – це позитивний момент, що сприяє розвитку фондових відносин, але з точки зору встановлення вартості на цінні папери, що пропонуються на продаж та характеру подібних угод – просліджується типове порушення механізмів акціонерного захисту. У цьому напрямку є необхідність внесення відповідних змін у законодавство щодо регулювання вказаних питань, особливо стосовно встановлення цін на цінні папери не нижче

номінальних при здійсненні угод купівлі-продажу. При цьому слід чітко окреслити ініціативність подібних операцій. Тобто, якщо ініціатором продажу є акціонер, основний акцент слід концентрувати на визначенні продажною ціни акцій на рівні, що перевищує номінальне значення, якщо ж ініціатором є акціонерне товариство чи основний акціонер – більше уваги слід додавати законності операцій з цінними паперами та додержанню акціонерних прав.

На сьогоднішньому етапі більшого значення набуває питання ринкової вартості акцій, що обумовлено їх дохідністю та залежить від фінансово-господарських показників діяльності акціонерного товариства, нарахованих на акції дивідендів, та інших показників, що свідчать про успіхи акціонування. Ринкова вартість акцій складається в умовах їх обігу на ринку, однак, визначається дією ряду факторів і, перш за все, умінням розпорядитися початково залученим капіталом. Очевидно, що на сучасному етапі розвитку України на акціонування покладається виконання ряду задач. Серед них особливої уваги надається поєднанню інтересів інвестування та акціонування, як двох паралельних процесів. Існуючий на сьогодні розрив між ними не просто загострює проблему нестачі фінансових ресурсів, а й унеможливорює нормальний розвиток підприємства. Але ж від акціонування вимагається саме вирішення проблеми акумулювання достатнього капіталу для забезпечення прибуткової діяльності. Тому вирішення ситуації можливе не просто за рахунок здійснення емісійної діяльності, а шляхом розробки адекватних механізмів здійснення додаткової емісії акцій з залученням фінансових посередників у процесі розміщення цінних паперів. Додаткова емісія на сьогодні здатна вирішити проблему дефіциту інвестицій, підтвердженням чого є приклади успішної роботи підприємств, що емітували по 3 та більше випусків акцій. Але кількість таких акціонерних товариств порівняно невелика, тому у загальній ситуації вони особливої ролі не відіграють. Акціонування, що пов'язано з залученням капіталів, в свою

чергу передбачає забезпечення умов для інвестиційної зацікавленості потенційних акціонерів, що реалізуються через окремі стимули акціонування.

Запровадженню економічних стимулів при акціонуванні останнім часом надається все більше уваги, наслідком цього є розробка заходів щодо регулювання захисту акціонерних прав. Звичайно, у розвинених акціонерних системах, де власність на акціонерний капітал загально визнана, врегульовано акціонерні механізми, економічні стимули акціонування забезпечені відповідною базою, права акціонерів більш прозорі. Найпершими доказами цього є щоквартальне інформування акціонерів про результати фінансово-господарської діяльності, першочерговість у придбанні акцій додаткових випусків, оголошення за результатами поточного року кінцевого розміру дивіденду із застосуванням проміжних виплат щоквартально тощо.

Перенесення такого досвіду запровадження стимулів до акціонування на українську дійсність не завжди доцільно. Так, хоча б інформування акціонерів про фінансово-господарську діяльність 4 рази на рік не видається можливим з причини значних на це витрат і відсутності можливості їх відшкодування.

Враховуючи, що акціонерний капітал ще залишається надмірно розпорошеним і випадки, коли кількість акціонерів товариства перевищує тисячу та більше осіб не рідкість, ознайомлення усіх акціонерів з результатами діяльності товариства навіть за рік потребує докладання зусиль по підготовці інформаційних пакетів документів, доведення вказаної інформації до акціонерів в особистому порядку. Цей аспект діяльності акціонерних товариств порушується найчастіше. Така ситуація характеризується протиріччями, з одного боку намагання акціонерного товариства щодо інформування акціонерів про фінансово-господарську діяльність компанії, навіть частіше ніж один раз на рік – позитивні, з іншого – пов'язані з додатковими фінансовими витратами. Однак,

інформаційного забезпечення акціонерів один раз на рік, очевидно, замало, особливо це стосується тих підприємств, які позбавлені можливості лістингу цінних паперів. В умовах загальної невизначеності вказані підприємства залишаються маловідомими, навіть якщо і мають перспективу росту. Вважаємо, що з подоланням розпорошеності цінних паперів в майбутньому ситуація нормалізується, однак, вирішення проблем, перш за все вбачається в удосконаленні нормативно-правової документації щодо регулювання цих питань, у тому числі за рахунок систематизації та розробки внутрішніх нормативних документів.

Не менш важливим є вирішення питання проведення загальних зборів та підготовки до них. Навіть зважаючи на встановлені строки та пропозиції ознайомлення з інформацією про час, місце та порядок денний загальних зборів, механізми їх доведення до акціонерів не досконалі. Тому перегляд цих питань очевидний. Існуючий нині порядок підготовки до загальних зборів, через внесення на розгляд пропозицій акціонерами не відповідає реальній ситуації. Передбачені заходи щодо включення пропозицій акціонерів, що сукупно володіють 10% акцій, до порядку денного загальних зборів нині втратили актуальність і потребують змін у напрямку зменшення частки акціонерного капіталу до 5% і менше. До того ж, внесення пропозицій щодо формування органів управління акціонерним товариством, при паралельному застосуванні системи звичайного голосування за принципом 1 акція – 1 голос, підтверджує формальність зазначених позицій. Ситуація має змінитися і варіантом її вирішення може бути застосування способу формування органів управління за кумулятивним принципом. При підготовці до загальних зборів доречно застосовувати систему проксі, що відкриває широкі можливості формування правління акціонерного товариства.

Засади запровадження фінансової мотивації акціонування передбачають поряд з вказаними і ряд додаткових стимулів, що, на жаль, не знайшли широкого визнання в Україні. До них відносяться: отримання

копій балансових звітів, протоколів загальних зборів, можливість звернення до суду в разі тиску з боку акціонерної більшості, отримання основними акціонерами повідомлення про наміри придбання крупних пакетів акцій, застосування похідних цінних паперів, можливість отримання знижки при купівлі цінних паперів тощо.

Однозначно, що сучасний світовий акціонерний ринок різноманітний, багатогранний. Акціонерні структури створювалися століттями і в деяких країнах нині є провідними елементами в усіх сферах економічного буття, тому механізми їх діяльності Україна може вважати за приклад. Вітчизняний акціонерний сектор ще порівняно молодий і перебуває на стадії формування, тому в ряді випадків усталений світовий досвід може бути перенесений лише в окремих елементах, що пояснюється і особливістю економічної системи. Споріднена ознака різних акціонерних систем характеризується тим, що вітчизняні акціонерні товариства, як і західні, створені в процесі реформування економіки, подолання кризи, роздержавлення і приватизації. З таких позицій світовий досвід є корисним і для України. Тому запровадження мотиваційних механізмів через визначення організаційних засад акціонування досліджені нами з точки зору різних моделей організації акціонерних відносин, розглянуті і представлені нами саме з метою пошуку шляхів подолання існуючих негараздів та прогнозування можливих позитивних змін вітчизняної акціонерної системи.

2.2. Особливості реалізації фінансової мотивації створення акціонерних товариств

Зміни, що нині відбуваються в українській економіці носять радикальний характер. Трансформаційні процеси в державі направлені на формування основних інститутів національної економіки. Серед них фінансова, податкова, митна, банківська та ряд інших систем, що в своїй сукупності становлять основу економічної інфраструктури.

Трансформація існуючого економічного базису – процес складний і тривалий тому, принаймні, виділяють кілька напрямів трансформаційного процесу. Серед них: стабілізація фінансової системи, лібералізація економіки, реструктуризація народного господарства, роздержавлення і приватизація, соціальна адаптація, інституціональні перетворення [44, с. 45; 103].

Ключовими елементами реформування стали роздержавлення та приватизація державної власності, внаслідок яких в Україні створено акціонерний сектор.

Донедавна вітчизняна система виробничих відносин характеризувалася абсолютним пануванням державної власності, котра не тільки не відповідала реальним процесам у суспільстві виробництва, а й вимагала кардинальних змін. Безсумнівно, саме процес становлення ринкової системи розкрив недоліки державної регламентації, вказав на відсутність конкурентних засад і, що головне, на ті моменти, що виступають перепорою на шляху становлення рентабельних і конкурентоспроможних підприємств.

Очевидно, що ці питання загострилися в зв'язку з роздержавленням і приватизацією. Роздержавлення започаткувало економічне реформування, у буквальному значенні спрямоване на відмову держави від права власності на засоби виробництва або ж просто зниження її впливу на власні підприємства [64, с. 3; 59; 62]. Як економічний механізм, роздержавлення є переходом від прямого управління підприємством до його регулювання за допомогою податкових важелів. Держава в такому випадку просто обмежується отриманням податку. Процес роздержавлення обумовлює створення конкурентного середовища, перехід до ринкового ціноутворення, на основі співставлення попиту та пропозиції, закладає підвалини формування інфраструктури ринку. Подібні перетворення забезпечують зміни усієї системи виробничих відносин, за допомогою яких привласнюються засоби виробництва, предмети споживання тощо

[38, с. 3; 99, с. 27].

Роздержавлення в певній мірі містить в собі приватизацію, як один з напрямів зміни характеру державної власності, та поряд з цим – існують інші напрями реформування. За етимологічного підходу, приватизація – це процес трансформації будь-якої форми власності у приватну, або ж послідовна зміна форм господарювання від державної до приватної.

Термін “приватизація” походить від англійського і означає “особистий”, “приватний”. Початкове тлумачення приватизації запозичене з англійської термінології буквально означає становлення і наступний розвиток двох видів приватної власності на засоби виробництва: власності, заснованої на особистій праці, та власності, що базується на залученні найманої праці. В кожному з варіантів приватизація забезпечує перехід від державної регламентації до індивідуальної власності – приватної, іноді – сімейної [25, с. 33]. Тобто, приватною може бути визнана кожна з форм, що не належить державі незалежно від того, скільки осіб розпоряджається власністю – один, декілька, група [92, с. 97; 75, с. 23]. Проте, така схема розподілу власності на державну та приватну характерна для західних країн. За українським законодавством виділяють державну, колективну та приватну власність. Утворення таким чином, у процесі приватизації акціонерні товариства являються колективними, але ніяк не приватними підприємствами, що є основною відмінністю українських акціонерних товариств від західних корпорацій щодо приналежності їх до певної форми власності. Поряд з цим, приватизація, на відміну від роздержавлення, має більш широкий зміст, оскільки реформування суб'єкту власності включає і зміну її форми, тобто повну або ж часткову передачу державного майна в руки індивідуальних чи асоційованих власників.

Системні трансформації української економіки, викликані необхідністю подолання розриву між працівниками і засобами виробництва з метою побудови багатоукладної економіки, розпочалися саме роздержавленням та приватизацією державного майна. Застосовані до

цього спроби реформування власності, шляхом впровадженням орендних відносин, виявилися не досить вдалими. Сам принцип створення повноправних власників на основі оренди засобів виробництва і їх послідуочого придбання за рахунок доходів від господарської діяльності не виправдався. Початково орендні відносини поширювалися у торговельній сфері, пізніше у виробничій. Проте, такі перетворення не забезпечили бажаних результатів.

З прийняттям у 1992 році законодавства про приватизацію, яке визначило основні правові, економічні та організаційні аспекти реформування державної власності, запроваджується новий напрямок економічних реформ. Безперечно, в плані системної трансформації, приватизація заклала основи багатокладної економіки [22, с. 15]. Механізми переходу від державної власності до інших форм знайшли відображення в численних нормативних актах і стали основою для застосування схем і методик реформування державних підприємств.

Вже сьогодні, незважаючи на складність та суперечливість приватизаційного процесу, можна констатувати деякі наслідки. Аналіз українського реформування свідчить, що саме приватизація стала початком масового акціонування підприємств. Не випадково саме ця форма організації підприємництва стала найпоширенішою. Враховуючи можливості акціонерних структур в плані мобілізації фінансових ресурсів, створення акціонерних товариств мало привести до стабілізації підприємств через відповідні зміни їх фінансового становища. Адже невід'ємний аспект реформування і усієї ринкової трансформації - побудова стабільних, досконалих структур та системи фінансових відносин. Тому основні мотиви ринкових перетворень обґрунтовані необхідністю і реальними можливостями створення стабільної, фінансово сталої системи акціонерних структур.

Використання можливостей акціонування створює альтернативу у економічній діяльності. Акціонерні товариства спроможні концентрувати,

об'єднати вільні фінансові ресурси у капітал одного підприємства. При цьому, той, хто вкладає свої кошти одночасно стає і володарем підприємства, оскільки одержані на суму внеску акції засвідчують право власності часткою у майні акціонерного товариства.

При вкладенні коштів в акціонерні товариства інвестор керується певними намірами, мотивами, що у сукупності становлять фінансове підґрунття його мотиваційної поведінки. Мотивація інвестування, поряд з мотивацією створення підприємства саме у формі акціонерного товариства, яка ґрунтується на можливостях залучення капіталів, складає зміст фінансової мотивації процесу акціонування. Тому, мотиваційні засади акціонування доцільно розглядати з двох позицій: з точки зору процесу створення акціонерних товариств та з точки зору реалізації позиції інвесторів.

Мотиваційна поведінка інвестора ґрунтується на отриманні певної частки у власність та прямого доходу від неї за рахунок вкладених коштів, що і є передумовою придбання акцій. В той же час, мотивація інвестора - свого роду прийняття рішення про те, акціонером якого підприємства стати щоб вигідно розмістити гроші та отримати максимальні доходи. В кінцевому результаті інвестор оцінює віддачу вкладеного капіталу орієнтуючись, насамперед, на доходність цінних паперів, в тому числі за рахунок сплачених дивідендів, що, вважаємо, цілком закономірно на сьогоднішньому етапі входження в ринок. В подальшому, при більш досконалому вивченні особливостей акціонерної форми господарювання, на передній план буде виходити зацікавленість акціонера у одержанні прибутку від зростання ціни акцій на ринку. Мотивація інвестування обумовлює напрями розміщення коштів з метою одержання доходів від них. Дослідження історичних основ та систематизація напрямів створення акціонерних товариств доводять, що необхідність акціонування обумовлена саме мотивацією вигідного розміщення коштів, тому цілком допустимо вести мову про те, що мотивація інвестування склалася

історично. Це, в кінцевому результаті, дало основу поняття “дивіденд”, а поступове удосконалення акціонерних відносин обумовили розвиток і особливості реалізації дивідендної політики.

Мотивація створення підприємств у формі акціонерних товариств спричинена його можливостями у досягненні фінансової рівноваги. Спостереження за процесом створення акціонерних товариств доводять, що основні мотиви їх заснування визначаються розміром залучених коштів і, відповідно, віддачею від них. Тому, основною метою створення акціонерних товариств є акумулювання грошових засобів і їх збільшення через отримані в процесі діяльності прибутки, розподільна частина яких є одним з напрямів забезпечення реалізації фінансових мотивів конкретних інвесторів.

Таким чином, основою фінансової мотивації акціонування є отримання фінансового зиску від залучення вільних грошових засобів зацікавлених інвесторів шляхом випуску цінних паперів, що передбачає участь вкладників у розподілі прибутків акціонерного товариства, частково в управлінні товариством та отриманні інших економічних переваг, що стимулюють до акціонування. Фінансова мотивація як з боку інвестора, так і з боку акціонерного товариства в кінцевому результаті має єдиний стимул – отримання певних доходів, відмінності вбачаються у шляхах та методах задоволення намірів [16].

Акціонерне товариство реалізує фінансово-мотиваційний спектр шляхом залучення грошових засобів в процесі емісії акцій та через прибутковість власної діяльності. Тобто водночас вирішуються кілька питань:

- акумулювання грошових засобів для забезпечення господарювання шляхом обміну цінних паперів на реальні гроші. В такому випадку набуває сенсу механізм емісії, у тому числі і додаткової;
- збільшення фінансових ресурсів підприємством у процесі

господарської діяльності, що забезпечує інтереси трудового колективу через відповідну оплату праці, соціальні гарантії тощо, та інтереси акціонерів – шляхом виплати частини прибутку підприємства. В тих випадках де інтереси робітників і акціонерів не співпадають в дію вступає механізм захисту акціонерних прав;

- забезпечення найбільш ефективного господарювання, шляхом оптимізації структури управління акціонерним товариством, для досягнення максимальної стабільної прибутковості і формування, таким чином, ринкової вартості своїх акцій, що в майбутньому стане головним мотиваційним фінансовим чинником вкладення коштів в конкретне акціонерне товариство.

Для конкретного акціонера фінансова мотивація є реалізацією системи стимулів, що обумовлюють вкладення коштів в цінні папери і виражаються через акціонерні права. Особливе місце серед них відводиться участі в доходах від акцій і управлінні компанією. Реалізація фінансової мотивації акціонування досягається шляхом досягнення спільних інтересів потенційних інвесторів, діючих акціонерів та акціонерного товариства, тому основна умова реалізації акціонерного механізму вбачається, перш за все, у запровадженні фінансових мотивів конкретних інвесторів. За таких обставин між мотивацією акціонування і можливостями прибуткової діяльності є пряма взаємозалежність.

Вважаємо за необхідне, виділити основні складові вказаної взаємодії. Умовами реалізації фінансової мотивації акціонування слід вважати:

- відпрацьований механізм емісії цінних паперів - як передумова залучення початкового капіталу і додаткових засобів при необхідності. Однак, додаткова емісія, як джерело залучення капіталів, спрацьовує при забезпеченні відповідних інвестиційних характеристик привабливості цінних паперів. В

такому розумінні акція є тим індикатором, що дає змогу оцінити фінансовий стан акціонерного товариства, спрогнозувати напрями змін у діяльності;

- запровадження економічних стимулів акціонування шляхом забезпечення участі у розподілі прибутків, управлінні, реалізації інших прав щодо володіння акціями;
- досконалі механізми управління, що впливають на визначення напрямів функціонування акціонерного товариства і реалізацію фінансових мотивів акціонерів.

Визначені особливості запровадження мотивації акціонування реалізуються акціонерним товариством в процесі організації фінансових відносин.

Система дій щодо реалізації фінансових мотивів придбання акцій і засад організації акціонерних товариств визначають зміст фінансів акціонерного сектору. Тому ці, певним чином організовані відносини, пов'язані з формуванням капіталів, їх використанням і розподілом грошових доходів, отриманих від господарської діяльності шляхом виконання зобов'язань перед акціонерами, працівниками підприємства, цілком правильно вважаються фінансами акціонерних товариств. Таким чином, доцільно стверджувати, фінанси акціонерного сектору забезпечують задоволення потреб, стимулів окремих акціонерів і направлені на реалізацію мотивів, що спонукають до вкладень коштів. Однак, фінансова мотивація інвестування обумовлена прибутковою діяльністю, що може виражатися і через показники інвестиційної привабливості цінних паперів, дію різноманітних механізмів акціонування. Ці моменти у функціонуванні більшості акціонерних товариств України або не реалізуються, або реалізуються недостатньо, в результаті чого фінансові механізми акціонування залишаються не реалізованими, порушуються умови стабільної діяльності і, що найголовніше, акціонерні товариства не завжди спроможні прибутково працювати.

Невраховані особливості реалізації фінансової мотивації акціонування викривають відсутність можливостей для нормальної діяльності акціонованих підприємств. Тому, слід детально проаналізувати причини таких явищ.

Серед недоліків вітчизняної моделі створення акціонерних товариств вважаємо за необхідне виділити наступні:

- 1) недосконалість формування акціонерного капіталу необхідного розміру, складу та структури;
- 2) відсутність можливості успішного обігу цінних паперів;
- 3) нездатність менеджменту до своєчасних та виправданих дій в інтересах товариства, невідповідність управлінської діяльності спрямованості мотиваційних механізмів акціонування.

Акумуляція фінансових засобів при акціонуванні має ту особливість, що здатна створити загальний асоційований капітал, що формує статутний фонд акціонерного товариства. Тому суб'єктом акціонування стає власник комбінований, що створюється об'єднанням на спільних засадах окремих володарів капіталу. Це не просто сукупність підприємців, інвесторів чи інших зацікавлених осіб, а їх асоціація, що у відповідності до вкладів кожного управляє акціонерною компанією, отримує доходи, має інші повноваження. Акціонерний капітал відрізняється тим, що має форму дійсного, представленого в вигляді виробничих, товарних, грошових, інтелектуальних фондів, та фіктивного капіталу у вигляді цінних паперів. Операції з акціями щодо їх продажу перетворюють фіктивний капітал у реальні гроші, що йдуть на формування статутного капіталу. В свою чергу статутний капітал є підґрунтям діяльності акціонерних товариств. Однак, дослідження процесів акціонування показує невідповідність розмірів створюваного акціонерного капіталу реальній вартості підприємства, що початково виключає можливість отримання достатніх засобів для виходу зі скрутного положення, яке переживає більшість підприємств в період входження в

фазу акціонування.

Акціонування в Україні, в більшості випадків, здійснювалося в процесі приватизації, основною метою якої була зміна форми власності. Зміна форми господарювання хоча й декларувалася, але практично не здійснювалася. Приватизація, поряд з цим і акціонування, виконувалися високими темпами, не враховуючи при цьому той момент, що практично усі акціоновані підприємства перебували в тяжкому економічному стані, загостреному негараздами на загальнодержавному рівні. Переважна більшість підприємств в силу морального і фізичного зносу обладнання, використання непрогресивних технологій, низької якості продукції виявилися неконкурентоспроможними, тому їх акціонування з самого початку було приречене на невдачу. У високорозвинених країнах перш ніж приватизувати малоефективне, неконкурентоспроможне підприємство здійснюється реструктуризація, перепрофілювання, реконструкція, в результаті чого досягається високий конкурентоспроможний статус підприємства і тільки за цим здійснюється акціонування. У нас же, навпаки, на акціонування покладалося досягнення фінансової стабілізації.

Однією з помилок акціонування стало визначення вартості підприємства на основі методик, що не враховували усіх складових. Тому в дійсності вийшло так, що статутний капітал акціонерних товариств, створених в процесі приватизації, оцінено на основі вартості наявних засобів виробництва, часто шляхом приблизного розрахунку. Тобто дійсний капітал підприємства, що є гарантом за зобов'язаннями і опосередковує прибуткову діяльність, оцінено не вірно [85, с. 12]. Визначена на початкових етапах вартість основних виробничих фондів виявилася заниженою, тому характерною є невідповідність статутного капіталу ринковій вартості підприємства. В результаті цього переважна більшість акціонерних товариств виявилася не спроможною самостійно покращити економічний стан, тим більше розвинути за рахунок власних коштів.

Окрім цього, необхідно згадати порядок формування фіктивного капіталу акціонерних товариств. Випущені в обіг акції обмінювалися не на реальні грошові кошти а, в більшості випадків, на приватизаційні цінні папери, що не мали дійсного фінансового забезпечення. Тому і в цьому випадку надходження грошових засобів на підприємства не відбулося. Навіть в тих випадках, коли приватизація здійснювалася за грошові кошти, їх отримала держава, а не акціоноване підприємство.

Таким чином, недоліки щодо формування акціонерного капіталу стали однією з причин невдалого акціонування. Зазначені обставини перетворили акціонування на формальний процес.

Слід наголосити: головним завданням акціонування є корпорування капіталів, тобто їх об'єднання. Внаслідок приватизації в Україні акції більшості підприємств розпорошено між дрібними акціонерами, що з точки зору управління підприємством є неефективним, тому перспектива розвитку втрачена з самого початку. З огляду на це, серед основних недоліків у формуванні акціонерного капіталу слід виділити:

- 1) відсутність практики оцінки майнового стану акціонованих підприємств, що спричинила прорахунки в цьому відношенні, в результаті чого акціонерний капітал оцінено не вірно, а акціонерні товариства виявилися нездатні самостійно покращити власний фінансовий стан;
- 2) українське акціонування в процесі приватизації фактично здійснило поділ капіталів а не їх об'єднання, тому підприємства втратили можливість їх корпорування;
- 3) випущені в обіг акції у своїй більшості фінансово не забезпечені, оскільки не принесли реального залучення капіталу.

Таким чином, етап становлення акціонерних товариств пов'язаний з розробкою та впровадженням організаційно-правових механізмів формування капіталів. У вітчизняній практиці акціонування даний аспект

остаточно не відпрацьований, проте, навіть зважаючи на не досить задовільний порядок створення початкового капіталу, ситуація може змінитися за рахунок залучення капіталів шляхом здійснення додаткових емісій, що передбачає активізацію емісійної, а разом з тим і інвестиційної діяльності. Проте, акціонерні товариства не поспішають з додатковими емісіями, залученням ресурсів, що, вважаємо, є помилкою. Необхідність додаткових випусків акцій очевидна, тому на сьогодні особливої уваги потребує обґрунтування і розробка механізмів залучення капіталів, від чого, власне, залежить майбутня доля, успіх акціонерної справи.

Обіг акцій в умовах дії фондового ринку визначає результат забезпеченості цінних паперів, що досягається у тих випадках, коли акціонери виявляють бажання вкладати кошти у визначені цінні папери а отже, і у капітал обраної компанії. Серед найголовніших чинників привабливості цінних паперів виділяють дохідність і гарантію надійності вкладень, що, в свою чергу, неможливо без:

- росту ринкової ціни акцій у порівнянні з номінальною та підвищення інвестиційної привабливості акцій;
- нарахування доходів на цінні папери.

Тому, з точки зору акціонера, мотивація акціонування обґрунтована можливістю отримання доходу у вигляді курсових різниць та дивіденду, що визначає ринкові характеристики акцій. Це, в свою чергу, обумовлює інвестиційний попит на цінні папери акціонерного товариства, зростання фінансових можливостей.

Дивідендна політика акціонерного товариства залежить від його фінансової діяльності, оскільки, джерелом коштів для виплати дивідендів є прибуток. Крім того, дивіденд, як один з найважливіших стимулів акціонування, забезпечується високоефективним використанням залученого капіталу, його збільшенням в результаті господарської діяльності. У зв'язку з тим, що більшість підприємств на момент проведення акціонування знаходилися в передкризовому стані, а

проведена приватизація не привела до очікуваних позитивних зрушень, можливості отримання прибутків надзвичайно звужені. Але ж достатня дохідність акцій забезпечується лише тоді, коли підприємство отримує реальний прибуток. В той же час, відсутність основи прибуткового функціонування порушує систему обігу цінних паперів. Залежність між прибутковістю акціонерного товариства і дохідністю акцій пряма, типовим прикладом її вираження як раз і є дивідендна політика, що потребує розгляду ще на початкових етапах створення акціонерних товариств, оскільки впливає на інвестиційну привабливість цінних паперів окремого підприємства.

Обмін приватизаційних цінних паперів на акції в Україні пройшов стихійно, тому мало хто з акціонерів усвідомлював дійсну вигоду придбання акцій. Оскільки мотивація акціонування враховувалася мало, особливої уваги при виборі об'єкту вкладення коштів не приділялося. Останні 2-3 роки інвестори більш обачні у вирішенні цього питання. Тому від інвестиційної привабливості цінних паперів залежить вибір потенційним акціонером того чи іншого підприємства. З огляду на це, є сенс вести розрахунки інвестиційних якостей акцій на основі технічного аналізу даних про наслідки діяльності акціонерного товариства та прогнозування на майбутнє.

В цьому плані, суттєве значення має і виплата дивідендів акціонерам, що характеризує цінність акцій, фінансові можливості підприємства, рівень його дохідності. Саме ця риса мотиваційного механізму акціонування стала причиною особливої уваги в розвинених країнах, де механізм виплати дивідендів будується на відомих концепціях, стабільний і впорядкований. Існує тісний зв'язок між здатністю акцій приносити прибутки і можливістю накопичення капіталу підприємством, отриманням інвестицій і розвитком акціонерного товариства. Співвідношення між особистими інтересами акціонерів, що реалізується через дивідендні виплати, і інтересами товариства, шляхом реінвестування

прибутку, слід збалансовувати саме через дивідендну політику, обрану підприємством. Безперечно, рішення про реінвестування прибутку іноді доцільне, оскільки така політика направлена на стабілізацію, покращення фінансових позицій підприємства. Але в більшості випадків, для акціонерів вона не зрозуміла, в результаті чого їх зацікавленість акціями і товариством втрачається. Тому це питання має вирішуватися найбільш оптимально, в залежності від стадії і стану розвитку підприємства. Очевидно, що пріоритети особистих інтересів більш вагомі, проте цей момент не враховано в українській дійсності. Дивіденди збуджують інтерес до акцій, спроможні залучити інвестора, виступають гарантом кредитування товариства. Все це, у визначальній мірі, впливає на прибутковість акцій і їх ринкову вартість. Тому стимулювання акціонерів, через розподіл прибутків, з метою забезпечення інтересів акціонерного товариства у залученні капіталів, досягається за умови обґрунтованої дивідендної політики, яка, перш за все, свідчить про прибуткову діяльність підприємства, що зрештою, є головним орієнтиром акціонування. З таких позицій, дивідендна політика є одним із напрямів загальної фінансової політики в тому плані, що прибуток, який виплачується акціонерам у вигляді дивідендів є результатом використання акціонерного капіталу.

Як з'ясовано, існуючий характер створення акціонерного капіталу не забезпечує реалізацію механізму виплати дивідендів і порушує взаємозв'язок між процесами об'єднання капіталів і обігом акцій. Відсутність можливості об'єднання капіталів робить проблематичним розвиток інших складових механізму акціонування, що в кінцевому результаті порушує сутність цього процесу. Тому, приведені дослідження, а також попередження можливих зловживань щодо захисту прав, дають підставу стверджувати про необхідність врегулювання питань щодо механізмів, форми та строків виплати дивідендів [107].

Зниження ефективності функціонування акціонерного механізму обумовлено дією і інших негативних факторів, серед яких і порушення під

час підписки на акції додаткової емісії, процедури участі у загальних зборах, випадки деструктивних дій з боку власників великих пакетів акцій, факти залежності обігу акцій від власників контрольного пакету, якими часто виступають керівники підприємства тощо [108]. Проведений нами аналіз діяльності акціонерних товариств з позиції емітентів цінних паперів, дає змогу визначити найбільш типові помилки, що викликають непорозуміння в процесі здійснення підприємствами своєї діяльності. До них відносяться наступні:

1) невідповідність внутрішньої нормативної документації чинному законодавству, що регулює діяльність акціонерних товариств;

2) порушення щодо випусків цінних паперів, їх реєстрації. Проте, це питання останнім часом вирішується більш успішно. Якщо станом на 1.01.98 року в Сумській області налічувалося 585 акціонерних товариств, які своєчасно не зареєстрували випуск акцій, то на 1.01.01 року таких залишилося 128, з них 106 не працюють;

3) незадовільний стан щодо інформування держателів цінних паперів про час, місце, порядок денний загальних зборів, не проведення загальних зборів акціонерів на протязі кількох років, ігнорування пропозицій акціонерів щодо порядку денного загальних зборів, відмова у скликанні зборів на вимогу власників 10% голосів. Все зазначене обмежує корпоративні права у частині управління акціонерним товариством;

4) відсутність інформаційного забезпечення акціонерів про фінансово-господарську діяльність акціонерного товариства;

5) порушення прав акціонерів при нарахуванні і виплаті дивідендів;

6) ненадання акціонерам свідоцтв на право власності на цінні папери тощо.

Серед визначених позицій порушення щодо цінних паперів найбільш розповсюджені, це стосується як підтвердження права власності на цінні папери, так і дії економічних стимулів акціонування. Вважаємо,

що у даному напрямку є широке поле удосконалення, що передбачає забезпечення умов для нормального, врегульованого обігу акцій.

Особливість управління акціонерним товариством ґрунтується на можливостях акціонерів впливати на прийняття управлінських рішень у відповідності до кількості наявних акцій. Проте набагато важливіше не те, кому належать акції, а хто в дійсності управляє підприємством. Одним з недоліків механізму акціонування є відсутність ефективного менеджменту. Сьогодні механізм управління акціонерним товариством являє складну систему, багаторівневу структуру, але особливості вітчизняної моделі акціонування та тенденції щодо управління акціонерним сектором чітко відрізняються від загальної світової практики. Це, перш за все, намагання працівників акціонерного товариства залишити за собою контрольний пакет акцій, що є наслідком застосування такого способу приватизації як викуп підприємства трудовим колективом. З іншого боку, виникає необхідність у залученні крупних інвестицій для забезпечення новими технологіями, підвищення якості продукції, освоєння нових ринків збуту а іноді диверсифікації виробництва тощо, що не можливо без стратегічного інвестування і відповідних змін процесу управління підприємством. Тому, акціонерні товариства потребують нових управлінських підходів, що досягаються шляхом розмежування функцій за окремими рівнями діяльності, наприклад за напрямом керівництва підприємством та напрямом власності на акціонерний капітал.

В дійсності ж склалося так, що механізми управління акціонерними товариствами в порівнянні з існуючими до цього на державних підприємствах змінилися мало. В акціонованих підприємствах переважають малоефективні, застарілі підходи [101, с. 67]. Керівництво поточною діяльністю здійснюється директором колишніх державних підприємств, а частіше директором одноосібно. В результаті цього типовою є ситуація, коли директор не просто не прагне покращити обстановку на підприємстві, а навпаки, користуючись нестабільним станом

вітчизняної економіки, докладає зусиль залишити все так, як є. З позиції директора це вигідно, тому що створюється ситуація максимально сприятлива для реалізації власних інтересів. Адже, по-перше, це дозволяє залишити керівні позиції за собою а значить і управляти на власний розсуд, не завжди враховуючи інтереси рядових акціонерів; по-друге, з'являється можливість особистого збагачення, шляхом використання в особистих інтересах отриманих в результаті господарської діяльності прибутків; по-третє, за умов, коли акціонерам невідомі їх законні права не виникає непорозумінь, обурень, тому і здійснювати керівництво набагато легше. В результаті такого підходу втрачає, перш за все, акціонерне товариство, а поряд з цим і акціонери, зрештою, вся економічна система.

Ситуація відносно процесу управління акціонерним товариством відрізняється тим, що мало хто з акціонерів усвідомлює а іноді взагалі знає про свої законні права. Вклавши приватизаційні папери в підприємство, переважно те, на якому працюють, багато хто так і не отримав належних акцій. Навіть тоді, коли акції видані, це ще не свідчить про те, що відповідне стимулювання через акціонерні права реалізується в дійсності. Насправді рядові акціонери фактично позбавлені можливості участі в управлінні підприємством, розподілі прибутків тощо. Ситуація ускладнюється тим, що порушується процедура повідомлення про загальні збори, голосування, внесення питань на розгляд загальних зборів, широко розповсюджені випадки відмови в наданні інформації про фінансово-господарський стан. Таким чином, економічне стимулювання акціонерів, через захист їх прав не діє, що, в деякій мірі пояснюється неефективним управлінням. За відсутності об'єктивних засад реалізації акціонерних прав не спрацьовують і інші фінансові механізми акціонування.

Управління акціонерним товариством безпосередньо впливає на його конкурентоспроможність, фінансовий стан, залучення потенційних інвесторів. Більшість українських акціонерних товариств на сьогодні не представляють інтересу для стратегічного інвестора, тому що знаходяться

в скрутному фінансовому стані, а керівництво не застосовує ефективних заходів для його подолання, тому збиткове виробництво стало поширеним. За таких обставин втрачає і держава, адже коштів у вигляді податкових надходжень підприємство сплатити не спроможне, випуск продукції надто знижений або ж її якість є досить низькою. Але ж фінансовий результат діяльності будь-якого підприємства визначається, перш за все, отриманим прибутком. Останній може бути використаний на розширення виробництва, поновлення основної бази, в певній мірі на заохочення тощо. Достатній прибуток, в свою чергу, визначає можливість формування грошових потоків підприємством, що обумовлює його додаткову привабливість.

За умови, коли змінюються управлінські підходи і виникають спроби подолати збитковість та отримати фінансовий ефект від господарської діяльності, виникають передумови прибуткової діяльності [130, с.219; 142, с. 90]. Отримання прибутків обумовлене рядом обставин:

- застосовуються нові методи управління підприємством, більш альтернативні, забезпечені правовою підтримкою, максимально прийнятні для трудового колективу;
- змінюється підхід в організації виробничого процесу, оскільки якісно-кількісні характеристики виробленої продукції опосередковують майбутні доходи. З цього приводу кожен працюючий буде зацікавлений в тому, щоб вироблена продукція знайшла свого споживача, і намагатиметься підняти її конкурентний рівень, розвиватиме власну творчу ініціативу;
- набуває актуальності питання пошуку альтернативних джерел фінансування для розширення асортименту, освоєння нових видів продукції, придбання основних засобів тощо.

Таким чином, однією з особливостей реалізації фінансових мотивів акціонування, в певній мірі, є застосування досконалого управління. Усталені управлінські підходи на сьогодні не здатні забезпечити

підприємству прибуткову діяльність, оскільки, на наш погляд, характеризуються рядом помилок:

- 1) управління в акціонерних товариствах, у більшості випадків, здійснюється директором колишніх державних підприємств, часто без використання управлінських підходів, властивих акціонерним товариствам;
- 2) управління поточною діяльністю часто здійснюється в особистих інтересах вузького кола осіб, як правило основних акціонерів чи головних менеджерів, без врахування інтересів іншої частини акціонерного складу;
- 3) управлінці не прагнуть а часто і неспроможні застосовувати ефективний менеджмент, здійснювати управління у відповідності з виробленою світовою моделлю корпоративного устрою, віддливши поточне управління акціонерним товариством від власності, в результаті чого підприємство втрачає фінансово.

Таким чином, на сьогодні є необхідність змін в управлінні акціонерним товариством [96, с. 68]. В зв'язку з цим потребує удосконалення існуючий порядок реалізації механізмів акціонування, насамперед, встановлення тісного взаємозв'язку ефективного менеджменту з концентрацією уваги на фінансових питаннях акціонування, забезпечених відповідною мотиваційною базою.

2.3. Оцінка фінансової мотивації акціонування на прикладі підприємств Сумського регіону

Процес реформування відносин власності відзначається рядом закономірностей, що в рамках практичної сторони економічних реформ віддзеркалюються на загальнодержавному в цілому та регіональному рівнях зокрема. Акціонерний сектор України, переважним чином, сформовано в процесі приватизації підприємств в межах окремих

територіальних утворень. У цьому відношенні Сумська область – не виключення. Аналіз реалізації мотиваційних механізмів акціонування на прикладі створення та діяльності акціонерних товариств у Сумській області є типовим для України, саме тому вектор дослідження перенесено в Сумський регіон.

З початку приватизаційних процесів в області близько 2 тисяч підприємств змінили форму власності. Станом на 1.01.2001 року їх кількість склала 1772.

Спостереження за процесами приватизації підтверджують тенденцію щодо зміни приватизаційних темпів пропорційно періодам приватизації. Статистика свідчить: найбільш активно приватизація проходила в 1994-1996 роках, коли щорічно показники щодо кількості реформованих об'єктів збільшувалися у 2-5 раз у порівнянні з попередніми значеннями (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Кількість приватизованих підприємств Сумської області за період 1993-2000 років

	1993 рік	1994 рік	1995 рік	1996 рік	1997 рік	1998 рік	1999 рік	2000 рік
Кількість об'єктів, що змінили форму власності (наростаючим підсумком)	48	314	826	1330	1472	1542	1651	1772
Кількість приватизованих у поточному році об'єктів	48	266	512	504	142	70	109	121
- з них у % до відповідного періоду минулого року	-	554,2	192,5	98,4	28,2	49,3	155,7	111

Джерело даних - Сумське обласне управління статистики.

Основні надбання цього періоду забезпечили виконання завдань приватизації як в Сумській області, так і по Україні в цілому. Водночас, цей період характеризується як період приватизаційного піку. Загальна кількість об'єктів, що змінили форму власності з 1995 по 1997 рік склала

1158 одиниць, переважно це малі та середні за розміром підприємства. Якщо враховувати, що на 1.01.2001 року загальна кількість приватизованих об'єктів в області склала 1772, то на вказані три роки доводиться більше ніж 65% від загальної кількості підприємств, що змінили форму власності.

Починаючи з 1997 року спостерігалася тенденція скорочення обсягів приватизації. За 1997-1998 роки кількість роздержавлених підприємств регіону склала лише 42% від загальної кількості об'єктів, які змінили форму власності за 1996 рік, що майже в 4,7 рази менше, ніж за період приватизаційного піку.

З переходом до грошової приватизації, що розпочалася у 1999 році, приватизаційні процеси активізуються. Проте змінюється характер приватизації, внаслідок чого передбачається реформування стратегічно важливих об'єктів, основна маса яких - великі підприємства. Кількість підприємств даної групи незначна, тому загальне зменшення темпів приватизації – є закономірним явищем.

Приватизацією стратегічних об'єктів розпочато новий етап реформування, тому кількість приватизованих протягом 1999 року підприємств збільшилася більш ніж в 1,6 рази порівняно з попередніми даними.

Найбільш інтенсивно процеси реформування проходили у галузях торгівлі та громадського харчування, де тільки протягом 1999 року форму власності змінили 55 об'єктів, тобто половина від загальної кількості підприємств, приватизованих в аналізованому році.

У загальній кількості роздержавлених об'єктів значну питому вагу, близько 65,5%, склали об'єкти комунальної власності, решта – 34,5% - об'єкти загальнодержавної власності.

Характеризуючи розподіл приватизованих об'єктів між районами та містами регіону, зазначимо, що за даними Сумського обласного управління статистики 81% об'єктів, приватизованих до 1.01.2001 року,

розташовано в містах обласного підпорядкування: 624 (35%) знаходиться в місті Суми, 200 (11%) – в м. Конотоп, 163 (9%) – в м. Шостка, 147 (8%) – в м. Охтирка, 137 (8%) – в м. Лебедин, 88 (5%) – в м. Ромни, 79 (4,5%) – в м. Глухів. На райони доводиться біля 19% роздержавлених об'єктів, їх кількість по окремих районах коливається від 7 до 39 одиниць.

Переважна більшість приватизованих підприємств реформовано у акціонерні товариства, що є особливістю української приватизації. Безпосередньо за останній рік, з 121 реформованого в області об'єкта до колективної форми власності перейшли 62,4% підприємств від загальної кількості роздержавлених, до приватної - 37,6%. Загалом за аналізований період з 1772 роздержавлених об'єктів 1468, або 82,8% перетворено у колективні підприємства, 304, або 17,2% - у приватні.

Характерною рисою акціонування є те, що саме на 1995-1997 роки – період найвищих темпів приватизації, припадає активне створення акціонерних структур. Вказана особливість очевидна і обумовлена характером і напрямками приватизації. Протягом останніх років спостерігаються тенденції становлення основної маси акціонерних товариств, внаслідок чого не досить вдалі варіанти акціонування ліквідуються, прикладами чого є банкрутство, реорганізація, припинення діяльності.

За даними Міністерства статистики у 2000 році в Україні налічувалося 35,26 тисяч акціонерних товариств, з них 11,85 тисяч – відкриті акціонерні товариства, 23,41 тисячі – закриті. На 1.01.2001 року загальна кількість акціонерних товариств, за даними Єдиного державного реєстру підприємств і організацій України, по Сумській області склала 680, що на 80 підприємств менше значення попереднього року (табл. 2.2). Основною причиною зменшення кількості акціонерних товариств є припинення діяльності закритими акціонерними товариствами з причини банкрутства, серед інших причин слід виділити ліквідацію та перехід в інші організаційно-правові форми. За період 1997-2000 років кількість

закритих акціонерних товариств зменшилася на 256, у т.ч. за останній рік на 69 підприємств. Якщо протягом 1999 року зміни у складі закритих акціонерних товариств, що склали відповідно 24% відбувалися за рахунок їх переходу у відкриту форму, що є позитивним моментом з точки зору розширення доступу широкого кола акціонерів і створення передумов для додаткового залучення капіталів, то причини припинення діяльності акціонерними товариствами закритої форми у 2000 році інші – в більшості випадків це банкрутство, спричинене відсутністю можливості нормального функціонування. Часто така ситуація обумовлена неврахованими чинниками при створенні акціонерних товариств, недооцінкою механізмів реалізації фінансової мотивації акціонування, що, як наслідок, викликає фінансові проблеми.

Таблиця 2.2

Кількість акціонерних товариств створених у Сумській області за період
1997-2000 років

Показник	1997 рік		1998 рік		1999 рік		2000 рік	
	всього	у % до минулого року	всього	у % до минулого року	всього	у % до минулого року	всього	у % до минулого року
Кількість приватизованих підприємств, одиниць	1472	107,1	1542	104,8	1651	107,1	1772	107,3
Кількість акціонерних товариств:	908	86,1	882	97,1	760	86,1	680	89,4
в т. ч. ВАТ	306	101,8	339	110,8	345	101,8	334	96,8
ЗАТ	602	76,4	543	90,2	415	76,4	346	83,3

Джерело даних – Сумське обласне управління статистики.

Акціонування в процесі приватизації, що є закономірним для України, обумовило кілька варіантів створення акціонерних структур, кожний з яких має певну структуру акціонерного капіталу.

На початкових етапах типовим прикладом створення товариств стало акціонування за рахунок вкладів працівників підприємства. У більшості випадків так створювалися акціонерні товариства закритої форми і частина відкритих акціонерних товариств. Зміни характеру

приватизації надали можливість залучення зовнішніх фінансових ресурсів, внаслідок чого підвищується інтерес до іноземного інвестування. З цього періоду переважаючим стало створення акціонерних товариств відкритої форми. Таким чином, виділяються два найтипівіші варіанти формування акціонерного капіталу:

- 1) акціонерний капітал, утворений за рахунок викупу акцій працівниками підприємства,
- 2) акціонерний капітал, утворений за рахунок зовнішніх інвестицій.

У першому випадку формування акціонерного капіталу відбувалося повністю в межах колективу підприємства, тому початково цінні папери розміщувалися серед великої кількості акціонерів. Наслідком таких дій стала розпорошена структура власності на акціонерний капітал. У більшості випадків це не принесло очікуваних позитивних результатів і цілком закономірно. Існуюча розпорошеність акцій суперечить процесам формування ефективної власності, наслідком чого є відсутність можливості відокремлення власності від управління і використання відповідних переваг акціонерної форми організації бізнесу. В утворених таким чином акціонерних структурах з'явилася можливість перетворення їх в об'єкт спекуляції вищої керівної ланки. В результаті цього спостерігається кілька варіантів розвитку подій:

- 1) керівництво підприємства застосовує різноманітні, іноді незаконні методи купівлі акцій у окремих акціонерів, зосереджуючи капітал у своїх руках. Наслідком таких дій є повна концентрація влади керівництвом, ототожнення в одній особі власника і менеджера. Утворені таким чином акціонерні структури не рахуються з інтересами іншої частини акціонерів, будують діяльність по відношенню до інших акціонерів за межами правового поля. Тобто, влада, власність і управління концентруються у руках окремих груп, а створені підприємства більше нагадують олігархічні структури;

- 2) акціонерний капітал залишається розпорошеним між основним

керівництвом та менеджментом середньої і нижчої ланки, працівниками підприємства. З точки зору управління це не дає позитивних результатів. Надмірна розпорошеність акцій неефективна і гальмує діяльність товариства. Підприємства цієї групи часто переживають кризу, неліквідні, неконкурентоспроможні;

3) акціонерний капітал переходить до рук окремих зовнішніх інвесторів, в результаті чого здійснюється відокремлення власності від управління. Така модель є найбільш вдалою як з точки зору управління, так і з позиції економічних, фінансових, соціальних наслідків таких дій. Хоча, як показує практика, не виключені і негативні приклади, що пов'язані переважно з особистими якостями інвесторів. Взагалі ж на таких підприємствах спостерігається розмежування функцій між окремими рівнями управління і категоріями працюючих. З'являється зацікавленість сторін в результатах діяльності:

- власник забезпечує соціальну і матеріальну сторону трудового процесу, що обумовлює особистий інтерес кожного працівника і його стимули до праці;

- управлінська ланка реалізує функції менеджменту при виконанні фінансових задач підприємства в обмін на достатньо високий рівень оплати праці;

- працюючі виконують трудові обов'язки, результат яких виражається загальним прибутком підприємства і тією його частиною, що забезпечує оплату праці, отримання дивідендів, зростання курсової вартості акцій та інші фінансові можливості.

В таких умовах спостерігається взаємозв'язок між окремими сторонами акціонерних відносин. Хоча в тих випадках, де власник і менеджер поєднані, також не виключається можливість позитивних наслідків. Але в більшості випадків відмінності української моделі акціонування унеможливають одержання позитивних ефектів. Тому, модель, де чітко відокремлені основні акціонери, управлінська ланка,

працівники-акціонери і в той же час взаємопов'язані наслідками своєї діяльності, приносить найбільший ефект.

Другий варіант формування акціонерного капіталу – вкладення в підприємство зовнішніх, як правило іноземних інвестицій. Такий шлях створення акціонерного товариства привабливий, в той же час непередбачуваний і складний.

Конфліктний, неврегульований характер законодавчої бази створює перешкоди іноземному інвестуванню. Однак, очевидно, що створення акціонерних товариств за рахунок зовнішніх, іноземних джерел фінансування є передумовою розвитку інвестиційних відносин і служить основою формування фондового ринку. Іноземний інвестор разом з капіталом вкладає у підприємство і власний досвід формування акціонерного сектору. Існуючий кризовий стан економіки України підтверджує неможливість формування ефективного акціонерного сектору тільки за рахунок внутрішніх джерел фінансування. В таких умовах вирішення проблеми пошуку джерел фінансування є неминучим. Поєднання зовнішніх та внутрішніх фінансових ресурсів і формування на цій основі акціонерного капіталу дозволяє вирішити першочергове завдання створення акціонерного сектору – концентрацію грошових засобів для реалізації задач акціонування і запровадження фінансових механізмів створення акціонерних товариств.

Необхідність залучення іноземних інвестицій очевидна. Залучення капіталів з інших країн є основою для розвитку фінансових відносин та одним з напрямів економічного зростання [10, с. 19]. Регіональний рівень сприяння іноземному інвестуванню базується на розробці інвестиційних програм, які максимально сприяють налагодженню взаємовідносин між інвесторами, державою і суб'єктами інвестування. На рівні суб'єкта інвестування взаємовідносини будуються виходячи з прогнозу майбутніх доходів, контролю за використанням інвестованих коштів та виконанням передбачених заходів, ефективного управління самим об'єктом

інвестування з боку менеджменту підприємства [58]. Загальнодержавний рівень підтримки іноземного інвестування передбачає законодавче забезпечення інвестицій. Проте в Україні саме цей рівень найперше потребує удосконалення. Існуючий стан законодавчого забезпечення іноземних інвестицій не задовільний, що стримує дії іноземного інвестора і обмежує надходження коштів в державу. Нинішні потреби України в іноземному капіталі оцінюються приблизно в 40 млрд. дол. США. Загальний обсяг іноземних інвестицій в країну не перевищує і 10% від вказаної суми.

На 1.01 2000 року загальний обсяг прямих іноземних інвестицій в економіку області склав 31235,91 тис. дол. США, що в край недостатньо але в 1,5 рази більше у порівнянні з попереднім роком (табл. 2.3, табл. 2.4). Загалом, за період 1998-1999 років іноземні вкладення збільшилися в 2,4 рази, тобто приріст склав 18320,53 тис. дол. США.

Таблиця 2.3

Прямі іноземні інвестиції в економіку Сумської області

Показник	1995 рік	1996 рік	1997 рік	1998 рік	1999 рік	
	всього	всього	всього	всього	всього	у % до минулого року
Загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, тис. дол. США:	16884,3	13328,56	12915,38	20013,74	31235,91	156,1
- в т.ч. з країн СНД та Балтії	10050,26	3645,77	1230,69	764,53	644,09	84,2
- з інших країн світу	6834,04	9682,79	11684,69	19249,21	30591,82	158,9
Кількість підприємств, що отримали інвестиції (наростаючим підсумком)	47	53	53	52	52	100

Джерело даних – Сумське обласне управління статистики.

Активне вкладення коштів спостерігається з боку США, їх частка в структурі інвестицій щороку збільшується і на кінець 1999 року склала 84,42 %. Це на 7,6% або на 11003,5 тис. дол. США більше попереднього значення. За звітний період інвестиції в області здійснено 18 країнами. Загальна кількість підприємств, що отримали інвестиції на 1.01.2000 року склала 52. Більшість з цих підприємств покращили свої фінансові

показники і нині стабільно працюють.

Поряд з загальним збільшенням інвестованих сум, лише США збільшено розмір щорічних вкладень, з боку інших країн збільшення сум вкладень не спостерігається. Така ситуація характерна для: Італії, Нідерландів, Польщі, Словаччини, Білорусії, Канади, Кіпру.

В розрізі країн-інвесторів склалася наступна ситуація:

Болгарія – загальний обсяг прямих іноземних інвестицій у звітному році склав 0,18 % іноземного капіталу, що надійшов в область. У порівнянні з попередніми роками частка Болгарії у загальному обсязі прямих іноземних інвестицій зменшилася;

Таблиця 2.4

Прямі іноземні інвестиції в економіку Сумської області в розрізі країн
інвесторів

	1995 рік	1996 рік	1997 рік	1998 рік	1999 рік*		
	всього, тис. дол. США	всього, тис. дол. США	всього, тис. дол. США	всього, тис. дол. США	всього, тис. дол. США	питома вага, %	приріст (+, -), тис. дол. США
Всього	16884,3	13328,56	12915,38	20013,74	31235,91	100	+11222,17
Болгарія	149,28	137,90	144,98	92,68	56,68	0,18	-36
Великобританія	1046,26	1267,68	1267,68	1267,68	1267,68	4,06	-
Ірландія	-	-	-	1135,51	1134,15	3,63	-1,36
Італія	200,71	440,47	405,70	406,70	406,7	1,30	-
Нідерланди	108,90	93,90	60,0	60,0	60,0	0,19	-
Німеччина	538,95	494,82	458,93	347,91	327,38	1,05	-20,53
Польща	28,09	29,59	9,33	9,33	9,33	0,03	-
Словаччина	-	51,0	55,2	55,2	55,2	0,18	-
Угорщина	185,0	5,0	-	-	-	-	-
Кіпр	-	305,0	305,0	305,0	305,0	0,98	-
Туреччина	-	-	45,9	-	-	-	-
Канада	144,3	135,9	202,63	202,53	202,63	0,65	-
США	4432,55	6721,53	8729,34	15366,57	26370,07	84,42	+1100,35
Білорусь	60,05	60,05	60,05	60,05	60,05	0,19	-
Російська Федерація	9990,21	3517,37	1126,38	675,50	561,57	1,80	-113,93
Латвія	-	50,80	26,75	14,82	9,74	0,03	-5,08
Литва	-	17,55	17,51	14,16	12,73	0,04	-1,43
Віргінські острови	-	-	-	-	397,0	1,27	397

* - протягом 2000 року обсяг вкладень прямих іноземних інвестицій в економіку Сумської області не змінився.

Джерело даних – Сумське обласне управління статистики.

Великобританія – іноземні інвестиції в 1996 році збільшилися у

США – спостерігається позитивна тенденція збільшення інвестованих сум. З 1995 по 1999 рік загальна сума інвестицій зросла на 21937,52 тис. дол. США;

Білорусія – обсяг іноземних інвестицій сталий і відповідає 60,05 тис. дол. США;

Російська Федерація - інвестування має тенденцію до зменшення, в результаті чого за період 1995-1999 років вклади скоротилися на 9428, 64 тис. дол. США і складають біля 560 тис. дол. США – тобто ця робота фактично згортається;

Латвія – підприємства області отримали інвестиції від вказаної країни у 1996 році в розмірі 50,8 тис. дол. США. За період з 1996 по 1997 рік розмір інвестиційних надходжень зменшився до 9,74 тис. дол. США;

Литва - іноземні вкладення здійснено у 1996 році у розмірі 17,55 тис. дол. США. Починаючи з 1998 року спостерігається тенденція до зменшення іноземних інвестицій. За даними на кінець 1999 року розмір прямих іноземних інвестицій склав 12,73 тис. дол. США;

Віргінські острови в економіку області інвестували 397 тис. дол. США у 1999 році.

Найбільший інтерес у інвесторів щодо вкладення капіталу викликають такі галузі економіки області як харчова, будівельна промисловість, сфера торгівлі. Тільки за 1999 рік 96% інвестиційних вкладень надійшло у харчову промисловість. Серед найбільш інвестиційно привабливих підприємств виділяються наступні акціонерні товариства області: “Крафт Фудз Україна” (м. Тростянець), “Горобина” (м. Суми) інші.

Доречі, така ситуація є типовою для всієї України. За даними на 1.01.1999 року 21% інвестиційних надходжень від нерезидентів в Україну вкладено у харчову промисловість, 15,8% - у внутрішню торгівлю [146]. Частка Сумської області в загальному обсязі інвестиційних коштів, що надійшли в країну становила 0,72%, що набагато нижче питомої ваги

промислового виробництва. За інвестиційною привабливістю Сумський регіон відносить до групи “аутсайдерів” і за результатами за перше півріччя 2000 року займав 20 місце у переліку усіх областей України.

Переважна більшість прямих іноземних інвестицій спрямована саме в акціонерні товариства (табл. 2.5). За даними на 1.01.2000 року 96,5% від загального обсягу вкладень нерезидентів склали інвестиції у відкриті акціонерні товариства, переважним чином це надходження валютних коштів. П'ятдесят відсотків усіх підприємств, що отримали інвестиції протягом 1999 року – це акціонерні товариства. Окрім цього, портфельні інвестиції в акціонерні підприємства регіону вкладені в розмірі 6,843 млн. дол. США.

Таблиця 2.5

Прямі іноземні інвестиції вкладені в акціонерні товариства Сумської області

Показник	1995	1996	1997	1998	1999
Кількість підприємств, що отримали прямі іноземні інвестиції, одиниць	16	13	7	8	6
з них:					
акціонерні товариства, одиниць	3	2	1	5	3
в % до загальної кількості	18,8	15,4	14,3	62,5	50
Розмір прямих іноземних інвестицій, тис. дол. США	5140,58	2920,727	961,022	8850,86	11403
з них:					
в акціонерні товариства, тис. дол. США	3550	2221,339	525,64	8725,951	11000
в % до загального обсягу	69,1	76,1	54,7	98,6	96,5

Джерело даних – Сумське обласне управління статистики.

Ситуація щодо іноземного інвестування в області відзначається специфічними особливостями. З аналізу статистичних даних видно, що 1998 рік став переломним в інвестиційній політиці. Якщо до цього, починаючи з 1995 року, спостерігалось зменшення щорічних обсягів прямих іноземних інвестицій і в 1997 році у регіон надійшло лише 961,022 тис. дол. США, що в 3 і відповідно 5,3 рази менше значень попередніх

в регіоні. Поряд з цим існує і передісторія інвестування. Підприємство створено як відкрите акціонерне товариство в результаті приватизації Тростянецької шоколадної фабрики "Україна" з залученням у статутний фонд іноземного капіталу. В наслідок цього, основним акціонером, власником став іноземний інвестор, з приходом якого на підприємство багато що змінилося в кращу сторону. Проте вказаний приклад не типовий для України і широкого поширення підприємства з часткою іноземного капіталу 70% і більше не знайшли, що цілком закономірно. Адже, по суті, таке підприємство повністю належить зовнішнім інвесторам, роль українських акціонерів при цьому дещо нивілюється, часто зводиться до виконання функцій менеджерів. Зацікавленість іноземного інвестора відносно вказаного підприємства не випадкова, адже продукція, що випускається акціонерним товариством, завжди знаходить свого споживача, є досить конкурентоспроможною. З появою нового власника на підприємстві з'явилися нові підходи, що вплинули на конкурентний рівень виробництва. Така ситуація властива і для інших діючих підприємств, проте таких підприємств в Україні ще порівняно небагато.

Питання ефективності та доцільності використання інвестованих коштів останнім часом загострилося. В зв'язку з цим попередній прорахунок економічного ефекту від інвестування як інвестором, так і реципієнтом не залишає поза увагою питання відносно структури капіталу, тривалості інвестиційно-відтворювальних процесів, своєчасності надходження інвестицій, аналізу ринкової ситуації та інвестиційних альтернатив, що впливають на майбутній рівень рентабельності продукції, розміри можливого прибутку, рентабельність активів тощо.

В деякій мірі, саме іноземні інвестиції сприяли налагодженню фінансового стану ряду підприємств, що дозволило не тільки уникнути банкрутства, подолати кризу, а й одержувати певний прибуток від господарської діяльності. На сьогодні ж прибуток від господарської діяльності підприємств області одержано практично весь за рахунок

років, то за 1998 рік загальний капітал нерезидентів порівняно збільшився. Причому приріст інвестицій в акціонерний сектор склав 43,9%. За характером інвестицій переважали валютні вкладення, хоча значним було і внесення інвестицій у формі обладнання.

Саме в цей період найбільшу зацікавленість проявили США по відношенню до ВАТ “Крафт Фудз Україна” та ВАТ “Слобожанська будівельна кераміка”.

Аналіз статистичної інформації щодо іноземного інвестування підприємств області дає змогу зробити наступні висновки:

- 1) обсяг прямих іноземних інвестицій у підприємства області знаходиться на вкрай низькому рівні;
- 2) протягом останніх двох років намітилися позитивні тенденції збільшення обсягів прямих іноземних інвестицій, переважно у акціонерні підприємства;
- 3) інвестиції здійснюються здебільшого у формі валютних коштів, хоча не виключається і можливість інвестицій майном та обладнанням;
- 4) лідером серед країн-інвесторів є США.;
- 5) вдалими прикладами вкладення іноземних інвестицій у підприємства області є ВАТ “Крафт Фудз Україна”, ВАТ “Слобожанська будівельна кераміка”, ВАТ “Горобина”, інші.

Слід зауважити, що при здійсненні іноземних інвестицій інвестором уважно аналізуються усі позитивні і негативні сторони цієї справи. Саме цим, у визначальній мірі, і пояснюється зацікавленість тими підприємствами і навіть галузями, що мають перспективу.

Яскравий приклад підприємство харчової промисловості ВАТ “Крафт Фудз Україна”. Отримавши в 1994 році перші інвестиційні вкладення, вдалося уникнути назріваючої фінансової кризи, покращити виробничий процес, ввести додаткові технологічні лінії. Нині підприємство визнається одним з найперспективніших і фінансово сталих

підприємств торгівлі та громадського харчування. Збитки отримано від більшої половини підприємств сільського господарства, транспорту, сфери будівництва. Нині проблема прибуткової діяльності особливо загострюється у зв'язку з наявними кризовими явищами, свідченням чого є динамічне зменшення кількості акціонерних товариств, які працюють з прибутками. В результаті своєї діяльності прибутково спрацювали 80% відкритих акціонерних товариств у 1996 році, 40% - у 1997, 48% - у 1998, 42% - у 1999, 36% – у 2000 році (рис. 2.1).



За даними управління статистики Сумської області та на основі аналізу інформації Сумського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку з діючих у 1998 році відкритих акціонерних товариств, прибутково спрацювали менше половини (табл. 2.6, додаток А). Найбільша їх кількість розташована в м. Суми, Конотопському, Лебединському, Роменському районах. До збиткових районів відносяться Путивльський, Середино-Будський, Липоводолинський райони. З загальної суми прибутку, що оцінювався в 63852,3 тис. грн. більш ніж 94% одержано в результаті діяльності підприємств відкритої форми власності м. Суми, 14% - від підприємств Конотопського району, 29% - від підприємств Тростянецького району, 2% - від підприємств Буринського району, 0,4% - від підприємств Лебединського району.

В інших районах області відкриті акціонерні товариства працювали збитково. Найбільшими були збитки в Шосткинському районі – 4005 тис. грн., Краснопільському районі – 4521,6 тис. грн., Сумському районі – 2729,8 тис. грн. Протягом 1999 року ситуація погіршилася, внаслідок чого кількість прибуткових відкритих акціонерних товариств зменшилася на 6%. При цьому в Великопосарівському, Середино-Будському районах від відкритих акціонерних товариств отримано суцільні збитки. Погіршилася ситуація і в Білопільському районі, де лише 2 підприємства працювали прибутково на відміну від 4 попереднього року, в результаті чого загальна сума збитку по підприємствам району зростає до 2209 тис. грн.

Таблиця 2.6

Виплата дивідендів відкритими акціонерними товариствами Сумської області у 1998-2000 роках

Показник	1998 рік	1999 рік	2000 рік
Загальна кількість ВАТ	339	345	334
Кількість ВАТ, що отримали прибутки	111	75	96
Загальна сума отриманого прибутку (збитку) млн. грн.	63,9	-61,6	-32,4
Кількість ВАТ, що сплатили дивіденди: - в % від загальної кількості	27 7,9	21 6,1	4 1,2

Джерело даних – Сумське обласне управління статистики, Сумське територіальне управління

Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Кількість прибуткових підприємств в м. Суми зменшилася на 8 одиниць, на 1 одиницю в Глухівському, Лебединському, Охтирському, Ямпільському районах. Проте відмічаються позитивні зрушення в діяльності підприємств Шосткинського району, де 5 підприємств працювали прибутково проти 3 попереднього року, Сумського району – кількість підприємств, що отримали прибутки склала 10, ще в 1998 році їх налічувалося 4, в Буринському та Краснопільському районах прибутки отримала більша кількість підприємств.

Збитки від діяльності відкритих акціонерних товариств отримано на 99% від підприємств м. Суми. Доволі значними виявилися збитки і в

Охтирському – 2876 тис. грн., Білопільському – 2209 тис. грн., Середино-Будському – 2462,5 тис. грн. районах.

Хоча протягом 2000 року відкриті акціонерні товариства спрацювали збитково, з загальною сумою збитку від господарської діяльності в 32,4 млн. грн., але це майже в два рази менше ніж в 1999 році. Так, підприємства м. Суми в 1999 році спрацювали збитково, а в 2000 році розмір отриманого прибутку склав 28,2 млн. грн. В той же час підприємства Буринського району в 1999 році спрацювали з прибутком, а в 2000 році – збиток від їх діяльності склав 7,2 млн. грн. Фінансовий результат діяльності акціонерних товариств в розподілі районів покращено за рахунок підприємств Краснопільського, Недригайлівського, Роменського, Тростянецького районів, м. Суми, м. Лебедин. Однак, незадовільною залишається діяльність акціонерних товариств Білопільського, Буринського, Велико-Писарівського, Лебединського, Шостинського районів, м. Глухів, м. Ромни, м. Конотоп.

Зниження прибутку негативно відображається і на виплаті дивідендів акціонерам. Практика діяльності акціонерних товариств свідчить: дивідендна політика в більшості випадків не реалізується за відсутності економічного механізму її впровадження. На сучасному етапі ринковий механізм попиту та пропозиції на цінні папери не спрацьовує. В дійсності відбувається механічний перерозподіл власності між окремими групами власників, тому питання виплати дивідендів часто не розглядається взагалі.

Динаміка виплати дивідендів по роках має тенденцію до зменшення кількості акціонерних товариств, що виплачують дивіденди. Якщо за 1996 рік дивіденди сплатили 16 відкритих акціонерних товариств, за 1997 – 56, за 1998 – 27, за 1999 – 21, то в 2000 році – лише 4: СМНВО ім. Фрунзе, Сумирибгосп, Сумисортнасіннеовоч, Роменський молочний комбінат. В 1999 році дивіденди виплачувало кожне 17 відкрите акціонерне товариство, а в 2000 році лише кожне 84. В кінцевому результаті це

призводить до втрати і без того невисокої довіри дрібних акціонерів до діяльності акціонерних товариств, гальмуються процеси реалізації фінансово-мотиваційних засад акціонування вкладників коштів. В окремих випадках прибуток розподіляється між керівниками підприємства або окремими власниками іншими способами, що виключає можливості, перш за все дрібних акціонерів, на участь у прибутках. Дивіденд, як ціна особливої форми фінансових ресурсів – акцій втрачає зміст. За таких умов питання реалізації дивідендної політики – одне з невідкладних, нагальних моментів у діяльності акціонерних товариств.

В той же час за 2000 рік обсяг реалізації продукції підприємствами області на 77% (2,67 млрд. грн.) здійснено за рахунок відкритих акціонерних товариств. У порівнянні з 1999 роком загальний обсяг реалізації продукції відкритими акціонерними товариствами зріс на 24%. З 52% підприємств області, що збільшили обсяг виробництва, 43% - відкриті акціонерні товариства. Аналіз діяльності відкритих акціонерних товариств за 2000 рік показує, що доходи від господарської діяльності зросли в 1,5 рази, в тому числі від реалізації продукції – в 1,4 рази. Однак, майже пропорційно збільшилися і витрати, в тому числі собівартість зросла в 1,5 рази, адміністративні витрати – в 1,6 рази, витрати на збут – в 1,7 рази. Досить висока собівартість продукції пояснюється фізичним зносом та моральною застарілістю основних засобів, тому для ряду підприємств характерна ситуація, коли собівартість перевищує дохід від реалізації, що характерно для ВАТ “Буддеталь”, ВАТ “Будремсервіс”, ВАТ “Інтернафтагазбуд” тощо. Саме таким підприємствам слід звернути увагу на залучення інвестицій в розвиток виробництва.

Одна з причин незадовільної діяльності акціонерних товариств вбачається у недовикористанні можливостей залучення капіталів. Один з основних і, напевне, найголовніших факторів, що стимулює підприємство до акціонування – це необхідність залучення додаткових фінансових ресурсів. За існуючої ситуації підприємства недооцінюють значення

додаткової емісії акцій, як реального джерела поповнення власного капіталу, внаслідок чого лише в окремих випадках акціонерними товариствами проведено другу та наступну емісії акцій.

Акції, серед фінансових інструментів, займають провідну позицію на фондовому ринку України. На 1.01.2001 року обсяг емісій акцій в Україні склав 46,515 млрд. грн., або 97,5% від загального обсягу емісій цінних паперів. Загальна кількість емісій за рік склала 2779. Відкриті акціонерні товариства з метою залучення додаткового капіталу здійснили 343 емісії на суму 1722,158 млн. грн., що становить 11% від загального обсягу випуску акцій. Закритими акціонерними товариствами здійснено 1727 емісій, або 21% [34, с. 5]. За відповідний період Сумським територіальним управлінням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку зареєстровано 433 емісії акцій на загальну суму 319,5 млн. грн. (табл. 2.7). Таким чином обсяг емісій акцій, здійснених підприємствами області, складає близько 7% загального випуску акцій по Україні.

З 70 емісій акцій, здійснених протягом 2000 року, 23 доводиться на додаткові емісії, що здійснені підприємствами області, а це майже 33%.

Таблиця 2.7

Стан здійснення емісій акцій за період 1996-2000 років

Показник	1996 рік	1997 рік	1998 рік	1999 рік	2000 рік	Станом на 1.01.2001 року
Сумарний випуску акцій в Україні, млрд. грн.	1,821	9,443	11,839	7,919	15,494	46,516
Сумарний обсяг емісій акцій в Сумській області, * млн. грн.	7,1	89,9	77,7	19,7	125,1	319,5
- в % від сумарного випуску акцій	4	9,5	6,6	2,5	8,1	6,9
Загальна кількість зареєстрованих емісій акцій в Сумській області, шт.	10	105	207	41	70	433

* - випуск акцій зареєстровано Сумським територіальним управлінням Державної комісії з цінних паперів фондового ринку.

Джерело даних – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Загальний приріст статутного фонду за рахунок повторних емісій

акцій, здійснених акціонерними товариствами області протягом 2000 року, склав 777, 3 млн. грн., в тому числі за рахунок прямих іноземних інвестицій – 59,2 млн. грн., що складає 7,6% загального збільшення статутного фонду (табл. 2.8).

Відзначаються позитивні тенденції щодо емісійної діяльності таких акціонерних товариств як “Крафт Фудз Україна”, що здійснили 7 емісій акцій, “Центральний універмаг” – 4 емісії, “Спартак” – 2 емісії, “Ворскла” – 3 емісії, “Слобожанська будівельна кераміка” – 3 емісії.

Таблиця 2.8

Стан проведення додаткових емісій акцій акціонерними товариствами Сумської області протягом 2000 року

№	Назва акціонерного товариства	Номер емісії	Приріст статутного фонду (грн.)
1.	ВАТ “Крафт Фудз Україна”	6	1384891,2
2.	ВАТ “Крафт Фудз Україна”	7	327338,55
3.	ВАТ Укрхімпроект”	2	2862039,5
4.	ВАТ “СНВО ім. Фрунзе”	2	707295750,0
5.	ВАТ “Сумський хлібокомбінат”	2	6163264,0
6.	ВАТ “Горобина”	2	367000,0
7.	ВАТ “Спартак”	2	15100000,0
8.	ВАТ “Спартак”	3	20000000,0
9.	ВАТ “Воронізький цукровий комбінат”	2	135000,0
10.	ВАТ “Півненківський цукровий завод”	2	29490,75
11.	ВАТ “Сумивтормет”	2	30000,0
12.	ВАТ “Ромгаз”	2	6482400,0
13.	ЗАТ “Спорт”	2	41020,31
14.	ЗАТ “Укрространс”	2	406460,0
15.	ЗАТ “Центральний універмаг”	3	48016,5
16.	ЗАТ “Центральний універмаг”	4	914624,0
17.	ЗАТ “Комплекс театральний”	3	21000,0
18.	ЗАТ “Сіверський солод”	2	250000,0
19.	СЗАТ “Первомайське”	2	3989069,0
20.	ЗАТ “Білопільський сирзавод”	2	1739220,0
21.	ЗАТ “Фірма “АДВ”	2	5000,0
22.	ЗАТ “Слобожанська будівельна кераміка”	3	8698891,6
23.	ЗАТ “Ворскла”	3	1046000,0
	ВСЬОГО:		777336475,41

Джерело даних – Сумське територіальне управління комісії з цінних паперів та фондового

ринку.

Аналізуючи процеси концентрації акцій та формування ефективних

власників, слід відмітити динамічні зміни щодо збільшення кількості акціонерів, які володіють пакетами акцій більш як 5% статутного фонду. У 1996 році таких осіб в області налічувалося 101, у 1997 – 217, у 1998 – 319, у 1999 – 357, у 2000 - 324. Починаючи з 2000 року процес збільшення кількості власників акцій уповільнився, що сприятиме подоланню розпорошеності та концентрації крупних пакетів акцій.

Враховуючи, що переважну більшість акціонерних товариств створено в процесі приватизації державної власності, викликає занепокоєння ситуація з розміщенням акцій вказаних підприємств. На основі моніторингу фондового ринку, Сумським територіальним управлінням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку встановлено, що державну частку розміром більше 10% станом на 1.01.2001 року мали більш як 40 відкритих акціонерних товариств області. Окрім цього, для ряду підприємств характерною є тривалість у розміщенні пакетів акцій понад 50% статутного фонду. Прикладами таких підприємств є ВАТ “Селмі”, ВАТ “Червоний металіст”, ВАТ “Тростянецький завод “Електропобутприлад”. Процес залучення капіталів подібними підприємствами гальмується.

Фінансово-мотиваційні механізми акціонування не реалізуються і з причини порушень основних законодавчих норм емітентами цінних паперів, у тому числі і за рахунок порушень прав акціонерів. Проведені спостереження за діяльністю акціонерних товариств дають змогу означити найтипівіші помилки у цьому відношенні. Протягом 2000 року до Сумського територіального відділення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку надійшло 99 звернень і скарг, з них 73% від громадян стосовно питань, пов'язаних з обігом цінних паперів та діяльністю на фондовому ринку, що порушує права акціонерів. Кількість звернень протягом аналізованого року перевищила значення попереднього року на 11% (табл. 2.9).

Найбільш широко розповсюдженими порушеннями щодо прав

акціонерів є ненадання, або надання свідомо недостовірної інформації про діяльність акціонерного товариства; порушення права власності на цінні папери шляхом не видачі свідоцтв; порушення щодо виплати дивідендів та ігнорування прав акціонерів в процесі ліквідації акціонерного товариства. Представлений матеріал – далеко не повний перелік ustalених норм щодо захисту прав акціонерів, тому існуюча ситуація щодо реалізації мотивів вкладення коштів інвесторами та запровадження і регулювання системи економічних стимулів акціонування потребує нагального перегляду та вирішення.

Таблиця 2.9

Перелік найтипівіших порушень щодо захисту прав акціонерів за скаргами, зареєстрованими Сумським територіальним управлінням

ДКЦПФР у 2000 році

№	Вид порушень	Питома вага, %
1.	Порушення вимог щодо інформованості про діяльність акціонерного товариства	43
2.	Ненадання свідоцтв на право власності на іменні цінні папери	29
3.	Порушення щодо виплати дивідендів	13
4.	Порушення прав акціонерів при ліквідації товариства	5
5.	Порушення на підготовчому етапі проведення загальних зборів	3
6.	Порушення обліку прав власності на цінні папери	3
7.	Порушення процедури повідомлення та проведення загальних зборів	2
8.	Порушення переважного права на отримання акцій додаткових емісій	1
9.	Порушення правил випуску акцій	1

Представлений аналіз приватизації, створення і діяльності акціонерного сектору у регіоні дає змогу визначити окремі тенденції, що властиві не тільки підприємствам області, які змінили форму власності, а й підприємствам України в цілому. Їх зміст наступний:

1) акціонування в Україні охопило практично усі підприємства незалежно від їх галузевого призначення. Створення акціонерних товариств здійснювалося, переважним чином, у процесі приватизації, найвищі темпи якої спостерігалися протягом 1994-1996 років;

2) серед найбільш інвестиційно привабливих галузей виділяється харчова, легка, будівельна промисловість. Це стало першопричиною зовнішнього інвестування, перш за все, з боку іноземних інвесторів, саме у підприємства вказаних галузей;

3) близько 10% акціонерного сектору сформовано за рахунок зовнішніх вкладень іноземного капіталу. На підприємствах, що отримали іноземні інвестиції спостерігається підвищення рівня виробництва, покращення фінансових показників та отримання прибутків від господарської діяльності, створення засад ефективного управління;

4) найбільшими інвесторами є США, Великобританія, Ірландія, Німеччина;

5) фінансові показники діяльності акціонерних товариств показують, що лише 36% створених в області відкритих акціонерних товариств працюють з прибутками. Така ситуація є закономірною для переважної частини підприємств України;

6) із загальної кількості прибуткових підприємств лише 3% відкритих акціонерних товариств області спроможні виплачувати дивіденди акціонерам;

7) стан залучення капіталів акціонерними товариствами за рахунок додаткових емісій акцій, у більшості випадків незадовільний, що гальмує розвиток фондових відносин;

8) спостерігаються позитивні тенденції формування ефективних власників, хоча механізми реалізації великих пакетів акцій відпрацьовані недостатньо;

9) потребує вирішення питання щодо порушень емітентами чинного законодавства, запровадження стимулів акціонування шляхом удосконалення захисту прав акціонерів.

Таким чином, серед створених акціонерних товариств доцільно виділити групу підприємств, акціонування яких принесло позитивні наслідки та групу створених акціонерних товариств, реформування

власності яких пройшло не досить успішно. Негативні наслідки акціонування у таких випадках спричинені початковою відсутністю фінансової основи обґрунтування діяльності акціонерних товариств, в результаті чого наступні етапи формування ефективної акціонерної моделі забезпечити не вдалося. Це не надало реальних можливостей для нормального функціонування, розвитку виробництва і стабілізації діяльності. Закономірно, що у тих випадках де фінансові механізми акціонування, а разом з тим і основні умови її реалізації не враховані, позитивних змін не відбулося. З огляду на це, необхідність і обґрунтованість фінансових відносин, що визначають певну поведінку, фінансову мотивацію створення акціонерної форми організації бізнесу, очевидна. Саме ця риса у відносинах фінансової взаємодії обумовлює майбутню прибутковість, що є основною метою діяльності будь-якого підприємства. У цьому напрямку вважаємо за необхідне звернути увагу на вдосконалення механізмів залучення капіталів, їх використання і розподілу, що нерозривно пов'язано з інвестиційною привабливістю акціонерних товариств, обігом акцій, дією економічних стимулів акціонування.

Висновки до розділу 2

Особливості запровадження фінансово-мотиваційних механізмів при акціонуванні, визначені на основі аналізу діяльності акціонерних товариств в регіоні та державі, свідчать про ряд відмінностей створеного в Україні акціонерного сектору від аналогів в інших країнах. Це стосується відпрацьованості законодавчих основ акціонування, обігу акцій, формування і визначення їх характеристик, захисту інтересів акціонерів. Вказані розбіжності, а також ряд інших формують специфіку вітчизняних акціонерних відносин.

Процес акціонування обумовлений запровадженням та дією мотиваційних механізмів. Фінансова мотивація акціонування, як

двоєдиний процес, з одного боку обумовлена необхідністю залучення коштів у підприємства, з іншого – дохідністю інвестування. Тому, мотивація акціонування розглядається з точки зору створення підприємства в формі акціонерного товариства та з позиції конкретного інвестора. Фінансова мотивація інвестування пов'язана з вирішенням питань задоволення інтересів потенційних інвесторів, перш за все, через участь у розподілі прибутків акціонерного товариства та стимулюванні за рахунок курсових різниць, а також інших стимулів, що забезпечують розпорядження цінними паперами. Мотиваційні засади створення акціонерних товариств реалізуються через залучення капіталів шляхом емісії акцій, їх обіг, розподіл прибутків та забезпечення механізмів захисту акціонерів, що в кінцевому результаті справляють вплив на фінансову сторону задоволення мотиваційної поведінки конкретного інвестора.

Запровадження мотиваційних механізмів акціонування передбачає вирішення наступних питань:

- мобілізації грошових засобів для створення акціонерного капіталу;
- реалізацію фінансових інтересів акціонерів шляхом економічного стимулювання та інтересів трудового колективу через оплату праці, соціальні гарантії;
- впровадження ефективного управління з метою підвищення прибутковості господарювання.

На основі представленої оцінки фінансової мотивації акціонування на прикладі діючих акціонерних товариств в Україні та Сумській області зокрема, визначені основні недоліки, помилки, що нивілюють реалізацію фінансової мотивації акціонування. Їх виправлення на сучасному етапі передбачає введення ряду удосконалень, в тому числі за рахунок активної емісійної діяльності, подолання розпорошеності цінних паперів, розширення інвестиційних процесів, більш широкого використання послуг професійних учасників та інституцій фондового ринку, формування

дивідендної політики, запровадження системи економічних стимулів акціонування та більш досконалого управління.

Отже, фінансова основа акціонування визначає можливості підприємства у реалізації потенцій по лінії отримання прибутків, забезпечення, тим самим, зобов'язань перед акціонерами товариства, підвищення характеристик інвестиційної привабливості та загального рейтингу підприємства, здійснення ефективної управлінської діяльності. Цей напрям потребує подальшого дослідження і удосконалення.

Державний вищий навчальний заклад "Українська
академія банківської справи
Національного банку України"

РОЗДІЛ 3

ОСНОВНІ НАПРЯМКИ УДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВОЇ МОТИВАЦІЇ АКЦІОНУВАННЯ

3.1. Обґрунтування організаційних засад та механізмів залучення і використання капіталів при акціонуванні

Внаслідок особливих умов формування акціонерної форми підприємництва в Україні створені акціонерні товариства опинилися у патовій ситуації: з одного боку існує реальна можливість змін усієї системи господарювання, викликана необхідністю реформування економіки, з іншого – відсутні досконалі механізми запровадження цих змін.

Одна і, напевне, найголовніша з проблем акціонування пов'язана з реалізацією компонентів, що становлять основу створення акціонерних товариств, визначають характер і спрямованість фінансових відносин в акціонерних товариствах. Тому, розробка оптимальних механізмів залучення капіталів діючими акціонерними товариствами за рахунок додаткової емісії акцій, як одного з основних джерел мобілізації коштів, забезпечення умов для оптимального інвестування та удосконалення механізмів розподілу прибутків, шляхом розробки оптимальної стратегії, набуває особливої актуальності. Враховуючи загальну кількісну обмеженість способів залучення фінансових ресурсів та переважні особливості акціонерної форми підприємництва у об'єднанні капіталів, емісія цінних паперів стає найраціональнішим варіантом акумуляції коштів великих розмірів. Проведені дослідження щодо емісійної діяльності акціонерних товариств свідчать про досить повільний та невпевнений характер здійснення додаткових емісій. Серед причин, що стримують акціонерні товариства здійснювати повторні емісії акцій, вважаємо, слід виділити наступні:

- недооцінка можливостей емісійної діяльності у залученні капіталів;
- невідпрацьованість механізмів емісійної роботи;

відсутність або обмежене використання можливостей фондового ринку, послуг професійних учасників в процесі розміщення акцій;

недостатня інвестиційна привабливість акцій.

Існуючий розрив, що виникає між процесами акціонування та інвестування підприємств, загострений скрутним фінансовим станом більшості з них, на сучасному етапі можливо подолати лише шляхом запровадження досконалих механізмів проведення додаткових емісій акцій, реалізації цінних паперів через установи фондової біржі. Тому, у напрямку вирішення існуючих проблем, найпершим кроком має стати активізація відносин на біржовому та позабіржовому ринках, що формує засади для залучення додаткових капіталів підприємствами.

Аналізуючи фактори, що сприяли формуванню фондового ринку в Україні, акціонування, безперечно, виділяється як основний. Саме фондовий ринок, як механізм переміщення коштів від інвесторів до емітентів сприяє ринковому перерозподілу капіталів і спрямуванню їх у сфери найбільш ефективного використання. Тому діяльність акціонерних товариств, при одночасному становленні фондового ринку, обумовлює два паралельні процеси: удосконалення акціонерних механізмів та розширення фондових відносин. В дійсності ж, нормального, стабільного стану не досягнуто ні на фондовому ринку, ні у сформованому акціонерному секторі. З одного боку, характеристики акцій складаються на основі реального попиту та пропозиції на акції, що обертаються на ринку, з іншого – обіг акцій через фондову біржу гальмується, оскільки у більшості випадків акції не забезпечують попит, розмір та характер якого виступає одним із найголовніших факторів, що впливає на розвиток фондових відносин.

За існуючих обставин розвиток фондових відносин має орієнтуватися на залучення акцій усіх без винятку підприємств до обігу. Навіть з врахуванням того, що переважна частина акціонерних товариств на сучасному етапі ще переживає кризовий стан, акції таких підприємств

доцільно розмішувати через інституції позабіржового ринку. Інфраструктура фондового ринку в Україні сформована, проте використовується обмежено, що гальмує її розвиток і є, вважаємо, суттєвим недоліком. Недооцінка розміщення цінних паперів через професійних учасників фондового ринку, при реальних на це можливостях, в подальшому викриється у негативних наслідках діяльності. З причини недостатнього використання вторинного ринку цінних паперів, останній не виконує роль механізму трансформації заощаджень в інвестиційні ресурси. Це обумовлено рядом проблем, серед яких, зокрема, слід виділити: відсутність довіри через слабку захищеність прав інвесторів, невідповідність чинного законодавства стану економіки, відсутність розвиненої біржової та розрахунково-клірингової системи, недосконалість оподаткування операцій з цінними паперами тощо.

З метою удосконалення діяльності акціонерних товариств, невідкладним кроком, вважаємо, має стати використання при розміщенні акцій послуг фінансових посередників. З огляду на це, акції стабільних підприємств та підприємств інвестиційно привабливих галузей, що відповідають вимогам щодо допуску цінних паперів до котирування на фондовій біржі, в процесі здійснення додаткових емісій мають розміщуватися через професійних учасників фондового ринку, у процесі терерозподілу - через фондову біржу. Це забезпечить передумови котирування акцій і формування їх ринкової ціни під дією попиту та пропозиції з врахуванням фактичних показників привабливості, сприятиме ацікавленості інвестора у розвитку підприємства, обумовить ринкові характеристики акцій тощо. За даних умов є гостра потреба розширення біржового обігу акцій підприємств і, перш за все, тих, фінансові показники діяльності яких відповідають умовам щодо котирування на фондовій біржі в відділеннях К-1, К-2. Крім того, запроваджена практика Державної емісії з цінних паперів та фондового ринку щодо здійснення угод з цінними паперами інвестиційно привабливих акціонерних товариств через

організаторів торгівлі, потребує більш широкого впровадження.

Заходом активізації фондових відносин має стати застосування позаофіційного котирування цінних паперів акціонерних товариств, які не задовольняють вимогам та фінансовим критеріям офіційного котирування, що обумовлює відповідну регламентацію порядку обігу акцій підприємств, що не відносяться до групи інвестиційно привабливих, шляхом внесення змін у законодавчі акти.

Проблема інвестиційної привабливості цінних паперів на сьогодні особливо актуальна. Розгляд параметрів, що визначають інвестиційну привабливість акцій, доводить, що дохідність цінних паперів залежить, перш за все, від того, наскільки стійким є фінансовий стан підприємства. Разом з тим, реальний фінансовий стан відобразиться на вартості цінних паперів тільки тоді, коли акціонери чи інвестори отримають інформацію про це та зможуть спрогнозувати зміни стану компанії. Зацікавлені учасники фондового ринку оцінюють цінні папери в залежності від інформації про них. Таким чином, саме інформація, що відображає фінансовий стан підприємства, характеризує цінні папери та їх ринкові показники, повністю формує уяву інвестора про дохідність акцій та ризик вкладення коштів в них.

Наявна інформація про акціонерне товариство частково задовольняє інтереси потенційних інвесторів і фактичних акціонерів в плані ознайомлення із загальною інформацією про підприємство, структурою капіталу, окремими показниками, що характеризують цінні папери. Проте така інформація обмежена і не дає можливості достовірно оцінити емітента з позиції привабливості його акцій. Навіть в плані загальної оцінки інвестиційної привабливості акціонерного товариства, що здійснюється на основі оцінки галузі, показників фінансово-господарської діяльності підприємства, умов емісії, обігу та дохідності акцій, останній аспект освітлюється мало. Слід наголосити, що дохід акціонера забезпечується за рахунок курсових різниць за цінними паперами та отриманих дивідендів.

Саме ці чинники спонукають до вкладення коштів у цінні папери. Тому реальна оцінка акцій формується на основі характеристики параметрів дохідності за наслідками обігу цінних паперів на ринку. Аналіз акцій за обмеженою кількістю показників, як це здійснюється у розвинених країнах, наприклад США, для української практики неефективний. В умовах недорозвиненого фондового ринку, достовірно оцінити емітента можна лише за рахунок співставлення ряду параметрів та прогнозування основних тенденцій, на які слід орієнтуватися в процесі характеристики цінних паперів. В той же час, показники, що широко використовуються іншими країнами в українській дійсності не має сенсу застосовувати, тому прорахунок емітентом загальних показників та індексів, наприклад, очікуваної ставки дохідності, прогнозування вартості акцій не здійснюється. В більшості випадків акціонерні товариства не спроможні спрогнозувати навіть свої прибутки та їх розподіл.

Використовуючи усталену практику оцінки акцій, що широко застосовується у діяльності акціонерного сектору розвинених країн, трансформовану на українську дійсність, вважаємо, окрім загальних показників, що характеризують діяльність підприємства і є цікавими для пересічного акціонера, наприклад, таких як прибуток в розрахунку на одну акцію, дивіденд в розрахунку на одну акцію тощо доцільно доповнити діючу систему показників за рахунок інших, що обраховуються за наслідками обігу цінних паперів на фондовому ринку та враховують результати фінансово-господарської діяльності.

Безперечно, прибуток акціонерного товариства визначає попит на акції підприємства та ряд інших характеристик, тому вартість акцій, що формується на ринку, визначається на основі прибутковості акціонерного товариства. Наскільки вагомим і суттєвим є цей взаємозв'язок дає можливість оцінити кореляційний аналіз на основі факторної залежності. При розрахунку, за факторний показник нами обрано прибуток на одну акцію, що обраховується за річними результатами діяльності акціонерного

товариства, за результативний – ринкову вартість акцій. Для аналізу використано фактичні дані про одержані в розрахунку на одну акцію прибутки конкретними акціонерними товариствами станом на 01.01.2000 року та середні значення ринкової вартості акцій за результатами котирування на фондовій біржі (табл. 3.1). Нами проаналізовано сімнадцять діючих акціонерних товариств, акції яких котирувалися на фондовій біржі протягом аналізованого періоду та мають співставну номінальну вартість рівну 0,25 грн.

Таблиця 3.1

Значення показників ринкової вартості та прибутку в розрахунку на одну акцію для окремих підприємств Сумської області станом на 1.01.2000 року

№	Назва підприємства	Ринкова вартість акцій, грн.	Прибуток в розрахунку на одну акцію, грн.
1.	Нафтопромаш	2,9	2,2
2.	Шостинське ХПШ	0,18	0,04
3.	Глухівське ХПП	0,38	0,093
4.	Краснопільське ХПП	0,25	0,02
5.	Сумська МПМК-35	0,1	0,026
6.	Тростянецьке ХПП	0,4	0,25
7.	Охтирський "Агрохім"	0,1	-
8.	Ямпільське ХПП	0,26	-
9.	Великописарівський цукровий завод ім. Правди	0,02	-
10.	Гумотехніка	1	-
11.	Конотопський "Агротехсервіс"	0,1	0,1
12.	Конотопський арматурний завод	0,15	0,06
13.	Сумсько-степанівський сахзавод	0,03	0,09
14.	Буринський насіннєвий завод	0,28	0,2
15.	Лебединське ХПП	0,36	0,08
16.	Тростянецький "Електропобут"	0,05	-
17.	Глухівський м'ясокомбінат	0,25	-

Результати кореляційного аналізу доводять наявність лінійної залежності між ринковою ціною і прибутком акціонерного товариства (табл. 3.2). Коефіцієнт детермінації (R^2) відповідає 0,8781 і свідчить про тісний зв'язок між ринковою вартістю акцій і варіацією факторної ознаки – прибутком у розрахунку на одну акцію.

Таблиця 3.2

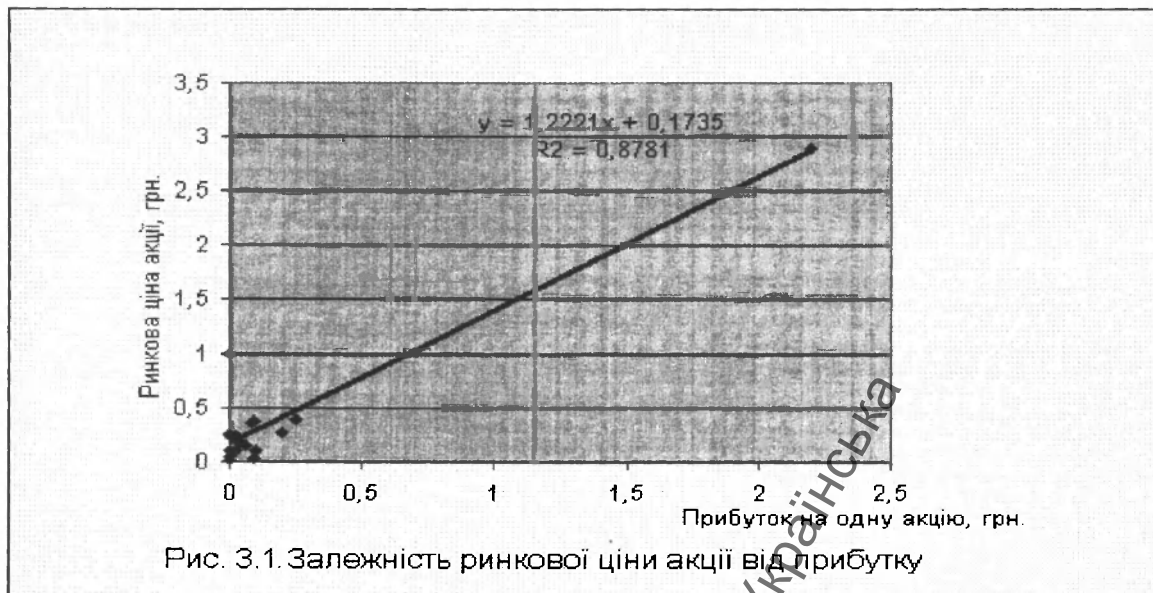
Результати кореляційно аналізу залежності ринкової вартості акцій від прибутку акціонерного товариства

Регресійна статистика						
Множинний R	0,9371					
R ²	0,8781					
Нормований R ²	0,8700					
Стандартна помилка	0,2465					
Спостережень	17					
Дисперсний аналіз						
	df	SS	MS		Значимість F	
Регресія	1	6,5643	6,5643	108,0402	2,997E-08	
Залишок	15	0,9114	0,0608			
Всього	15	7,4757				
	Коефіцієнти	Стандартна помилка	t-статистика	P-значення	Нижнє 95%	Верхнє 95%
Y-пересікання	0,1735	0,0637	2,7256	0,0156	0,0378	0,3092
Змінна X 1	1,2221	0,1176	10,3942	0,0000	0,9715	1,4727

Адекватність оцінки зв'язку підтверджена розрахованими критеріями Стюдента та Фішера. Розрахунок надійності кореляційного відношення за критерієм Стюдента, дає підставу стверджувати про наявність вірогідного, доведеного зв'язку. Запропонована Р. Фішером оцінка надійності коефіцієнта кореляції свідчить про тісний взаємозв'язок вказаних ознак та надійність параметрів парної кореляції.

Графічне відображення кореляційного аналізу з використанням лінії тренда зображено на рис. 3.1.

Таким чином, очевидно, що ринкова ціна акції формується і цілком залежить від прибутку, отриманого акціонерним товариством внаслідок господарської діяльності та впливає на визначення попиту на акції. Тому, вибір в якості параметрів оцінки акцій показників, що ґрунтуються на ринкових характеристиках цінних паперів та враховують результати фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства і відображають дохідність цінних паперів, доречний.



З метою характеристики інвестиційної привабливості акцій конкретних акціонерних товариств, пропонуємо доповнити діючу систему показників шляхом розрахунку наступних показників:

- 1) загальний дохід від купівлі акцій;
- 2) інвестиційний дохід за період володіння акціями;
- 3) коефіцієнт "ціна-дохід";
- 4) коефіцієнт платіжності;
- 5) дивідендна віддача акції.

Запропоновані показники не є новими, окремі з них використовуються вітчизняними та зарубіжними вченими, проте у різних методиках оцінки інвестиційної привабливості підприємства. Вибір нами саме цих показників пояснюється специфікою усталених фондових відносин та загальними умовами, в яких функціонують акціонерні товариства. Також вказані показники, на думку автора, дають можливість не просто оцінити акції підприємства, у тому числі за ряд років, а й відображають основні тенденції запровадження фінансово мотиваційних механізмів акціонування, приріст доходів та їх розподіл. Розрахунок вказаних показників має сенс при визначенні пріоритетів вкладення коштів в цінні папери потенційними інвесторами, пропозиції акцій до обігу на фондовому ринку.

Для оцінки інвестиційних характеристик за параметрами дохідності акцій, на прикладі діяльності акціонерних товариств Сумської області обрано 12 підприємств з різними фінансовими можливостями але в усіх випадках - з позитивними результатами діяльності станом за рік (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Показники статутного капіталу, вартості та прибутковості акцій окремих акціонерних товариств Сумської області станом на 01.01.2000 року

№	Назва підприємства	Розмір статутного фонду, грн.	Кількість акцій, шт.	Номінальна вартість акцій, грн.	Ринкова вартість акцій, грн.*	Розмір отриманого прибутку, грн.	Розмір нарахованого дивіденду, грн.
1	Нафтопромаш	212920	851680	0,25	2,9	1874000	-
2	Шостинське ХПП	275488	1101952	0,25	0,18	45000	-
3	Глухівське ХПП	482240	1928960	0,25	0,38	179000	-
4	Краснопільське ХПП	537768	2151072	0,25	0,25	52000	-
5	Сумська МПМК-35	5435734	21742936	0,25	0,1	577000	-
6	Тростянецьке ХПП	471144	1884576	0,25	0,4	477000	-
7	Свеський насосний завод	234000	4680000	0,05	0,5	2205000	-
8	Конотопський "Агротехсервіс"	769296,25	3077185	0,25	0,1	315600	-
9	Конотопський арматурний завод	9848000	39392000	0,25	0,15	2402000	-
10	Сумсько-степанівський сахзавод	1177518	4710072	0,25	0,03	447000	44700
11	Буринський насіннєвий завод	7651270	30605080	0,25	0,28	6179000	232000
12	Лебединське ХПП	687525	2750100	0,25	0,36	224000	56000

* - для розрахунку взято середню ринкову вартість за річними підсумками котирування акції

Джерело даних – Сумське територіальне управління комісії з цінних паперів та фондового ринку, Українська фондова біржа.

Вказані показники розраховані наступним чином:

1) загальний дохід від купівлі акцій відображає ту частину доходу акціонера, що отримана ним в наслідок зміни ринкової вартості акцій по відношенню до ціни її купівлі та отриманого дивіденду і має вигляд запропонований формулою 3.1:

$$I_a = D + P_s - P_b \quad (3.1)$$

де D - розмір отриманого дивіденду в розрахунку на акцію, грн.;

P_s - ринкова вартість акції, грн.;

P_b - номінальна вартість або ціна покупки акції, грн.

За розрахунковими даними (табл. 3.4) значення цього показника порівняно низьке. В ряді випадків акціонери взагалі не отримують доходів від придбання акцій, оскільки ринкова ціна продажу не перевищує номінальну;

2) інвестиційний дохід розраховується за формулою 3.2:

$$IR = \frac{P_s - P_b + D}{P_b} \cdot \frac{365}{T} \quad (3.2)$$

де P_s - ринкова вартість акції, грн.;

P_b - номінальна вартість акції, грн.;

D - дивіденд отриманий за період володіння акцією, грн.;

T - період володіння акцією.

Розмір даного показника визначається ростом ринкової вартості акцій та розподіленою частиною прибутку у вигляді дивіденду і дає можливість достовірно оцінити конкретного емітента. У поданому прикладі інвестиційний дохід обраховано із розрахунку за рік, що дає загальне, вірогідне уявлення про доходність акцій;

3) серед запропонованих показників на особливу увагу заслуговує коефіцієнт "ціна-дохід", що надає можливість оцінити курсову вартість акцій. Вказаний показник представлений відношенням ринкової ціни акцій до прибутку в розрахунку на акцію і розраховується за формулою 3.3:

$$K_{\text{ціна-дохід}} = \frac{P_s}{\Pi} \quad (3.3)$$

де P_s - ринкова вартість акцій, грн.;

Π - прибуток в розрахунку на акцію, грн.

Таблиця 3.4

Показники дохідності акцій для характеристики інвестиційної привабливості акцій окремих акціонерних товариств Сумської області

№	Назва підприємства	Прибуток на одну акцію, грн	Дивіденд на одну акцію, грн.	К _{ціна-дохід} *	К _{фактичне} **	К _{привабливості}	Дивідендна віддача акцій, грн /акцію	Ін вест. дохід, грн./акцію	Загальний дохід від купівлі акцій, грн./акцію
1	Нафтопромаш	2,2	-	1,3	-	-	-	10,6	2,65
2	Шостинське ХПП	0,04	-	4,5	-	-	-	-2,88	-0,7
3	Глухівське ХПП	0,09	-	4,2	-	-	-	0,52	0,13
4	Краснопільське ХПП	0,02	-	12,5	-	-	-	-	-
5	Сумська МПМК-35	0,026	-	3,8	-	-	-	-0,6	-0,15
6	Тростянецьке ХПП	0,25	-	1,6	-	-	-	0,6	0,15
7	Свеський насосний завод	0,47	-	1,06	-	-	-	9	0,45
8	Конотопський "Агротехсервіс"	0,1	-	1	-	-	-	-0,6	-0,15
9	Конотопський арматурний завод	0,06	-	2,5	-	-	-	-0,4	-0,1
10	Сумсько-степанівський сахзавод	0,095	0,0095	0,31	3,16	0,1	0,31	-0,84	-0,21
11	Буринський насінневий завод	0,2	0,0076	1,4	36,8	0,03	0,025	0,15	0,037
12	Лебединське ХПП	0,08	0,02	4,5	18	0,25	0,056	0,52	0,13

* - теоретичне значення коефіцієнту при умові повного розподілу отриманого прибутку на дивіденди,

** - фактичне значення коефіцієнту, розраховане за фактичним розподілом прибутків за акціями

Загальноприйнята тенденція склалася така, що більш привабливими вважаються акціонерні товариства з невисокими значеннями цього показника, що є свідченням недооцінки акцій ринком і, відповідно, більших можливостей росту ринкової привабливості. Для західної практики межа вказаного коефіцієнту встановлена на рівні 15-17, тобто при значенні 10 і менше акції вважаються більш привабливими [1, с. 317]. Розрахунок коефіцієнту "ціна-дохід" з урахуванням фактичних прибутків за акціями у вигляді розподіленої частини доходів показує, що для підприємств Сумського регіону його значення перевищує встановлені межі, що свідчить про значне перевищення ринкової вартості акцій над реальної їх прибутковістю. Представлений розрахунок відбиває ту різницю, яка спостерігається в процесі оцінки привабливості підприємства з позиції емітента, та з позиції акціонера. Теоретичне значення коефіцієнту "ціна-дохід" переважної більшості підприємств свідчить про їх привабливу

інвестиційну позицію, однак, фактичний розрахунок відбиває протилежну ситуацію. Вважаємо, що даний показник може застосовуватися в якості індикатора характеристики інвестиційної привабливості цінних паперів;

4) стан виконання акціонерним товариством зобов'язань по розподілу прибутків по відношенню до конкретних акціонерів може бути оцінено шляхом обрахунку коефіцієнта платіжності, що представлений відношенням прибутку, направлено на сплату дивідендів до загального розміру прибутку і відображає розмір розподіленої частини прибутку у забезпеченні стимулів акціонування. Вказаний показник розраховується за формулою 3.4 і має наступний вигляд:

$$k_{пл} = \frac{\sum D}{\sum П} \quad (3.4)$$

де $\sum D$ - загальний розмір дивіденду, грн;

$\sum П$ - загальна сума отриманого прибутку, грн.

Для переважної більшості акціонерних товариств розрахунок даного показника не видається можливим за відсутності виплат дивідендів, часто і прибутку взагалі. На тих підприємствах де дивіденди нараховуються, розмір прибутку, що направляється на їх сплату складає від 3 до 25%, що є позитивною тенденцією. Навіть для досить розвинених світових акціонерних товариств рівень виплати дивідендів складає 4-6%, проте розмір прибутку, що отримують подібні компанії набагато перевищує фактичні показники українських підприємств. На основі аналізу значень коефіцієнта платіжності за ряд років можна окреслити основні тенденції дивідендної політики акціонерного товариства;

5) дивідендна віддача акцій свідчить про рентабельність акцій і розраховується як відношення дивіденду на одну акцію до її ринкової ціни за формулою 3.5:

$$D_a = \frac{D}{P_s} \quad (3.5)$$

де D - розмір нарахованого дивіденду в розрахунку на акцію, грн.;

P_s - ринкова вартість акцій, грн.

У більшості випадків значення даного показника занадто низьке, тобто ставка доходу за акціями складає 1-3%. Цей показник дає змогу більш повної оцінки акцій, однак реальна оцінка не завжди можлива, оскільки дивіденди виплачують лише окремі акціонерні товариства, при тому нерегулярно, а позитивне значення рентабельності акцій за підсумками діяльності за рік часто досягається саме завдяки нарахованому дивіденду на акції у поточному році. Таким чином, показники “дивідендна віддача акцій” і “коефіцієнт платіжності”, в ряді випадків, відображають оцінку акцій лише з позиції розподілу прибутку. В більшості випадків зростання ринкових параметрів акцій за рахунок сплачених підприємством дивідендів практично не відбувається, що, вважаємо, не правильно. Це порушує основні мотиви придбання акцій, їх призначення як різновиду цінного паперу. Окрім того, при обрахунку інвестиційного доходу від володіння акціями, як це зроблено у нашому прикладі, та загального доходу розмір сплаченого дивіденду суттєво впливає на значення і зміни показників. Тому, вважаючи показники, що свідчать про нарахування дивідендів не головними, акціонерні товариства суттєво втрачають внаслідок того, що їх позиція, з точки зору акціонерів, є менш привабливою у порівнянні з тими підприємствами, що відрізняються високими дивідендами.

Таким чином, запропоновані показники дають змогу оцінити дохідність акцій конкретного емітента в плані загальної характеристики інвестиційної привабливості підприємства. Позитивні значення показників вигідно виділяють підприємства, в ряді випадків виступають підставою здійснення лістингу цінних паперів. Тобто, значення вказаних показників служить тією межею, що формує групу інвестиційно привабливих підприємств з конкретними можливостями росту та групу підприємств, діяльність яких потребує удосконалення, перш за все, з позиції

забезпечення умов вкладення капіталів і реалізації фінансово-мотиваційних механізмів інвестування. При наданні інформації про діяльність акціонерного товариства запропоновані показники або окремі з них пропонуємо доводити до відома акціонерів. Переважне значення при цьому слід звернути на розрахунок коефіцієнту “ціна-дохід” та інвестиційної дохідності акцій.

Вважаємо, що важливим напрямом удосконалення діяльності акціонерних товариств є розробка адекватних механізмів здійснення повторних емісій акцій, що орієнтовані на залучення додаткових капіталів за рахунок зацікавленості потенційних інвесторів. У цьому напрямку, пропонуємо здійснювати емісію акцій у порядку відображеному на рис.

3.2.

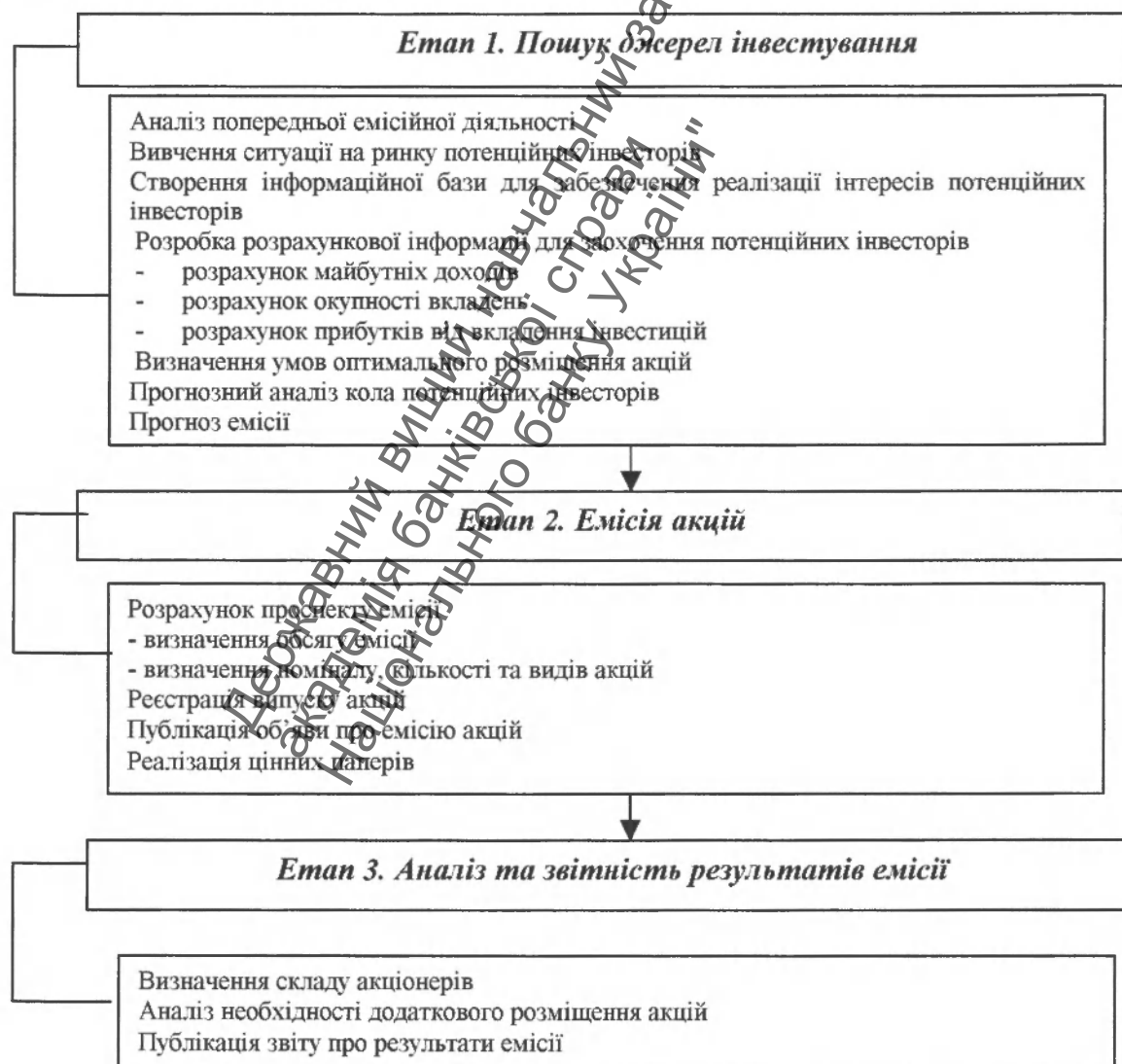


Рис. 3.2. Схема проведення додаткової емісії акцій

Поетапний підхід у проведенні додаткової емісії дає змогу виділити три рівні емісійної роботи: орієнтація на пошук джерел інвестування, безпосередньо випуск акцій та аналіз результатів емісії. Вважаємо, що від того, наскільки серйозним та обґрунтованим є перший етап проведення емісії, цілком залежить успіх розміщення цінних паперів та досягнення задач, поставлених перед емісійною діяльністю. Тому, в процесі розробки схеми проведення емісії основна увага сконцентрована на визначенні оптимальних умов випуску цінних паперів, зацікавленості потенційних інвесторів за рахунок інформаційної бази, проектування можливих результатів емісії.

Запропонована схема здійснення додаткової емісії акцій може використовуватися усіма без виключення акціонерними товариствами в процесі проведення повторних емісій і дає підставу удосконалення механізмів емісійної роботи у напрямку забезпечення умов вкладення коштів у підприємство.

Додаткова емісія, з одного боку, дозволяє залучити додатковий капітал, необхідний для розвитку підприємства, що виступає одним з основних факторів, на якому ґрунтується фінансова мотивація акціонування, з іншого – неможлива за відсутності попиту на акції, що передбачає встановлення меж інвестиційної привабливості при визначенні пріоритетів вкладення коштів. Важливе значення при цьому відіграє участь акціонерів у прибутках товариства, що реалізується шляхом запровадження дивідендної політики. Однак, стан вирішення цього питання на сьогодні вкрай незадовільний. Одна з причин того, що акціонерні товариства не розподіляють прибутки між акціонерами вбачається у недосконалості механізмів реалізації дивідендної політики. Внаслідок цього та сторона фінансових відносин, що обумовлює фінансову мотивацію інвестування не забезпечує конкретних передумов вкладення коштів.

Питання формування дивідендної політики має два аспекти

дослідження. Перший передбачає реалізацію економічних стимулів акціонування через участь у прибутках, як підстава і основна умова вкладення грошових засобів. Тобто, з точки зору особи, що інвестує кошти у капітал акціонерного товариства ця особливість визначає нормальну фінансову мотивацію інвестування. Другий - це та частина зобов'язань акціонерного товариства перед акціонерами, що вирішується шляхом формування оптимальної стратегії розподілу прибутків. Тому виплата дивідендів визначає можливість забезпечення фінансової мотивації акціонування. Проте, якщо у першому випадку визначаються мотиви акціонування, то у другому - їх конкретне втілення. Невідпрацьований механізм дивідендної політики обумовлює соціально-економічні проблеми та ускладнює функціонування акціонерних товариств.

Право на отримання дивідендів притаманне власникам акцій і виникає внаслідок володіння цінними паперами. Для рядового акціонера, дивіденд, як джерело додаткових доходів, є однією з найсуттєвіших умов вкладення грошей у акції даного акціонерного товариства і, в той же час, свідчить про формування стереотипів, що свідчать про стабільність підприємства, його фінансові показники, зрештою економічне стимулювання акціонерів. В той же час, реалізація дивідендних намірів акціонерним товариством виходить із суперечності: капіталізувати отримані внаслідок господарської діяльності кошти у розвиток виробництва чи виплатити їх акціонерам як частку від прибутку компанії. За таких умов дивідендна політика вирішує питання оптимізації пропорцій між використовуваною та капіталізованою частинами прибутку для забезпечення максимальної ринкової вартості підприємства і майбутнього росту. У випадку, коли прибуток реінвестується у виробництво, дивіденд, як стимул до акціонування не реалізується, проте, кошти направляються на розвиток самого підприємства. Другий варіант більш привабливий для акціонерів, особливо володарів дрібних пакетів акцій, проте не завжди можливий і вигідний з точки зору підприємства, а в умовах діяльності

акціонерного сектору України і для крупних акціонерів, адміністрації підприємства. Враховуючи, що для акціонерів виплата дивідендів більш приваблива ніж капіталізація прибутку, підприємства мають будувати дивідендні наміри, в першу чергу, саме на цих мотивах, що дозволить стимулювати акціонерів і, відповідно, привернути увагу до конкретного акціонерного товариства. У тих випадках, де прибуток реінвестується у розвиток виробництва, велика ймовірність використання коштів не за призначенням. Не виключено, що вони сконцентровані у руках певних олігархічних груп чи використовуються іншими, не зовсім законними способами, що цілком ймовірно при чинному законодавстві, тому капіталізація прибутку – це не завжди розвиток підприємства.

Переважає більшість акціонерних товариств не надає достатньої уваги питанням розробки дивідендної політики, в результаті чого переважають спонтанні, подекуди неправомірні, невиправдані рішення щодо виплати дивідендів. Однак, розробка політики виплати дивідендів може опиратися на наявні теоретичні підходи, усталений зарубіжний досвід.

Дивідендна політика є одним з економічних маневрів, що може корінним чином вплинути на стан підприємства, обумовлює рівень його прибутковості, є гарантом запровадження основних стимулів акціонування і в то й же час виступає складовою загальної політики управління прибутковістю, що здійснюється шляхом визначення стратегії розподілу капіталів. На нашу думку, основними елементами, що формують напрями розробки дивідендної політики мають стати:

- 1) фактори, що впливають на рішення про виплату дивідендів, його доцільність;
- 2) мотивація, покладена в основу реалізації однієї з моделей дивідендної політики;
- 3) засоби реалізації;
- 4) можливість своєчасного коректування.

Використання вказаних елементів у комплексі дає змогу вирішити питання оптимального співвідношення між виплатою дивідендів і капіталізацією прибутку. Результат вирішення означеної проблеми багато в чому обумовлений наявними ресурсами та фінансовим станом підприємства, необхідністю додаткового фінансування і залучення капіталів. Однак, важливу роль відіграє і те, на якій стадії життєвого циклу перебуває підприємство. Так, у стабільних акціонерних товариствах мотиви виплати дивідендів відрізнятимуться від підприємств, що перебувають на ранніх етапах становлення. Тому, відповідно, різнитимуться і рішення щодо розподілу коштів на виплату дивідендів акціонерам чи їх капіталізації. Ці позиції складають основу стратегії розподілу прибутків, що застосовується при формуванні дивідендної політики підприємством.

Лінія поведінки – стратегія, визначає практичну сторону застосування консервативної, компромісної, агресивної дивідендної політики. В основу їх реалізації покладено відомі теорії впливу розміру виплачених дивідендів на ціну акції та загальне благополуччя акціонерів. Серед них виділяється кілька груп:

- ті, що віддають перевагу дивідендним виплатам над капіталізацією прибутку: теорія переваги дивідендів, сигнальна теорія дивідендів;
- вказують на залежність дивідендної політики від зовнішніх факторів, що впливають на рішення про виплату дивідендів: теорія відповідності дивідендної політики складу акціонерів, теорія податкової диференціації;
- теорії, застосування яких можливе лише за умови припущень, що відсутні реально: теорія Міллера-Модільяні [12, с. 529; 115].

Вищевказані теорії на практиці реалізуються в одній з моделей дивідендної політики (рис. 3.3) [104, с. 63].

Для визначення найбільш вдалого варіанту застосування вказаних моделей дивідендної політики, пропонуємо розділити усі акціонерні

товариства на три групи:

- 1) підприємства, що знаходяться на ранніх етапах становлення;
- 2) підприємства перехідної ланки, для яких процес становлення позаду, але остаточної стабілізації не досягнуто;
- 3) стабільні акціонерні товариства.

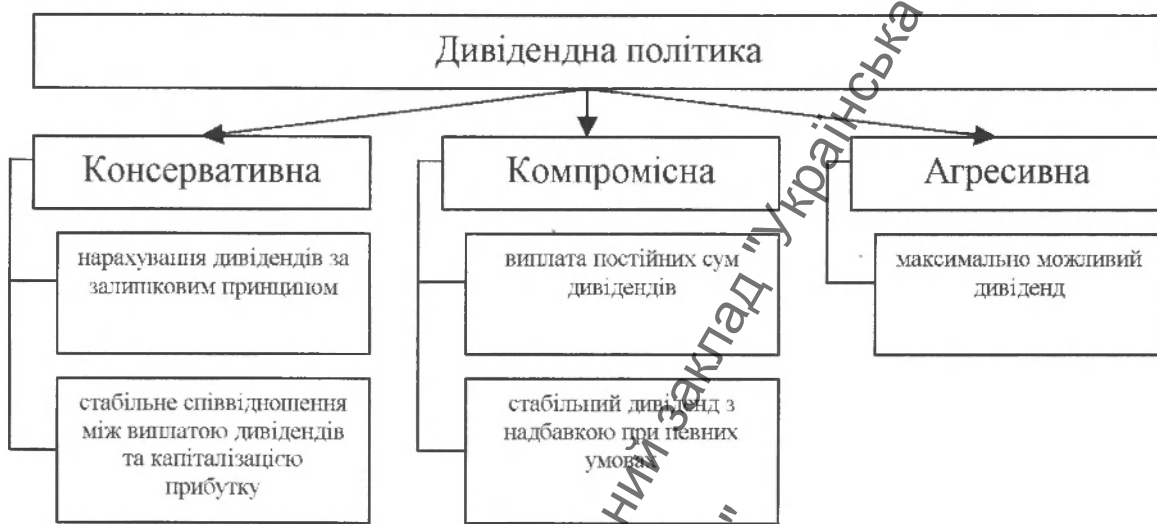


Рис. 3.3. Класифікація видів дивідендної політики

Вважаємо, що застосування консервативної дивідендної політики при нарахуванні дивідендів за залишковим принципом для новостворених підприємств найбільш вдалий варіант, що цілком підтверджується рядом переваг. Це, по-перше, дозволяє мобілізувати необхідні для розвитку підприємства кошти; по-друге, з'являється альтернатива розвитку; по-третє, при нормальному функціонуванні підприємства не виключається і можливість нарахування дивідендів. Даний вид дивідендної політики має і свої недоліки: відсутність реальних виплат дивідендів може вплинути на прихильність потенційних інвесторів і наміри діючих акціонерів, для яких дивіденд є основним мотивом зацікавленості акціями даного товариства, що може спричинити втрату зацікавленості акціями. У визначальній мірі така ситуація впливає на ринкову ціну акцій і вартість самого підприємства. В такому випадку особливого значення набуває можливість своєчасних коректив компанією політики виплат дивідендів. Одним з її

варіантів є перехід від нарахування дивідендів за залишковим принципом до пропорційного розподілу між виплатою дивідендів і капіталізацією прибутку, хоча такий варіант прийнятний для умов стабілізації фінансової ситуації, при постійному зростанні доходів компанії.

Застосування компромісної політики виплат дивідендних сум на ранніх етапах виключається, оскільки головною умовою реалізації даного варіанту дивідендної політики являється постійність фінансових показників підприємства. Не виключається і можливість застосування агресивної моделі дивідендної політики. Даний варіант сприяє мобілізації значних капіталів в процесі емісії акцій. Проте, в даному випадку агресивна модель носитиме спекулятивний характер. Враховуючи те, що значна кількість акціонерних товариств ще має розпорошений акціонерний капітал, впровадження агресивної політики виплати дивідендів забезпечує зацікавленість акціями підприємства, підіймає рейтинг акціонерного товариства. В той же час, найменші коливання чи в розмірі дивідендів, чи умовах їх виплати можуть негативно відобразитися на поведінці акціонерів. Тому застосовувати агресивну дивідендну політику за таких обставин досить ризиковано. Вона доцільна лише на початкових стадіях етапу становлення акціонерного товариства, як умова для зібрання необхідних фінансових ресурсів або ж у ситуації високих фінансових показників для підтримки загального рейтингу компанії. В будь-якому з варіантів агресивна політика носить тимчасовий характер.

Викладені переваги та пріоритети щодо вибору одного із варіантів дивідендної політики для відносно молодих і новостворених акціонерних товариств відображені на рис. 3.4.

Для підприємств перехідної ланки впровадження агресивної моделі виплати дивідендів має сенс в умовах стабільної діяльності. Проте, більший ефект, вважаємо, дасть поєднання агресивних підходів з консервативними або компромісними, наприклад, застосування агресивної політики для залучення зацікавленого інвестора з поступовим переходом

до стабільного співвідношення між дивідендними виплатами і капіталізацією прибутку, або агресивних підходів з переходом до виплат постійних сум дивідендів в процесі стабілізації діяльності підприємства.

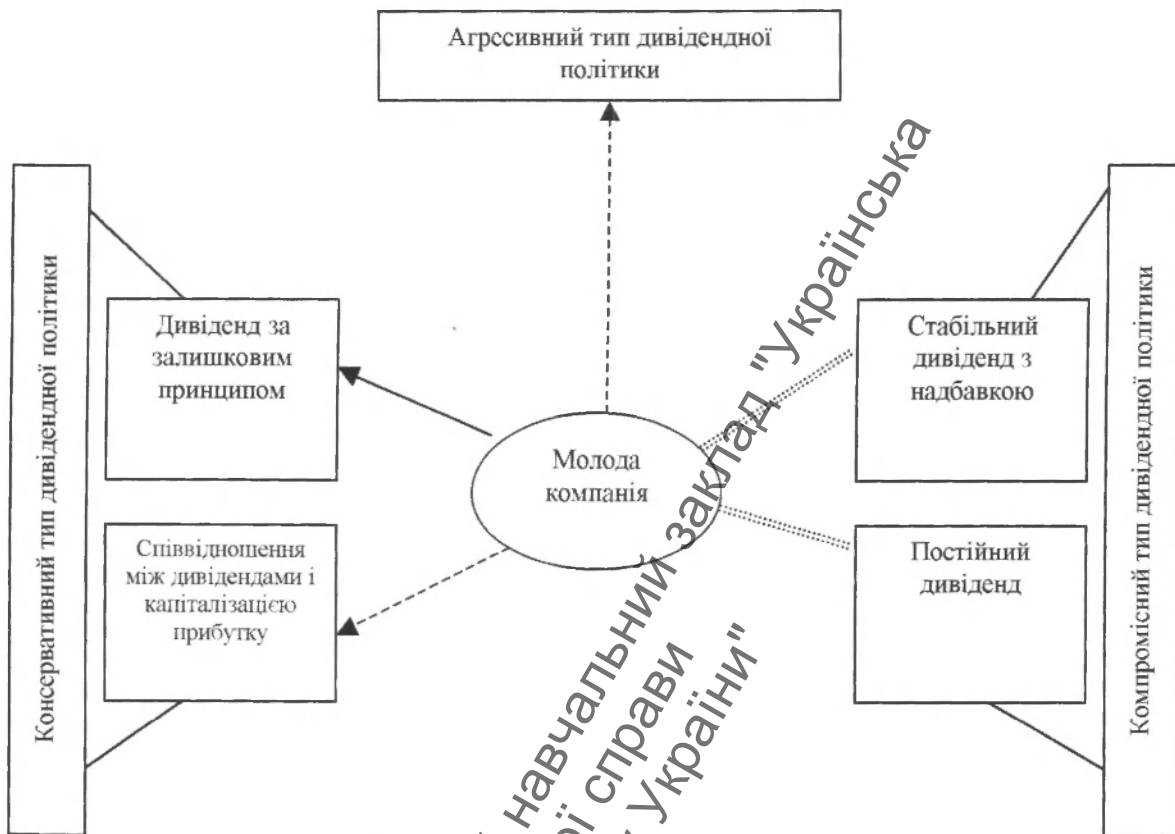


Рис. 3.4. Схема вибору типу дивідендної політики молодими компаніями:

- ← - найбільш сприятливий вибір типу дивідендної політики;
- ←-- - можливий позитивний вибір типу дивідендної політики;
- - можливий, але не зовсім доцільний вибір типу дивідендної політики.

При нормальних умовах функціонування навіть для підприємств перехідної ланки найкращим з варіантів є дотримання пропорцій між виплатою дивідендів і капіталізацією прибутку, як це видно на рис 3.5, що, перш за все, дозволяє враховувати інтереси різних груп акціонерів.

Природно, що володарі крупних пакетів акцій не загострюють увагу на виплаті дивідендів, адже для них це не суто важливо, часто вигідніше капіталізувати прибуток, ніж отримувати дивіденд. В той же час, при

застосуванні консервативної політики з'являється можливість покращення фінансового стану підприємства.

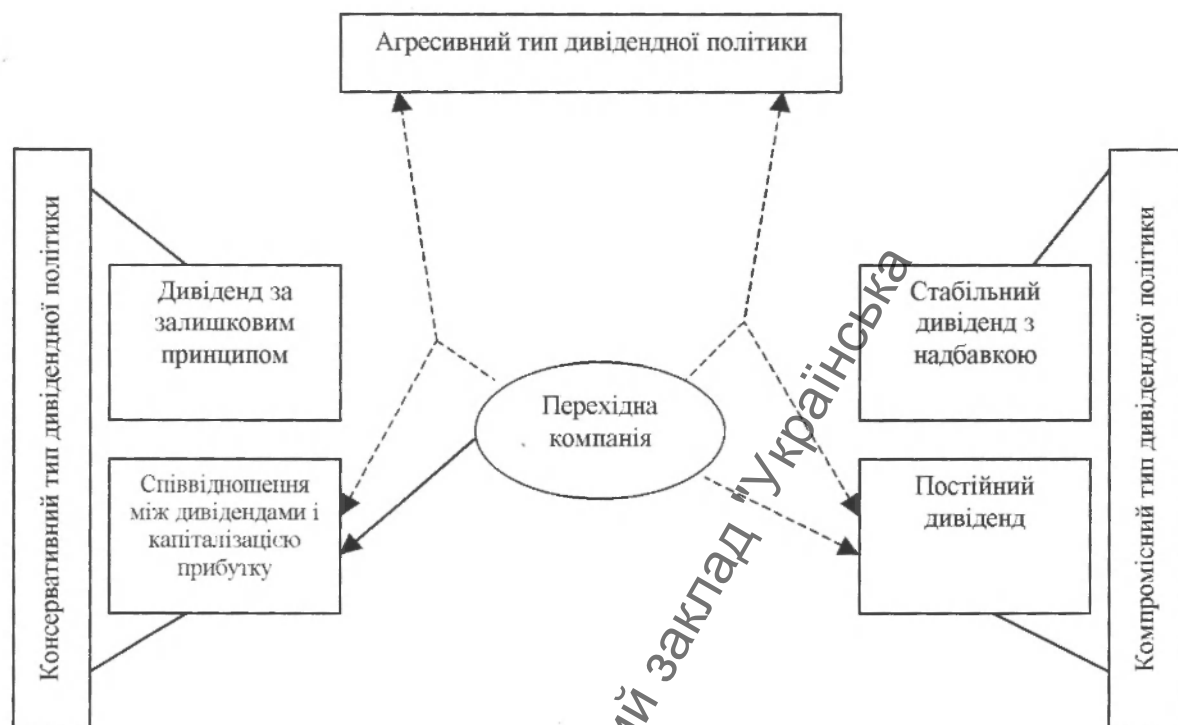


Рис. 3.5. Схема вибору типу дивідендної політики підприємствами, діяльність яких стабілізується:

- ← - найбільш сприятливий вибір типу дивідендної політики;
- ←-- - можливий позитивний вибір типу дивідендної політики.

Певний сенс є і в застосуванні в перехідний період компромісної політики з виплатою постійних сум дивідендів, але позитивний ефект від цього можливий при умові стабільної прибуткової діяльності. В разі ж погіршення фінансового стану підприємства виплата дивіденду постійного розміру може суттєво вплинути і навіть більше, принести збитки акціонерному товариству.

Для стабільних акціонерних товариств застосування консервативної та агресивної політики менш продуктивно ніж виплата стабільних сум дивідендів з надбавкою при певних умовах. Такий підхід гарантує і отримання акціонером мінімального доходу, в той же час створює засади отримання прибутків вище відомих постійних сум (рис. 3.6).

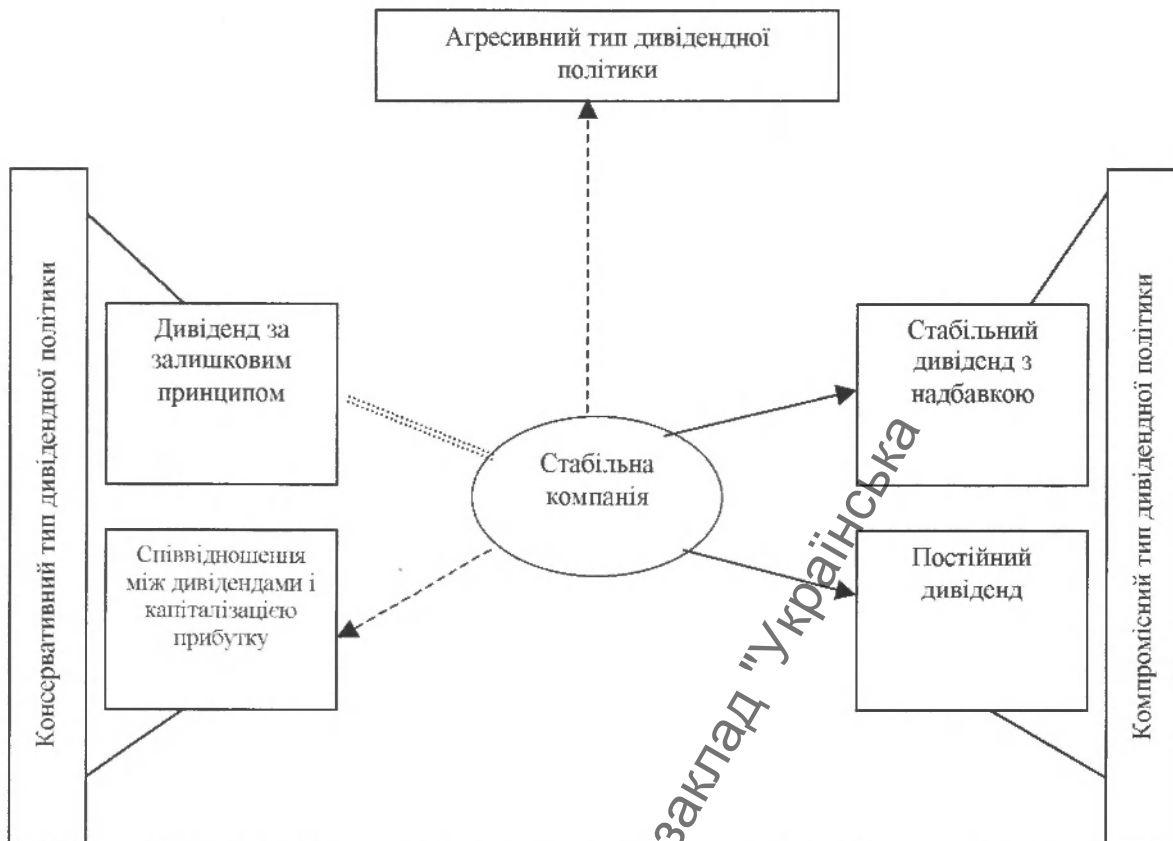


Рис. 3.6. Схема вибору типу дивідендної політики стабільними підприємствами:

- ← - найбільш сприятливий вибір типу дивідендної політики
- ← - - можливий позитивний вибір типу дивідендної політики.
- ⋯ - можливий, але не зовсім доцільний вибір типу дивідендної політики.

Вищевказане непогано справляється, а саме так воно і є у розвинених країнах, наприклад, характерно для Західної Європи, де акціонерний сектор домінує і де, як і в Україні, він створений переважно внаслідок приватизаційних процесів. Але, враховуючи специфічні умови створення акціонерних товариств, в Україні склалася зовсім інша ситуація. Більша половина акціонерних підприємств мають нестабільний фінансовий стан, часто критичний, тому дивіденди виплачуються рідко, часто не виплачуються взагалі. Від чого виплата дивідендів, як елемент забезпечення фінансової мотивації акціонування втрачає своє значення.

Існуючі підходи щодо формування дивідендної політики в узагальненому вигляді можуть бути представлені наступною поетапною послідовністю:

Етап 1 Факторна оцінка формування дивідендної політики.

Етап 2 Вибір типу дивідендної політики.

Етап 3 Розробка механізму розподілу прибутку.

Етап 4 Визначення розміру дивідендних виплат, у тому числі у розрахунку на одну акцію.

Етап 5 Оцінка ефективності дивідендної політики.

Проте, процес формування дивідендної політики, а разом з тим і його конкретна реалізація для умов сформованої в Україні акціонерної моделі дещо специфічні. Розробка стратегії розподілу прибутків акціонерними товариствами та встановлення пропорційності між поточним використанням прибутку власниками і майбутнім його ростом, що забезпечує розвиток акціонерного товариства, вважаємо, має вирішуватися іншим способом.

Для цього пропонуємо усі акціонерні товариства розділити на дві умовні групи:

- до першої віднесемо стабільні підприємства та підприємства діяльність яких стабілізується. Як правило такі підприємства намагаються частково виконувати свої зобов'язання перед акціонерами щодо розподілу прибутків;
- до другої – відстані, підприємства банкрути. Ці підприємства неспроможні виплачувати дивіденди в силу свого критичного стану.

Вважаємо, що для першої групи підприємств в процесі стабілізації є привабливим перехід до компромісного типу виплати дивідендів. Позитивний ефект від його застосування очевидний, до того ж сприятиме затвердженню позицій підприємства і виділенню серед конкурентів. Підприємства, що реалізують свої зобов'язання перед акціонерами шляхом періодичних виплат дивідендів, як правило, відносно молоді компанії, які весь прибуток спрямовують на розвиток виробництва, але для піддержання між ними намагаються виплачувати дивіденди. Дивіденд у такому випадку

скоріше виступає заохочувальним спекулятивним елементом. Враховуючи особливості українського менталітету, раптові виплати дивідендів можуть суттєво змінити ставлення рядових акціонерів, причому змінити його в позитивний бік. Це нагадує сигнальний ефект, хоча досить ризиковий. Погіршення фінансового стану, неможливість підтримувати рівень дивідендних виплат, хоча б попереднього розміру поступово нивілює досягнуті результати. В таких випадках часто застосовується виплата дивідендів акціями, що дозволяє здійснити нову емісію, а іноді реалізувати акції проведеної емісії які залишилися поза понитом і в то й же час виконати зобов'язання перед акціонерами. В будь-якому з варіантів, дивіденд у формі акцій можливий лише як нагальна і тимчасова дія. Його постійне застосування вряд чи дасть позитивний результат і, взагалі, рядові акціонери сприймають лише ті дивіденди, що приносять реальні гроші, хай навіть невеликі. Тому, за обставин, що склалися, акціонерне товариство виграє лише при виплаті дивідендів постійного розміру. Такі обставини визначають рішення акціонера: купити (зберегти) акції даної компанії чи продати їх. Пропонуємо власний варіант формування дивідендної політики, на основі виділення прогнозного, факторного, розрахунково-аналітичного рівнів представлений на рис. 3.7, що на практиці може бути використаний підприємствами вказаної групи.

Перший етап формування дивідендної політики представляє обґрунтування доцільності виплати дивідендів шляхом визначення власних фінансових можливостей у реалізації спроектованих потенцій. Порівнюючи можливі варіанти виплати дивідендів, необхідно враховувати їх вплив на можливі зміни фінансового стану підприємства. Цей етап є попереднім аналізом можливостей підприємства у стимулюванні акціонерів і представляє прогнозну оцінку застосування дивідендної політики.

Другий етап – це факторний рівень впливу на формування дивідендної політики. Передбачає врахування інвестиційних та можливих

економічних факторів, що обумовлюють вибір певного типу дивідендної політики.



Рис. 3.7. Схема розробки дивідендної політики

На третьому етапі підприємство безпосередньо реалізує дивідендні наміри шляхом розподілу прибутків між акціонерами, тому третій етап розпочинається з вибору оптимальної моделі виплати дивідендів і визначення засобів та шляхів їх досягнення.

Обов'язковим у реалізації дивідендної політики має стати її забезпечення, тобто розробка процедурних питань законодавчого та нормативного характеру. Це, в свою чергу, обумовлює дійовість механізмів захисту акціонерних прав щодо розмірів та строків виплати дивідендів акціонерам.

Аналіз та оцінка дивідендної політики необхідна для виявлення змін, можливих негативних сторін. Цей етап носить довгостроковий характер і визначається під впливом зміни ринкової вартості акцій, інвестиційних позицій підприємства і результатів фінансово-господарської діяльності. Таким чином, третій, четвертий та п'ятий етапи формування дивідендної політики представлені даними розрахункового плану, забезпеченням, аналізом та оцінкою застосування обраного типу дивідендної політики, тому становлять розрахунково-аналітичний рівень формування дивідендної політики.

Комбінуючи різні варіанти застосування моделей дивідендної політики, можна спроектувати той ефект, який в дійсності виявиться на практиці. Якщо, наприклад, підприємство застосовує компромісну модель виплати дивідендів, то в даних умовах можливий наступний варіант: початково, протягом декількох періодів, підприємство нараховує дивіденди постійних розмірів. За результатами звітного року оголошується їх кінцевий розмір. З початку наступного періоду, підприємство планує збільшити розмір дивідендів і здійснити емісію акцій, що наперед обумовлює вихід на новий рівень прибутковості. Така ситуація принесе позитивний ефект і дозволить здійснити успішну емісію, залучити додаткові капітали і передбачити майбутні прибутки.

Інший, не менш вдалий варіант може бути використаний

На третьому етапі підприємство безпосередньо реалізує дивідендні наміри шляхом розподілу прибутків між акціонерами, тому третій етап розпочинається з вибору оптимальної моделі виплати дивідендів і визначення засобів та шляхів їх досягнення.

Обов'язковим у реалізації дивідендної політики має стати її забезпечення, тобто розробка процедурних питань законодавчого та нормативного характеру. Це, в свою чергу, обумовлює дійовість механізмів захисту акціонерних прав щодо розмірів та строків виплати дивідендів акціонерам.

Аналіз та оцінка дивідендної політики необхідна для виявлення змін, можливих негативних сторін. Цей етап носить довгостроковий характер і визначається під впливом зміни ринкової вартості акцій, інвестиційних позицій підприємства і результатів фінансово-господарської діяльності. Таким чином, третій, четвертий та п'ятий етапи формування дивідендної політики представлені даними розрахункового плану, забезпеченням, аналізом та оцінкою застосування обраного типу дивідендної політики, тому становлять розрахунково-аналітичний рівень формування дивідендної політики.

Комбінуючи різні варіанти застосування моделей дивідендної політики, можна спроектувати той ефект, який в дійсності виявиться на практиці. Якщо, наприклад, підприємство застосовує компромісну модель виплати дивідендів, то в даних умовах можливий наступний варіант: початково, протягом декількох періодів, підприємство нараховує дивіденди постійних розмірів. За результатами звітного року оголошується їх кінцевий розмір. З початку наступного періоду, підприємство планує збільшити розмір дивідендів і здійснити емісію акцій, що наперед обумовлює вихід на новий рівень прибутковості. Така ситуація принесе позитивний ефект і дозволить здійснити успішну емісію, залучити додаткові капітали і передбачити майбутні прибутки.

Інший, не менш вдалий варіант може бути використаний

підприємствами, діяльність яких стабілізується. Зміна консервативної дивідендної політики незалежно від її форми і коливань у розмірах витрачених коштів на виплату дивідендів постійного розміру протягом кількох періодів вигідно виділяє підприємство серед інших. Результат, як і в першому випадку, принесе позитивні зміни, до того ж, за таких умов підприємство забезпечить ефект емісії.

В обох наведених прикладах розглядається вплив дивідендної політики на прогнозовану емісію акцій. Проте, це не єдиний елемент, що забезпечується дивідендною політикою. В цілому, механізм реалізації дивідендної політики впливає на загальний фінансовий стан підприємства і обумовлює позитивний результат тих компонентів, що визначають мотивацію акціонування.

Ситуація з другою групою підприємств дещо складніша. До її складу в основному входять фінансово слабкі акціонерні структури, для яких акціонування стало формальним процесом і перехід в акціонерну форму господарювання мало що змінив. Акціонерний капітал таких підприємств, переважним чином, надмірно розпорошений, тому основні переваги акціонерної форми організації бізнесу не реалізуються. Можливості сплачувати дивіденди такі підприємства не мають, проте кількість таких підприємств на сьогодні залишається великою. Частина їх, що мають критичний фінансовий стан, потребує реструктуризації, що є першим і невідкладним моментом на шляху їх акціонування. Цей спосіб дозволить впливати на фінансовий стан підприємства а значить і на параметри, що позитивно характеризують акції. Усі наступні етапи їх розвитку здатні вплинути на фінансові показники і забезпечити прибуткову діяльність, що нерозривно пов'язано з мотивацією акціонування і виконанням зобов'язань перед акціонерами. Тому реалізація дивідендних намірів підприємствами вказаної групи не можлива без застосування програм стабілізації, основа яких – проведення емісії акцій, можливо, під конкретного інвестора. У такому випадку певного

сенсу набуває процедура проведення емісії, надходження від якої опосередковують вільний рух грошових коштів, що у свою чергу визначає можливості отримання доходів акціонерними товариствами. Для даних підприємств може бути використана процедура емісії акцій, запропонована вище. Проте, програма стабілізації даної групи підприємств, окрім цього, має включати і інші позиції, до числа яких, вважаємо, слід віднести запропоновані на рис. 3.8.

Необхідність застосування програм стабілізації, що ґрунтуються на проведенні емісії акцій передбачає залучення власника, здатного здійснювати ефективне управління і, в то же й час, знаходити додаткові джерела інвестиційних ресурсів. Тому виникає проблема пов'язана з зацікавленістю інвесторів. Практично кожен інвестор згоден вкласти кошти у підприємство, якщо він впевнений, що у майбутньому отримає дохід від них. Ця особливість визначає фінансову сторону інвестиційної діяльності, тому зацікавити інвестора можна лише впевнивши його у прибутковості вкладених коштів, хоча б на основі прогнозного розрахунку майбутніх прибутків, що може бути здійснено шляхом характеристики інвестиційної привабливості акціонерного товариства.

Серед запропонованих заходів дивідендна політика забезпечує реалізацію економічних стимулів акціонування щодо участі у прибутках акціонерного товариства. Враховуючи те, що дана група акціонерних товариств перебуває на стадії становлення, їх дивідендна політика може виражатися лише через компромісну модель за умови позитивної емісії акцій.

Реалізація вказаних підходів в цілому залежить від застосування ефективного менеджменту, що визначає напрями діяльності акціонерного товариства і забезпечує реалізацію фінансової мотивації акціонування. Дивідендна політика у цій системі обумовлює економічне стимулювання акціонування. В той же час впливає на загальний фінансовий стан акціонерного товариства, можливості росту показників і стабілізацію.

Очевидно, що дивідендна політика частково визначає рівень прибутковості акціонерного товариства, впливає на перерозподіл фінансових ресурсів, здійснення фінансових відносин акціонерним товариством.

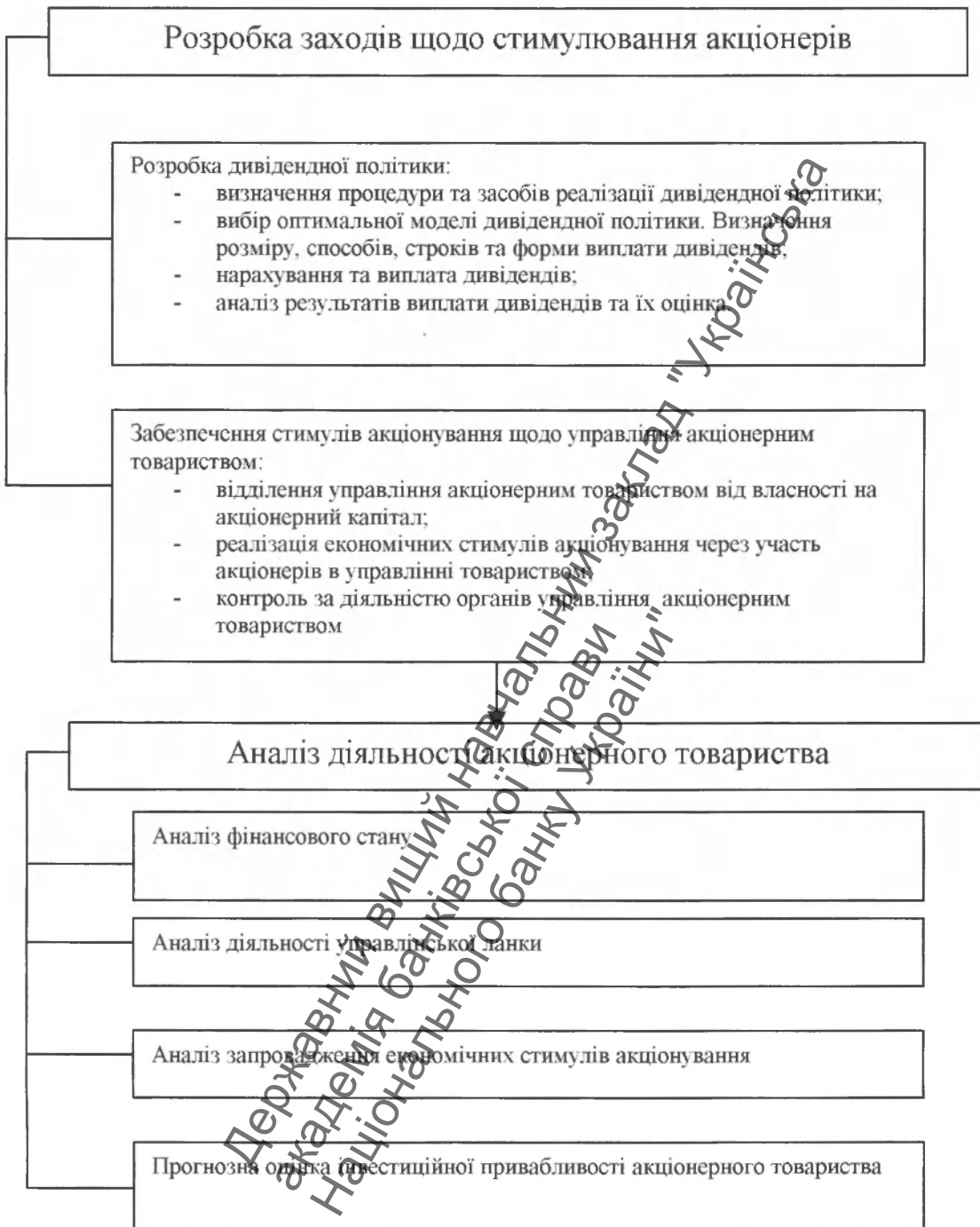


Рис. 3.8. Заходи, що враховуються при розробці програм стабілізації фінансово відсталих акціонерних товариств

З рештою, результат реалізації дивідендної політики акціонерним товариством впливає на залучення інвестицій, формування капіталів і, в

кінцевому результати, на можливості підприємства прибутково працювати.

Слід зауважити, що приведені розрахунки, запропоновані форми і методи залучення капіталу, найбільш характерні для початкового етапу формування акціонерних товариств, на якому сьогодні знаходиться більшість з них в Україні. В майбутньому, поряд з дивідендною політикою, все більшу вагу розпочне набувати фінансова мотивація придбання акцій на основі одержання прибутку за рахунок зростання ринкової вартості цінних паперів, як це спостерігається в усіх державах із усталеною ринковою економікою. В цьому випадку одну з вирішальних ролей відіграє і управлінський фактор, від чого залежить в кінцевому результаті імідж конкретного підприємства, його фінансовий стан, що головне у формуванні ціни акцій на фондовому ринку.

3.2. Запровадження системи економічних стимулів при акціонуванні

Акція, як цінний папір, надає її власнику певні можливості щодо участі в управлінні акціонерним товариством і отриманні частини його доходів від господарської діяльності. В той же час – це специфічна форма фінансових ресурсів, що виступає в якості інструмента ринку капіталів. У такому розумінні акція забезпечує отримання доходів її власником та реалізацію стимулюючих аспектів акціонування, відображає ринкову оцінку підприємства та характеризує його господарську діяльність.

Система стимулюючих важелів акціонування може бути представлена у вигляді окремих складових, що визначають напрями захисту прав акціонерів. Перша відбиває економічні стимули щодо можливостей акціонерів управляти діяльністю товариства через: участь у виборах до органів управління акціонерного товариства і їх діяльності; отримання інформації про фінансово-господарський стан товариства; внесення пропозицій на загальні збори та участь в них. Друга представлена економічними стимулами щодо використання акцій та отримання доходів

за ними, тобто: вільне розпорядження акціями в операціях купівлі-продажу, першочерговість у придбанні акцій нових випусків, отриманні частки майна при ліквідації акціонерного товариства, отримання доходів через сплачені дивіденди.

Система економічних стимулів в процесі практичного втілення становить механізм захисту прав акціонерів. Економічні стимули при акціонуванні забезпечують реалізацію фінансових мотивів придбання цінних паперів акціонером і в то й же час становлять складову загальної мотивації створення акціонерних товариств. Проте цей напрям діяльності акціонерного сектору потребує змін, що викликано недосконалістю усталеної ситуації. Мотиваційний спектр не зводиться лише до отримання прибутку у вигляді дивіденду, тому є необхідність гармонізації усіх з перерахованих компонентів. Безсумнівно, захисту акціонерних прав слід надавати більше уваги, а механізми його реалізації потребують термінового удосконалення.

Основні помилки, що гальмують запровадження системи економічних стимулів акціонування і потребують першочергового вирішення або більш повної конкретизації, у тому числі і на законодавчому рівні, можуть бути вирішені шляхом реалізації основних напрямів захисту прав акціонерів через пропозиції, відображені на рис. 3.9.

Розглянемо більш детально пропозиції щодо вирішення проблеми запровадження економічних стимулів акціонування на основі вдосконалення основних напрямів захисту прав акціонерів.

Стимулювання акціонерів через участь в управлінні акціонерним товариством шляхом голосування на загальних зборах знаходиться у прямій залежності від кількості акцій у власності окремого акціонера. Тому природно, що кількісні характеристики акцій забезпечують межі участі в процесах управлінської діяльності акціонерним товариством. В такому випадку, чим більше акцій знаходиться у власності акціонера, тим більша його впливовість і управлінські повноваження. В той же час, це не

виключає можливості участі дрібних акціонерів в управлінні акціонерним товариством. Тому, загальна структура управління передбачає реалізацію прав усіх акціонерів, незалежно від того це дрібні акціонери чи власники контрольного пакету.



Рис. 3.9. Напрями удосконалень в системі запровадження економічних стимулів акціонування

У нашому дослідженні механізми захисту акціонерних прав розглядаються, перш за все, для групи акціонерів, що відносяться до акціонерної меншості і є найбільш незахищеними. Тому, вважаємо, що удосконалення потребують, перш за все, питання виборів у склад органів управління, підготовки до загальних зборів, участі і голосування на них.

Можливість участі у виборах до органів управління та бути обраним на будь-яку посаду передбачена чинним законодавством, але основні непорозуміння виникають внаслідок порушення процедурних

питань, у тому числі і діяльності загальних зборів, на яких, власне, і здійснюється обрання та відкликання членів виконавчого органу, ревізійної комісії, наглядової ради. У такому випадку основною перепорою є відсутність у нормативно-правовій документації акціонерного товариства положень щодо обґрунтованості способів персонального повідомлення власників цінних паперів про проведення загальних зборів. Очевидно, що вирішення вказаної проблеми вбачається у перегляді відповідних змін внутрішньої нормативної бази, що регулює діяльність акціонерного сектору. В напрямку вирішення проблеми, одним з варіантів є закріплення за акціонерним товариством зобов'язання персонального повідомлення акціонерів про проведення загальних зборів за одним з органів управління та визначення меж відповідальності за порушення вказаного положення. Вважаємо, що доцільно закріпити вказане зобов'язання за наглядовою радою акціонерного товариства, як одну з її компетенцій.

Реалізація права акціонерів бути обраним на будь-яку посаду в органи управління акціонерного товариства, пропонувати кандидатів у їх склад гальмується з причини застосування системи звичайного голосування. Володіючи незначною кількістю акцій, навіть сукупно з іншими акціонерами, можливості претендувати на пости в органи управління чи пропонувати своїх кандидатів дрібні акціонери не мають, оскільки голосування за принципом 1 акція - 1 голос виключає це. Тому, погоджуючись з поглядами та пропозиціями спеціалістів, вважаємо за необхідне підтримати запровадження кумулятивної системи голосування, що, доречі, пропонується і в проекті Закону України "Про акціонерні товариства"[88].

На сьогодні чітко виділяється низка причин, що підтверджують необхідність впровадження кумулятивної системи голосування в життя. До основних з них відносяться:

- 1) порушення прав дрібних акціонерів на участь у виборах до органів управління акціонерним товариством

внаслідок концентрації основної частки акцій у окремих акціонерів, що за рахунок застосування системи звичайного голосування створює умови для реалізації власних позицій, нівелюючи права та пропозиції іншої частини акціонерів;

- 2) необхідність створення альтернативного підходу при формуванні органів управління;
- 3) необхідність урівноваження позицій усіх акціонерів у реалізації права на участь у виборах до органів акціонерного товариства та виключення абсолютного контролю акціонерної більшості за процесом обрання керівних органів.

Впровадження кумулятивної системи голосування, на думку автора, найбільш вдалий варіант вирішення існуючої проблеми. З практичної точки зору, визначення мінімальної кількості акцій, необхідних для обрання представника до складу органів управління, наприклад, у правління, при використанні кумулятивної системи голосування доцільно здійснювати за формулою 3.6:

$$N = \frac{k \cdot s}{K + 1} + 1, \quad (3.6)$$

де k - кількість кандидатів, яку акціонер бажає досягти;

s - загальна кількість випущених акцій товариства;

K - загальна кількість кандидатів, що мають бути обрані

Враховуючи, що рекомендований оптимальний склад правління коливається в межах 7-10 чоловік, на запропонованому прикладі розрахунку мінімальної кількості акцій з загальним випущеним фондом в 1000000 штук показано, що для проведення 1 кандидата у склад правління з 7 чоловік необхідно бути володарем 12,5% або 125001 акції. Якщо

загальна кількість кандидатів у склад правління становить 10 одиниць, то ця межа відповідатиме 9%, або 90910 акціям (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

Розрахунок володіння акціями при кумулятивній системі голосування

Кількість кандидатів, яку бажає досягти акціонер	Кількість акцій, необхідна для обрання		Відсоткові межі володіння акціями, що дозволяють обрати	
	7 кандидатів	10 кандидатів	7 кандидатів	10 кандидатів
Один	125001	90910	12,5	9,09
Два	250001	181819	25,0	18,1
Три	375001	272728	37,5	27,2
Чотири	500001	363637	50,0	36,3
П'ять	625001	454546	62,5	45,45
Шість	750001	545455	75,0	54,5
Сім	875001	636364	87,5	63,6
Вісім	-	727273	-	72,7
Дев'ять	-	818182	-	81,8
Десять	-	909091	-	90,9

Таким чином, наявність загальної думки у володарів близько 10% акцій створює реальні можливості для проведення свого представника у склад правління, що абсолютно виключається при застосуванні системи звичайного голосування.

Процентне співвідношення буде змінюватися в залежності від кількості випущених в обіг акцій. Однак, в будь-якому з випадків система кумулятивного голосування більш приваблива, навіть з позицій надання усім акціонерам рівних прав у вирішенні питання виборів у склад органів управління акціонерним товариством. Маючи, наприклад, 70% акцій можна з впевненістю розраховувати на 5-6 кандидатів при загальній кількості членів правління 7 чоловік, та на 7-8 кандидатів при обранні 10 чоловік.

Дана система голосування широко використовується в західній практиці, що підтверджує її життєздатність і демократичність. Однак, у вітчизняній дійсності її впровадження суперечить чинному законодавству, тому це питання потребує удосконалення і більш повної конкретизації перш за все на законодавчому рівні. Певний заділ у цьому напрямку є, що підтверджують положення закладені у проекті Закону України “Про акціонерні товариства”. Однак, ця сторона справи має бути вирішена шляхом практичного застосування.

Очевидно, що порівняно з системою звичайного голосування, кумулятивна система сприяє оптимальному поєднанню інтересів різних груп акціонерів при реалізації економічних стимулів щодо управління акціонерним товариством, тому, вважаємо, запропонований підхід здатен забезпечити захист прав усіх акціонерів.

Аналіз питань щодо підготовки до загальних зборів та прийняття рішень на них свідчить про необхідність доведення їх законодавчого регулювання до вимог сьогодення. В законодавчому порядку передбачено право акціонерів вносити пропозиції на розгляд загальних зборів не пізніше як за 30 днів до їх скликання. Рішення про включення запропонованих пропозицій приймаються виконавчим органом товариства, при цьому пропозиції володарів більш ніж 10% голосів вносяться в обов'язковому порядку. Проте, враховуючи загальну розпорошеність акціонерного капіталу, лише досить численні групи дрібних акціонерів володіють 10% акцій. В більшості випадків крупні пакети акцій концентруються у руках окремих акціонерів, що навмисне вживають деструктивних чи інших дій, з метою формування порядку денного загальних зборів, напрямів їх проведення за власними запропонованими позиціями, без урахування думки інших акціонерів. Тому на сучасному етапі існуючий порядок вирішення питання підготовки до загальних зборів відзначається недосконалістю. Окремі зміни у цьому напрямку представлені у проекті Закону України “Про акціонерні товариства”, де

запропоновано вирішення питання шляхом внесення пропозицій акціонерів, що є власниками 2% простих акцій, з загальною кількістю учасників більше 200 у тридцятиденний термін після закінчення фінансового року у кількості не більше двох питань до порядку денного річних загальних зборів. У випадках, коли кількість власників простих акцій менша 200, право акціонерів запропоновано регулювати статутом. В даному випадку чітко оговорено терміни подання пропозицій, їх кількість, зміст, умови подання і випадки відмови, що, вважаємо, є позитивним моментом. Рішення про включення пропозицій віднесено до компетенції наглядової ради.

Представлене законотворцями бачення шляхів вирішення проблеми підготовчого етапу загальних зборів, на наш погляд, однозначно має позитивний характер. По-перше, передбачено зміст, порядок подання пропозицій і причини відмови розгляду. По-друге, чітко оговорено коло питань, що можуть вирішуватися лише компетентними органами без втручання акціонерів. По-третє, передбачено механізм відмови включення питань до порядку денного. По-четверте, вперше запропоновано порядок регулювання окремих позицій через статут товариства. Однак окремі позиції потребують конкретизації, наприклад, причини відмови включення пропозицій на розгляд загальних зборів, розробка форми їх викладення тощо. Тому у остаточному варіанті викладення пропозицій на загальні збори має деталізуватися через розробку типової форми викладення пропозицій або удосконалення існуючої за рахунок пропозицій, запроєктованих на законодавчому рівні та у нормативних документах акціонерного товариства.

Порушення інформованості акціонерів про фінансово-господарський стан товариства часто супроводжується нанесенням збитків власникам акцій. Необхідність регулювання інформованості про стан товариства очевидна проблема, що частково пояснює і загальний інтерес до діяльності емітента та формування привабливості його цінних паперів.

Подібна інформація є цікавою як для основного інвестора, так і для рядового акціонера, оскільки відбиває не тільки фінансові показники, а й свідчить про прозорість акціонерних прав. Рівень інформаційної забезпеченості на підприємстві в ряді випадків спрацьовує як засіб реклами, інвестиційної привабливості чи навпаки – її відсутності. Несвоєчасність інформаційного забезпечення спричинена порушеннями в механізмах захисту акціонерних прав, свідченням чого є низка прикладів з діяльності підприємств Сумського регіону. Типовим з них, наприклад, є надання неправдоподібної інформації про фінансовий стан ВАТ “Глухівський м’ясокомбінат”, що стало причиною придбання акцій збанкрутілого підприємства через аукціонну мережу. Тобто, акціонери стали власниками того, що реально вже не існувало. Надання недостовірної, несвоєчасної або не в повному обсязі інформації про фінансовий стан підприємства є однією з типових помилок у діяльності акціонерних товариств.

На сучасному етапі інформаційне забезпечення акціонерів щодо питань фінансово-господарської діяльності підприємства здійснюється через офіційні видання у передбаченому законодавством порядку. У тому числі, у випадках проведення емісії акцій, підприємством надається інформація до органів преси Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України та офіційних видань фондової біржі. Крім того, фінансово-господарські показники про діяльність акціонерного товариства публічно оголошуються на загальних зборах та доводяться до персонального ознайомлення акціонерів.

Статтею 10 Закону України “Про господарські товариства”, передбачено право учасників товариства одержувати інформацію про діяльність підприємства. На вимогу учасника товариство зобов’язане надати йому для ознайомлення річні баланси, звіти про діяльність, протоколи зборів. Однак, на практиці частими є випадки відмови акціонерам у такій інформації. До того ж, доведення її у приватному

порядку часто взагалі не відбувається. Сьогодні з впевненістю можна констатувати, що ознайомлення акціонерів з показниками фінансово-господарської діяльності підприємства один раз на рік, особливо для тих підприємств, що не проходять лістинг цінних паперів, замало. В ряді розвинених країн взагалі щоквартальне ознайомлення акціонерів з інформацією про діяльність товариства, з включенням даних про діяльність усіх підрозділів, оцінкою інвестиційних якостей цінних паперів тощо стало нормою. Однак, для української практики це не характерно.

За усталених умов, вважаємо за необхідне змінити порядок реалізації права на отримання інформації про фінансово-господарський стан підприємства: інформація має надаватися регулярно у виданнях офіційного підпорядкування для загального ознайомлення і у приватному порядку усім акціонерам. Окрім ознайомлення акціонерів з результатами фінансово-господарської діяльності акціонерного товариства на чергових загальних зборах акціонерів, опублікування відповідної інформації у офіційних виданнях преси за результатами діяльності по закінченню звітного року, слід передбачити окремий порядок надання акціонерам інформації фінансово-господарського змісту персонально у приватному порядку не рідше 1 разу на рік способом, задекларованим внутрішніми нормативними документами.

На сьогодні необхідно чітко усвідомлювати, що стан інформаційного забезпечення є тим компонентом, що одним з перших впливає на привабливість цінних паперів. Вченими з'ясовано, що позитивна інформація про акціонерне товариство може вплинути на інвестиційну оцінку цінних паперів навіть більше, ніж на це розраховує емітент. І навпаки, відсутність інформації, рівно так, як і її негативний характер можуть спричинити падіння інвестиційних позицій підприємства. Однозначно, що існує необхідність доведення інформації про стан товариства до акціонерів у приватному порядку. Однак, слід передбачити і надання додаткової інформації за вимогою акціонерів. Таку інформацію

доцільно надавати щоквартально, з внесенням відповідних положень у внутрішні нормативні документи відносно порядку регулювання цих питань і механізмів їх запровадження. Вважаємо, що вирішенням, названих проблем може стати розробка відповідного положення. При цьому особливої уваги слід надавати питанням, що стосуються порядку та способів звернення акціонерів за відповідними даними, процедури ознайомлення та виписки інформації. Запропонований порядок, на нашу думку, сприятиме підвищенню інформованості акціонерів про діяльність емітента та надасть можливість прогнозування інвестиційної привабливості цінних паперів

Економічне стимулювання акціонерів через отримання частини доходів акціонерного товариства за рахунок сплачених дивідендів виступає основним чинником, що спонукає акціонерів до участі у акціонерному капіталі. За відсутності розподілу прибутків, з причини негативних фінансових показників діяльності акціонерного товариства, мотиви акціонерів залишаються не реалізовані, а тому, порушується сам принцип і умови функціонування акціонерної системи. Звісно, за таких обставин діяльність акціонерних структур втрачає сенс, як результат цього спостерігається ситуація, коли акціонерні товариства у своїй діяльності не відповідають дійсній місії діяльності, а акціонерна форма, як така, не реалізується. Виходячи з цього, усі переваги акціонерних товариств нивілюються, мотиви акціонування не забезпечуються. Зважаючи на те, що акціонерний сектор вже фактично створений, це буде корисним і для тих підприємств, що тільки проходять процеси акціонування, є необхідність загострення уваги на питаннях реалізації основних мотивів володіння цінними паперами - їх здатності приносити прибутки, адже в кожному з випадків прибуток виступає кінцевим результатом діяльності будь-якої справи і основною засадою для її здійснення.

Ситуація, коли акціонер реалізує свої акції, часто без особистого на це бажання але під дією обставин, за ціною, що набагато нижча від тієї, що

платив за їх придбання, а про дивіденди і взагалі не має мови, на жаль, широко розповсюджена. Хоча бути цього не повинно.

Механізм діяльності акціонерного сектору повинен базуватися на зворотній ситуації: коли з часом ціна акцій зростає і її ринкова межа набагато перевищує номінальну, а виплата дивідендів є стабільною, що гарантує, поряд із забезпеченням права акціонерів на участь у прибутках товариства, реалізацію інших фінансових чинників акціонування. Як результат наявних негативів, про реалізацію інших економічних стимулів акціонування шляхом участі в управлінні компанією через належні акції, вільне розпорядження ними тощо взагалі говорити не доводиться. Тому в цьому напрямку мається широке поле удосконалення, що ставить на перше місце вирішення проблеми розробки дивідендної політики у порядку, запропонованому нами у главі 3.1.

Крім цього, є необхідність внесення змін у статутну базу акціонерного товариства за рахунок положень, що забезпечують участь акціонерів у прибутках. Це передбачає розробку окремого положення, що регулює порядок нарахування та виплати дивідендів, їх форми, встановлення строків та процедури виплати.

Право розпорядження акціями передбачає продаж цінних паперів на умовах, що задовольняють її власника. З практичної точки зору дрібні власники акцій часто опиняються у банальній ситуації, що характеризується двома найтипівішими варіантами:

- власник не може продати акції,
- власник змушений продати акції за нав'язаними йому умовами.

В першому випадку, типова ситуація, коли дрібні акціонери володіють кількома відсотками акціонерного капіталу сукупно, проте досить численні. Тобто, особливої загрози для основного інвестора вони не складають, в то й же час частка належних їм акцій незначна, щоб зацікавити основного власника викупити їх. Ця група акціонерів не впливає на вирішення питань загальними зборами, на формування

загальної стратегії діяльності підприємства, практично позбавлена права на участь в управлінні акціонерним товариством і, в той же час, не може продати належні цінні папери на умовах, що задовольняють їх.

У другому випадку акціонера змушують продавати цінні папери за ціною, часто навіть набагато нижчою номіналу. Такий примусовий продаж являється прямим насадженням волі з боку директорату або директора одноосібно, основного акціонера, часто з загрозою втрати робочого місця тощо. Такі дії носять спекулятивний характер, що часто дозволяє викупити рентабельне і перспективне підприємство за досить незначні суми, застосовуючи занижені ціни викупу акцій.

Як в першому, так і в другому варіантах права акціонерів порушуються від чого можливості вільного розпорядження цінними паперами втрачаються. Напрями вирішення проблеми вбачаються у площині законодавчих змін. Володіння акціями, на вказаних умовах не має сенсу, оскільки не забезпечує ні участі у прибутках, ні в управлінні. За вказаних умов доречно забезпечити викуп належних дрібним акціонерам цінних паперів на взаємовигідних для сторін умовах. З цією метою, пропонуємо закріпити за основним акціонером, що є володарем більш ніж 70% акцій, зобов'язання викупу акцій за вимогою дрібних акціонерів на умовах і за ціною, не нижчою номіналу. Вказане положення доцільно передбачити як у статутних документах, так і через законодавче регулювання. В протилежному випадку, акціонер, який часто без власної волі був вимушений включитися у приватизацію і став співвласником акціонерного товариства, отримавши на свою частку акції, втрачає можливість вільного розпорядження ними. У проаналізованих випадках просліджується тенденція порушення права вільного розпорядження акціями. В будь-якому з варіантів акціонер не може використовувати *належні акції за призначенням, тому що управляти підприємством за їх допомогою неможливо з причини їх мізерності у загальному фонді випущених акцій; отримати прибуток від них можна тільки через*

нараховані дивіденди, але володіння незначною кількістю акцій не приносить великих дивідендів, навіть в умовах стабільного фінансового стану підприємства, а враховуючи ситуацію з виплатою дивідендів на діючих акціонерних товариствах – не надає абсолютно ніяких гарантій отримання доходів. В такому випадку більш сприятливий інший спосіб: вигідний продаж акцій, коли ціна продажу акцій перевищує номінал. Для зазначених обставин запропонований порядок вирішення проблеми, у першому випадку, створює гарантії продажу акцій в разі втрати зацікавленості ними з боку акціонерів; у другому – забезпечує законність володіння акціями а також надає певні можливості отримання доходу.

Переважне право на першочергове придбання цінних паперів нових випусків регламентовано Законом України “Про господарські товариства”. Проте, сам механізм реалізації, вказаного права відпрацьований недостатньо. Тому акціонери, що позбавлені можливості вигідно продати акції, на практиці часто позбавлені і можливості придбати додатково випущені акції. Часто акціонери наділені не рівними правами у придбанні акцій додаткових емісій. Тобто для одних – це переважне право, а для інших – воно не реалізується взагалі. Причин тому кілька:

- 1) підписка на акції в сучасних умовах може тривати лише кілька днів, навіть кілька годин. Тобто, якщо з моменту заявленої підписки знаходиться такий акціонер, який має намір викупити усі акції чи близько того, то інші акціонери залишаються просто позбавлені цього права. В даному випадку не останню роль відіграє і фактор інформованості акціонерів про підписку акцій. Порухення даної процедури з боку посадових осіб акціонерного товариства є передумовою того, що акціонери не можуть реалізувати свої права, закріплені законодавчо. Хоча викупу контрольного пакету акцій, останнім часом, надається більше уваги, дана процедура часто здійснюється поза законом, у протиріччя та збиток правам рядових акціонерів;

- 2) на практиці принцип пропорційного розподілу акцій, відповідно до частки кожного у статутному фонді, не додержується.

Як варіант вирішення даної проблеми, пропонуємо існуючий порядок реалізації переважного права придбання цінних паперів детально врегулювати. При цьому право підписки на акції додаткової емісії має надаватися кожному акціонеру незалежно від кількості акцій у його власності, до того ж пропорційно частці акціонера у статутному фонді. Тобто, якщо зараз, за усталеною практикою, акціонери, що володіють акціями, що не складають і 1% від загальної кількості випущених акцій часто залишаються позбавленими можливості придбання акцій додаткових емісій, в результаті чого процентне співвідношення у загальному обсязі випущених акцій крупних акціонерів зростає, а дрібних навпаки – зменшується, то при пропорційному розподілі акцій кожен зможе претендувати, хай на невелику, але все ж частину акцій, цим самим впливати, хоча б частково, на перерозподіл акцій у акціонерному товаристві.

Якщо внаслідок сертифікатної приватизації Україна отримала розміту структуру акціонерного капіталу, тобто акції початково були розпорошені між значною кількістю акціонерів, то зараз спостерігається цілком протилежна ситуація. В більшості акціонерних товариств сформовані крупні пакети акцій, де 50% і більше відсотками акцій володіє кілька акціонерів. Реалізуючи свої права на придбання акцій нових емісій, дана категорія акціонерів збільшує не тільки кількість належних акцій, а й взагалі владні повноваження по управлінню акціонерним товариством. Як наслідок, відбувається зменшення, тобто розмивання часток акціонерів у капіталі компанії.

В деяких випадках процес скупки акцій, особливо додаткових емісій, носить спекулятивний характер. В таких умовах виникає проблема едобросовісної емісії, вирішення якої, вважаємо, міститься в обмеженні купу крупних часток. Такий спосіб доцільно здійснювати через публічне

повідомлення інвестором про намір викупу певної частки акцій. У окремих випадках у статуті доцільно передбачити умови викупу зовнішніми інвесторами крупних часток, що складають понад 25% обсягу емісії.

Взагалі, процес концентрації пакетів акцій сприяє активізації діяльності акціонерних товариств і є позитивним моментом. Однак, він не повинен іти всупереч з правами дрібних акціонерів, тому основні напрями у вирішенні цього питання містяться у встановленні:

пропорційного підходу придбання акцій додаткових емісій;
обмежень щодо придбання крупних пакетів акцій.

Поряд з вказаними, власник акції надлений правом отримувати частку майна товариства, що залишається після розрахунків з кредиторами.

Якщо товариство ліквідовано за рішенням загальних зборів, наприклад за умови закінчення строку діяльності, чи при досягненні мети, поставленої при створенні, акціонер може розраховувати на відповідну частку майна чи її грошовий еквівалент. Але такі випадки, як правило, рідкісні. За таких обставин підприємства у більшості випадків реорганізуються.

Підставою ліквідації акціонерних товариств частіше за все є банкрутство. Як наслідок, акціонер навіть законним способом не може реалізувати своє право на отримання частки майна. До того ж проблеми оцінки ринкової вартості підприємства залишаються остаточно не вирішеними. Це питання широко дискутується, розроблені різні підходи і моделі вирішення цього питання. Але теоретична сторона справи часто не відповідає практиці, в результаті чого робота експертів-оцінювачів не завжди належним чином вирішує поставлені задачі.

Певне вирішення проблеми передбачено самим механізмом діяльності акціонерного товариства. Наявність інформації про фінансового-господарський стан підприємства створює передумови своєчасного вигідного розміщення, продажу цінних паперів. В результаті

цього акціонер самостійно може прогнозувати свої доходи чи збитки.

У тих випадках, коли основною частиною акцій володіє один чи кілька крупних інвесторів, погіршення фінансового стану передбачається і регулюється. Таким чином, концентрація крупних пакетів акцій і подолання таким чином розпорошеності акціонерного капіталу позитивний момент. Дійсний власник не допустить ситуації, за якої підприємство збанкрутує.

На тих підприємствах, де акціонерний капітал залишається розпорошеним а фінансовий стан не досить задовільним або близьким до банкрутства, як спосіб застереження збитків може застосовуватися особистий контроль акціонерів за діяльністю товариства через фінансову інформацію і, відповідно, своєчасний продаж часток власності акціонерного товариства, оскільки існуючий порядок оцінки ліквідаційної вартості підприємства не дає гарантій повернення вкладених засобів. В таких умовах актуалізуються питання оцінки майнового стану підприємства, розгляд яких, найперше, необхідне на законодавчому рівні.

Враховуючи зазначені недоліки у реалізації механізмів захисту прав акціонерів, автором представлена власна точка зору щодо розв'язання проблеми. У цьому напрямку найактуальнішими моментами є:

- застосування кумулятивної системи голосування при формуванні органів управління акціонерним товариством: правління, наглядової ради;
- вирішення питання повідомлення про проведення загальних зборів шляхом закріплення відповідних положень у статуті;
- закріплення зобов'язання через внутрішню нормативну документацію за органами управління акціонерного товариства ознайомлення акціонерів у персональному порядку з даними фінансово-господарського змісту. Запропонований підхід доповнює існуючий порядок надання інформації акціонерам;
- зміна порядку внесення пропозицій до загальних зборів. Автор

погоджується з запропонованим у законопроекті “Про акціонерні товариства” порядком включення пропозицій до загальних зборів та пропонує удосконалити форму їх викладення;

- перегляд шляхів вирішення питань купівлі-продажу акцій;
- удосконалення порядку виплати дивідендів, що обумовлює діяльність акціонерного товариства у напрямку отримання прибутків і досягнення, тим самим, позитивних фінансових результатів, а також врегулювання механізмів виплати дивідендів, процедурних питань;
- вирішення питання отримання частки майна від ліквідації акціонерного товариства.

3.3. Особливості управління акціонерним товариством в процесі реалізації фінансових механізмів акціонування

Мотиваційний спектр акціонування ґрунтується не лише на отриманні прибутків за рахунок ефективного використання накопичених капіталів, а й передбачає гармонізацію інших компонентів, в тому числі і управлінського характеру. Враховуючи те, що сучасні світові тенденції підтверджують залежність ефективної діяльності підприємства від реальної економічної влади та усталеної системи управління, економічні механізми акціонування доцільно будувати, виходячи з взаємодії процесів господарювання та управління. Тому спрямованість процесу управління акціонерним товариством має визначатися напрямками отримання прибутків з метою забезпечення реалізації фінансової мотивації акціонування. В такому порядку система управління, можливість отримання прибутків і задоволення мотивів акціонерів взаємозалежні. Гобто, прибуткова діяльність створює умови для забезпечення реалізації фінансової мотивації акціонування, а одним з факторів, що впливає на прибутковість виступає саме ефективне управління. Тому характерним є взаємозв'язок: управління \Leftrightarrow прибуток \Leftrightarrow фінансова мотивація

акціонування. Як компонент вказаної взаємодії, управлінський фактор представлений системою дій, результат реалізації яких виражається через: дохідність акцій, зростання їх вартості, економічне стимулювання акціонерів, зрештою, загальний фінансовий ефект від акціонування. Таким чином, ефективність управління виражається у майбутній доходності акціонерного товариства.

Сучасний стан управління акціонерним сектором характеризується відсутністю ефективного власника, невідповідністю діяльності органів управління визначеним функціям, порушеннями в механізмах управління, що гальмує нормальний розвиток акціонування. Тому очевидно, що досягнення успіху економічних перетворень неможливо без радикальних змін у системі управління. Роль управлінського фактору в процесі реалізації задач акціонування дещо змінюється і сконцентровується навколо створення умов для реалізації мотивації акціонування. Серед причин, що пояснюють неефективність управлінських підходів та стримують розвиток процесів акціонування слід виділити наступні:

- 1) недосконалість законодавчої бази, що регулює діяльність акціонерних товариств;
- 2) відсутність чіткого розмежування функцій управління процесом господарської діяльності та функцій власності на акціонерний капітал;
- 3) порушення ролі загальних зборів в здійсненні управління акціонерним товариством, допущення помилок в формуванні інших органів управління;
- 4) невідповідність складу наглядової ради, правління політиці захисту акціонерних прав тощо.

Як результат недосконалості законодавчої бази, чинне законодавство, що регулює діяльність акціонерних структур не забезпечує реалізацію усіх аспектів акціонування, тому розробка законодавства про акціонерні товариства є нагальною і досить актуальною проблемою. В

зв'язку з цим, найпершим кроком на шляху удосконалення акціонерних відносин і становлення системи управління акціонерним сектором є термінове закріплення законодавчої ініціативи в напрямку діяльності акціонерних товариств. Крім того, потребує удосконалення і внутрішня нормативна база, що регулює відносини в акціонерному секторі. Серед основних питань, які регулюють процеси управління акціонерним підприємством, статут акціонерного товариства необхідно змінити у напрямку перегляду функцій і повноважень органів управління, їх обов'язків і відповідальності; процедури проведення загальних зборів і підготовчого етапу до них; захисту прав акціонерної меншості. Адже невраховані моменти нормативної бази впливають на ефективність роботи менеджменту, як головного організаційного ресурсу підприємства, що представлений сукупністю методів управління, які впливають на стан використання можливостей акціонування і визначають фактори отримання прибутків.

В діяльності українських акціонерних товариств присутні елементи, що викривають недосконалість управлінських підходів і, найголовніше, майже цілковиту відсутність ефективної управлінської ланки, в результаті чого потенціал акціонерного об'єднання в більшості випадків недовикористовується. Ефективний власник у створеному українському акціонерному секторі отожднюється з фактичним володарем контрольного пакету акцій. Проте такі міркування не цілком вірні. Дійсно, ефективний власник володіє основною часткою акціонерного капіталу, але поряд з цим забезпечує управління, спрямоване на розвиток підприємства, задоволення потреб акціонерів, інвестиційних потреб підприємства, стимулювання праці, зрештою, одержання прибутку. Тому становлення ефективних акціонерних відносин цілком залежить від управлінської політики. В зв'язку з цим, вважаємо, що слід враховувати особливості управління, реалізація фінансових механізмів акціонування без яких порушується.

Ключовими елементами системи управління акціонерного товариства виступають загальні збори, правління, на чолі з його головою, спостережна рада. Основна мета їх діяльності – забезпечення ефективного управління в напрямку отримання прибутків та реалізації системи стимулів акціонування. В той же час, класифікація осіб, прямо чи опосередковано зацікавлених в діяльності акціонерного товариства, має бути представлена наступним чином:

- 1) акціонери – власники акцій, ті особи, що інвестують кошти в створення і розвиток товариства,
- 2) найманий персонал;
- 3) сторонні організації та особи, що прямо чи опосередковано впливають на діяльність акціонерних товариств. До цієї категорії відносяться представники банків, фінансові посередники, основні покупці, постачальники, тобто ті, що приймають участь у фінансових відносинах з підприємством, часто займають пости зовнішніх представників у органах управління, здебільшого представляють інтереси акціонерів у наглядовій раді.

Власне акціонерів можна розділити на кілька категорій:

- крупні акціонери – здебільшого основні інвестори та вкладники коштів, володарі контрольного пакету акцій чи вагової частки акцій, які часто виступають членами правління, директорату;
- дрібні акціонери, що формуються переважним чином з робітників акціонерного товариства або ж поодиноких вкладників ;

Категорію найманого персоналу можна розділити на дві групи:

- робітники, залучені для здійснення виробничого процесу,
- найманий управлінський апарат, як це показано на рис. 3.10

На відміну від акціонерів, що одночасно перебувають у трудових відносинах з акціонерним товариством, представники апарату управління, які початково не вкладають фінансових ресурсів в акціонерне товариство, прибутків за рахунок інвестованих коштів не отримують. Проте,

перебуваючи у трудових відносинах з підприємством, отримують заробітну плату. Об'єктивно ця категорія є однією з найбільш зацікавлених в успіху діяльності акціонерного товариства, що прямо визначає фінансовий результат від їх участі в процесі здійснення функцій по лінії управління акціонерним товариством.



Рис. 3.10. Класифікація осіб, зацікавлених в діяльності акціонерного товариства

Поряд з управлінським апаратом категорія найманого персоналу представлена і найманими робітниками. В зв'язку з подоланням розпороченості акціонерного капіталу та процесами формування крупних акціонерів, спостерігається тенденція збільшення кількості найманих робітників за рахунок колишніх акціонерів товариства. Тобто акціонери, продаючи належні їм частки у капіталі підприємства на користь крупних акціонерів чи інших зацікавлених осіб, в то й же час втрачають право власності часткою капіталу компанії і свій юридичний статус акціонера, проте залишаються з підприємством у трудових відносинах. Наслідком

перебуваючи у трудових відносинах з підприємством, отримують заробітну плату. Об'єктивно ця категорія є однією з найбільш зацікавлених в успіху діяльності акціонерного товариства, що прямо визначає фінансовий результат від їх участі в процесі здійснення функцій по лінії управління акціонерним товариством.



Рис. 3.10. Класифікація осіб, зацікавлених в діяльності акціонерного товариства

Поряд з управлінським апаратом категорія найманого персоналу представлена і найманими робітниками. В зв'язку з подоланням розпорошеності акціонерного капіталу та процесами формування крупних акціонерів, спостерігається тенденція збільшення кількості найманих робітників за рахунок колишніх акціонерів товариства. Тобто акціонери, продаючи належні їм частки у капіталі підприємства на користь крупних акціонерів чи інших зацікавлених осіб, в той же час втрачають право власності часткою капіталу компанії і свій юридичний статус акціонера, проте залишаються з підприємством у трудових відносинах. Наслідком

таких процесів є формування основного кола власників на акціонерний капітал, що й визначають основні управлінські позиції діяльності товариства.

Структура управління акціонерним товариством побудована таким чином, що вищим органом управління вважаються загальні збори акціонерів, керівництво поточною діяльністю здійснюється правлінням, яке вважається виконавчо-розпорядчим органом акціонерного товариства. Найголовніші питання діяльності акціонерного товариства віднесені до компетенції загальних зборів, а питання управління поточною діяльністю – до компетенції правління. В дійсності, для більшості акціонерних товариств характерною є наступна ситуація: Голова правління, переважно колишній директор підприємства, володіє одноосібно, або сукупно з іншими членами директорату контрольним пакетом акцій, або ж тією їх частиною, що дозволяє корегувати рішення загальних зборів у свій бік. За таких обставин, управління акціонерним товариством здійснюється в інтересах окремої групи людей, що сприяє ототожненню власності і управління. Управління товариством по лінії власника об'єднаного капіталу та по лінії управління об'єктом господарювання, здійснюється в особистих інтересах основних акціонерів, що, вважаємо, є однією з найсуттєвіших помилок акціонування. Такий підхід нівелює управлінські потенції в діяльності акціонерного сектору, не забезпечуючи відокремлення власності від управління, як однієї з найголовніших переваг акціонерної форми організації бізнесу. Усталена ситуація є наслідком побудови акціонерної моделі в Україні і є типовою для переважної більшості акціонерних товариств. Враховуючи те, що акціонерна модель сформована не скільки природним, еволюційним шляхом, скільки стихійно, під впливом приватизаційної ініціативи, на багатьох українських підприємствах початково склалася ситуація, коли основна частина акціонерів сформувалася за рахунок працівників підприємства. Під впливом переважання інсайдерів, сформувалася вища управлінська і в то й

же час акціонерна ланка за рахунок колишнього директорату, представників адміністрації. Однак, лінія поведінки вказаної групи акціонерів не завжди дозволяє забезпечити ефективну роботу підприємства в умовах нової утвореної структури. Як результат, спостерігаються втручання в процеси акціонерної діяльності з боку внутрішнього складу виконавчих структур, основних акціонерів, наслідком чого є штучне заниження прибутків, обмеження доступу до них дрібних акціонерів, різного роду маніпуляції, у тому числі пов'язані з розподілом прибутків. Така поведінка негативно впливає на ефективність управлінської діяльності.

З метою вирішення зазначених проблем, пропонуємо розділити управління акціонерним товариством на дві гілки: на управління акціонерним товариством як сукупним власником об'єданого майна, вартість якого поділена на визначену кількість акцій; та на управління ним як суб'єктом господарювання, діяльність якого базується на об'єднаних в акціонерний статутний капітал господарських засобах власників акцій. Така необхідність породжена виявленими недоліками усталеної управлінської діяльності і тим, наскільки структура управління забезпечує прибуткову діяльність підприємства і відповідає вимогам щодо раціональної структури управління. З цієї причини, управління акціонерним товариством, як об'єднанням співвласників, доцільно здійснювати в такому порядку: загальні збори – правління – голова правління. А управління акціонерним товариством як суб'єктом господарювання здійснювати найнятим на контрактних засадах управлінським апаратом, тобто по лінії: акціонери – правління – управлінський апарат. У такому випадку, управлінські компетенції товариства в першому розумінні обмежуватимуться впливом на стратегію використання об'єданого капіталу, розподіл прибутків, реалізацію інтересів акціонерів, контроль за використанням об'єданого капіталу найнятим управлінським апаратом. Управлінські ж компетенції найнятого

апарату управління полягатимуть в оперативному розпорядництві використання дорученого їм для господарського ужитку об'єданого капіталу шляхом залучення необхідних трудових ресурсів з метою отримання обіцяного акціонерам прибутку. Наведені умови роблять управлінський апарат підконтрольним і підзвітним акціонерному товариству як об'єднанню співвласників, що формує засади ефективного управління і ефективної власності [18, с.73].

Аналіз наявного світового досвіду дає змогу стверджувати, що саме за таким принципом і здійснюється управління у акціонерному секторі розвинених західних країн з застосуванням дволанкової та триланкової структури управління, що ще раз підтверджує переваги і ефективність запропонованих удосконалень.

Запропоновані розмежування управління характеризуються рядом позитивних моментів:

- 1) можливість розподілу повноважень між власниками-акціонерами і найнятим персоналом в особі апарату управління дозволяє не допускати концентрації влади в одних руках, розмежовує функції стратегічного та оперативного управління, контролю;
- 2) управління акціонерним товариством як суб'єктом господарювання здійснюється окремою ланкою – апаратом управління, функції і повноваження якого чітко обумовлені;
- 3) створюються засади заміщення управлінських постів за рахунок компетентних управлінців.

В зв'язку з цим особливого значення набуває діяльність апарату управління, що виділяється як окремий сегмент, враховуючи його роль та значення в управлінні. Це, в свою чергу, дозволяє прослідити взаємозв'язок у відносинах між акціонерами, управлінням, як виконавчим органом, і, власне, найманим управлінським апаратом.

Для визначення місця апарату управління у системі органів управління акціонерним товариством проаналізуємо діяльність органів

акціонерного товариства, передбачених корпоративним устроєм.

Загальні збори виступають вищим органом управління акціонерного товариства. Через їх діяльність реалізують свої повноваження акціонери. Проте, це більше орган стратегічного управління, що вирішує вузьке коло питань і функціонує через систему засідань, як правило один-два рази на рік. Тому до компетенції загальних зборів віднесені найголовніші питання діяльності акціонерного товариства, їх коло досить вузьке і обмежене. Реалізувати свої права в загальних зборах рядові акціонери можуть лише голосуючи акціями, але їх розмір часто нівелює це право вцент. До того ж, непорозуміння, спричинені порушеннями процедури проведення загальних зборів, вказують на їх формальний характер, що підтверджує практика функціонування акціонерного сектору. Часто акціонери залишаються непроінформованими про місце та час проведення загальних зборів, їх порядок денний, в результаті чого автоматично позбавляються права на участь в них. Реалізувати власні управлінські повноваження через діяльність загальних зборів спроможні, по-суті, лише ті акціонери, що є основними власниками підприємства. Практичний досвід підтверджує, що володарі крупного пакету акцій виступають ініціаторами рішень загальних зборів і спроможні, в разі необхідності, блокувати їх, тому їх погляди стають переважаючими при визначенні загальної стратегії діяльності підприємства.

Проте, політика основного акціонерного складу не завжди прийнятна і однозначна з поглядами інших акціонерів. Найнятий апарат управління, в цьому випадку, призваний створити умови для урівноваження ситуації, тому його ініціатива обумовлює компетентне вирішення проблем.

Рада акціонерного товариства – як орган, що контролює діяльність управління, виступає складовим компонентом структури управління акціонерним товариством. Це орган, діяльність якого базується на засадах

незалежності з метою раціонального контролю виконання функцій поточного управління. На сучасному етапі роль наглядової ради дещо недооцінюється, що, вважаємо, є помилкою, яка порушує цілісність системи управління. Тому пропонуємо, розглядати раду як орган управління акціонерним товариством, що поєднує виконання управлінських, контрольних та наглядових функцій. Виконання останніх передбачає введення у наглядову раду незалежних членів. Тому, пропонуємо, змінити порядок формування ради акціонерного товариства за рахунок введення в її склад поряд з акціонерами і незалежних представників. За результатами проведеного нами дослідження з'ясовано, що найбільший ефект таке поєднання дасть у разі 50% представництва акціонерів, 20-25% представництва за рахунок найманого персоналу, решти – за рахунок представників банків, фінансових посередників, основних покупців-постачальників, представників органів влади тощо. При такому співвідношенні близько половини складу наглядової ради посядуть незалежні члени, що дозволить здійснювати ефективне управління на незалежних позиціях. Запропонований склад наглядової ради, вважаємо, сприятиме оптимальній реалізації закріплених функцій, у тому числі за рахунок вирішення питань захисту інтересів акціонерів, найманих робітників, як частини трудового колективу. Взагалі, введення в наглядову раду представників найманого персоналу є одним з варіантів захисту їх інтересів. Але поряд з цим, може застосовуватися й інший спосіб – представництво інтересів трудового колективу через профспілкову організацію.

Практична сторона вирішення означеної проблеми за рахунок введення в склад наглядової ради представників найманого персоналу - один із можливих варіантів, але, безперечно, виникає необхідність його нормативно-правової регламентації. Представлені у законопроекті “Про акціонерні товариства” підходи щодо вирішення цього питання схиляються до формування наглядової ради за рахунок фізичних осіб, які

не є акціонерами. Дане положення є принципово новим відносно чинного законодавства, а саме Закону України “Про господарські товариства” стаття 46 якого наголошує на створенні спостережної ради з числа акціонерів [89]. Аналіз різних підходів до вирішенні цього питання дає основу погодитися із запропонованим положенням лише у тій частині, що до складу наглядової ради можуть входити фізичні особи, які не є акціонерами. Проте визначення складу наглядової ради виключно зовнішніми представниками, вважаємо, безпідставне. (Розбіжності у термінах “наглядова рада” та “спостережна рада” пояснюються різним підходом їх пояснення діючим та запроєктованим законодавством. Враховуючи той факт, що вказаний орган, поміж іншого, здійснює функцію контролю, термін “наглядова рада” більш доречний). Тому, запропонований нами склад наглядової ради за рахунок представників персоналу підприємства, сторонніх осіб, представників акціонерного складу, вважаємо, є більш доцільним, що дозволить гармонійно поєднувати інтереси власників, управлінців, працюючих і навіть різних груп акціонерів. Виключення зі складу наглядової ради акціонерів породжує дискредитацію їх прав. Тобто, при вирішенні питань, віднесених до компетенції наглядової ради, пропозиції акціонерів не враховуватимуться в достатній мірі, що суперечить акціонерним правам. До того ж, наглядова рада покликана захищати інтереси, перш за все, акціонерів. Очевидно, що із стабілізацією акціонерних відносин наглядова рада займає певне обумовлене місце у системі органів управління. Тому потребує перегляду склад функцій і компетенцій вказаного органу управління. Підвищення ролі наглядової ради передбачає і внесення відповідних змін до законодавчих актів, внутрішньої нормативної документації.

Розподіл управління акціонерним товариством на два напрямки: по лінії суб’єкту господарювання та по лінії власника об’єданого майна забезпечує виділення окремої ланки при правлінні – апарату управління,

діяльність якого виражається через реалізацію функції по лінії управління акціонерним товариством як суб'єктом господарювання. Ця ланка є самостійною і здійснює повсякденне оперативне керівництво справами компанії. Хоча управлінський апарат і підзвітний, підконтрольний акціонерному товариству, втручання в його діяльність виключається. Повноваження по рекомендованому підбору управлінського апарату, вважаємо, мають закріпитися за правлінням, як одна з його функцій. Такий вибір доцільний і пояснюється тим, що склад правління формується за рахунок крупних акціонерів, які намагаються захистити інтереси володарів акцій, а в цьому, власне, і криється головна спрямованість роботи правління – захист інтересів акціонерів, хоча перш за все - найбільш впливових, тому доцільність добору вищого менеджменту, ініційована правлінням, цілком закономірна. Інтереси менеджерів та власників співпадають лише у тій частині, що забезпечує одержання прибутків, а направленість управлінської діяльності апарату управління з боку акціонерної більшості неможлива без застосування адміністративних методів впливу. В той же час, пряме втручання, насадження волі, вплив на апарат управління правління здійснювати не в силі. Тобто, виконання управлінських повноважень апаратом управління передбачає гармонійне поєднання управління в інтересах усіх акціонерів та обмежене втручанням основних акціонерів. Це створює засади альтернативного управління, в якому максимально вдало поєднуються і співставляються інтереси різних груп акціонерів.

Вказане дає основу для визначення кола інтересів апарату управління. Як закономірність, діяльність апарату управління здійснюється через виконання управлінських функцій на належному, достатньо кваліфікованому рівні, що забезпечується відповідним рівнем оплати праці. У такому випадку основна зацікавленість апарату управління криється у отриманні особистих доходів шляхом забезпечення відповідно високих доходів акціонерного товариства, зростання на їх основі ринкової

вартості акцій. Тому апарат управління відіграє обумовлену роль у виході підприємства на новий рівень прибутковості, від якого, власне, залежить заробітна платня управлінської ланки. В той же час, цей фактор встановлює області збігання інтересів власників і управлінців. Таким чином, інтереси апарату управління містяться у межах діяльності акціонерного товариства, забезпечені відповідним рівнем прибутку.

Апарат управління доцільно формувати зі складу компетентного найнятого персоналу, уникаючи тим самим особистої зацікавленості впливових акціонерів.

Першочергового значення в підборі складу апарату управління набуває наявність відповідних управлінських компетенцій, навичок, знань, адже повноваження управлінського апарату в особі, наприклад, головного управляючого, досить широкі. Тому цей момент має визначати один з напрямів удосконалення управління, стратегію і політику товариства в напрямках отримання прибутків. В той же час, широко поширеним є варіант, коли голова правління є головний управляючий представлений однією особою. В такому випадку голова правління суттєво впливає на рішення стосовно підбору членів апарату управління і взагалі на всі рішення щодо управління акціонерним товариством. По суті, управляючий компанії, що стоїть на чолі апарату управління, займає ключове положення в керівництві товариством, він – голова підприємства, спектр повноважень якого обмежується лише загальними зборами. Суміщення посад голови правління та виконавчого директора (головного управляючого) розширяє владні повноваження, тому його компетентність, наявність управлінського досвіду – найголовніша умова підбору претендентів на цю посаду.

Ефективність управлінської діяльності цілком залежить від компетентності апарату управління. Адже відповідальність за результати фінансової діяльності компанії несе саме апарат управління, що звітує перед правлінням, що ще раз підтверджує: ділові якості менеджменту – основна передумова успішної діяльності.

правління знаходиться на проміжних позиціях в стосунках між акціонерами і управлінським апаратом по лінії управління акціонерним товариством як суб'єктом господарювання; поряд з вирішенням питань поточного управління акціонерним товариством воно забезпечує виконання рішень наглядової ради.

Проте, ефективність роботи правління переважним чином залежить від того, хто входить до його складу. Як правило, що підтверджено практикою, правління формується за рахунок основних акціонерів. Адже, за законодавством представництво в органах управління акціонерним товариством забезпечується ініціативою не менше 10% голосів. З метою забезпечення участі у формуванні складу правління дрібних акціонерів, пропонуємо передбачити чинним законодавством з внесенням відповідних змін, наступний порядок реалізації повноважень дрібних акціонерів: незалежно від кількості наявних акцій, акціонерам, що в сукупності складають 10% акціонерного складу, надати право рекомендувати свого представника до складу органів управління з використанням в обов'язковому порядку кумулятивної системи голосування. Таким чином, якщо бажання акціонерів співпадають, то вони мають реальні шанси мати свого представника у правлінні. Найбільший ефект така система дасть у тих підприємствах, де акціонерний капітал розпорошений, а дрібні акціонери складають переважну більшість акціонерного складу.

За таких умов, запровадження кумулятивної системи голосування створює переваги при обранні запропонованих до складу правління кандидатів. Вказані позиції, на думку автора, здатні забезпечити найвигідніші умови для представництва у виконавчому органі, тим самим реалізувати законне право акціонерів приймати участь у виборах та бути обраним на будь-яку посаду до органів товариства.

Проведені нами дослідження діяльності виконавчого органу у акціонерних товариствах, є підставою для визначення основних недоліків його діяльності: правління здебільшого поєднує компетенції власне

правління і управлінського апарату, в результаті чого апарат управління відсутній, при цьому часто функції одноосібного виконавчого органу і головного управляючого, суміщаються однією особою, що, вважаємо, не завжди доцільно. Така модифікація практикується у розвинених країнах і приносить свої позитивні результати, проте доцільність поєднань в одній особі власника і менеджера для умов вітчизняної дійсності, що підтверджується практикою, не завжди доречна. В ситуації, коли власник і менеджер поєднані в одній особі збільшується ймовірність проведення сумнівних операцій, хоча й законного характеру. В українській дійсності нічого крім концентрації влади в руках впливових акціонерів і позбавлення, таким чином, прав іншої частини акціонерів, це не приносить. Стосовно складу правління, то його чисельність має бути не меншою 7 осіб.

Вважаємо, що вказані моменти впливають, навіть більше, визначають характер забезпечення фінансової мотивації акціонування, обумовлюють майбутній рівень прибутковості акціонерного товариства. Адже, поєднання ділової репутації з відповідною реалізацією мотивації до праці дозволяє забезпечити особисті інтереси управлінців, що виступає певним стимулом компетентного управління та створює передумови ефективної діяльності компанії.

Взаємодія у відносинах між апаратом управління, правлінням і акціонерами, являє трикутник корпоративного управління". Проте, у випадках, де управління по лінії суб'єкта господарювання здійснюється правлінням, вказаний взаємозв'язок більше схиляється до реалізації власних інтересів членів правління. В дійсності взаємодія між вказаними сторонами повинна здійснюватися в інтересах акціонерів, що обмежує вплив посадових осіб органів управління. Таким чином, визначені особливості управління акціонерним товариством та їх практичне впровадження, вважаємо, сприятиме створенню діючої акціонерної моделі та розвитку відносин в акціонерних товариствах за рахунок реалізації

мотивації акціонування та забезпечення запровадження фінансових механізмів в процесі діяльності акціонерних структур.

Висновки до розділу 3

На основі запропонованих у розділі нових підходів забезпечення фінансової мотивації акціонування можна зробити наступні висновки:

розвиток акціонерного сектору на сьогодні вимагає активізації відносин на біржовому та позабіржовому ринках з метою розширення обігу акцій, їх додаткового залучення та створення цивілізованих біржових відносин. У напрямку удосконалення акціонерної діяльності доцільно більш широко використовувати інституції фондового ринку, як в процесі перерозподілу акцій, так і їх первинному розміщенні, що досягається за рахунок використання послуг фінансових посередників. Практика розміщення цінних паперів інвестиційно привабливих підприємств через організаторів торгівлі потребує більш широкого впровадження;

з метою формування характеристик інвестиційної привабливості цінних паперів, є сенс розрахунку таких показників як коефіцієнт "ціна-дохід", загальний дохід від купівлі акцій, інвестиційний дохід, коефіцієнт платіжності, дивідендна віддача акцій, що дають уяву про дохідність цінних паперів та основу для оцінки їх інвестиційної привабливості;

проведення додаткових емісій цінних паперів має здійснюватися на основі розробки механізмів додаткової емісії;

в напрямку забезпечення мотивації акціонування, потребує вирішення питання виплати дивідендів, розв'язком чого має стати вибір оптимальної для підприємства стратегії розподілу прибутків в залежності від фінансового стану, стадії розвитку підприємства та розробка дивідендної політики на основі виділення прогностного, факторного, розрахунково-аналітичного рівнів;

економічне стимулювання акціонерів через захист їх прав пов'язано

з застосуванням механізму кумулятивного голосування, впровадженням удосконалень щодо підготовки до загальних зборів та інформованості акціонерів про фінансово-господарську діяльність товариства, врегулюванням питань нарахування та виплати дивідендів, удосконаленням операцій купівлі-продажу цінних паперів та отриманням частки від ліквідації акціонерного товариства, що передбачає внесення змін у чинне законодавство та внутрішні-нормативні документи, розробку відповідних положень щодо діяльності акціонерних товариств;

проблема законодавчого обґрунтування діяльності акціонерного сектору назріла і потребує нагального вирішення повноважними органами влади шляхом прийняття нових законодавчих норм, що відповідають вимогам сьогодення. Це дозволить подолати існуючий розрив між практикою акціонування та реальними тенденціями їх правового забезпечення. В зв'язку з цим необхідно удосконалити і зміст основного внутрішнього документу, що регулює діяльність акціонерного товариства – статуту, внести зміни в чинні положення щодо діяльності акціонерних товариств, у тому числі за рахунок конкретизації аспектів нарахування та розподілу прибутків, інформаційного забезпечення акціонерів, переваг у придбанні цінних паперів нових випусків тощо;

управління акціонерним товариством має розмежовуватися на два напрямки: по лінії управління суб'єктом господарювання та по лінії управління власником об'єднаного капіталу. Стосовно першого, для реалізації управлінських повноважень доцільно формувати апарат управління, що виступає об'єднуючою ланкою у стосунках між акціонерами та правлінням. Управління акціонерним товариством як об'єднанням співвласників доцільно здійснювати в такому порядку: загальні збори – правління – голова правління;

підвищення ролі ради акціонерного товариства пов'язано зі змінами порядку її формування шляхом представництва на 50% - за рахунок акціонерів, 20-25% - за рахунок найманого персоналу, решти – за рахунок

зовнішніх зацікавлених інституцій.

Запропоновані удосконалення, на думку автора, сприятимуть реалізації передумов становлення акціонерних товариств і задоволенню особистих мотивів придбання акцій акціонерами, визначають межі інтересів менеджерів і власників, також складають зміст нового вирішення проблеми використання управлінського фактору для забезпечення фінансової мотивації процесу акціонування.

Державний вищий навчальний заклад "Українська
академія банківської справи
Національного банку України"

ВИСНОВКИ

Результати дослідження, викладені у дисертаційній роботі, дають можливість зробити такі висновки:

акціонування, як особливий спосіб організації фінансових відносин, ґрунтується на акумулюванні у капіталі окремого підприємства часток зацікавлених суб'єктів, як приватних осіб, так і інших суб'єктів господарювання;

розвиток процесів акціонування пов'язаний з вирішенням проблеми пошуку альтернативних джерел фінансування. При акціонуванні ця проблема вирішується шляхом емісії цінних паперів, придбання яких засвідчує участь у капіталі акціонерного товариства, гарантує виконання передбачених зобов'язань та отримання доходів від інвестування коштів;

на сучасному етапі розвитку суспільства акціонерні товариства виступають основною та домінуючою формою підприємництва, що пояснюється їх суттєвими перевагами по відношенню до інших організаційно-правових форм підприємництва та специфічними рисами організації діяльності. Серед них на особливу увагу заслуговують: можливість акумулювання капіталів необхідних розмірів за рахунок емісії цінних паперів, обмежена відповідальність, універсальний характер застосування, відділення власності від управління;

акціонування, завдяки можливості об'єднання різноманітних учасників господарських відносин, забезпечує унікальну форму мобілізації капіталів, створюючи зацікавленість кожного в кінцевих результатах діяльності;

участь в акціонерному капіталі засвідчується через акції, що водночас є джерелом отримання доходів, виступають в якості капіталу та гарантують виконання передбачених зобов'язань по відношенню до акціонерів;

головне призначення акції – закріпити права її власника, виражені певною системою стимулів до акціонування. Стимулюючі важелі, що

виражаються через можливість участі в управлінні, розподілі прибутків, інших позиціях покладені в основу мотивації акціонування;

акція, як основа стимулювання участі у створенні акціонерного товариства за рахунок притаманних особливостей та окремих якостей, відбиває економічні інтереси її власника і є базисом запровадження фінансової мотивації акціонування;

в умовах України склалося так, що переважна більшість акціонерних товариств створені в процесі роздержавлення та приватизації, тобто процеси реформування державної власності та акціонування проходили паралельно. Таке поєднання є закономірним, зважаючи на прядок та характер проведення реформ в Україні, поряд з цим вказана тенденція притаманна і для більшості країн заходу. Однак, серед напрямів організації акціонерних товариств доцільно виділити формування “ініціативних” акціонерних структур та створення відкритих акціонерних товариств на базі корпоратизованих підприємств;

в Україні приватизація стала початком масового акціонування підприємств, на нашу думку є закономірним явищем, зважаючи на можливості акціонерних структур в плані мобілізації фінансових ресурсів;

на сьогодні акціонерний сектор можна вважати практично створеним, проте недоліки приватизації та невраховані моменти реалізації окремих механізмів акціонування, загострені законодавчою неврегульованістю, піднімають проблеми, пов’язані з удосконаленням процесів акціонування та обґрунтуванням і запровадженням їх фінансового базису. Саме цим пояснюється необхідність фінансової мотивації акціонування, практична сторона якої виражається через: врегулювання законодавчих підвалин акціонування, створення умов для інвестування в цінні папери та їх емісії, гарантованість стимулювання та захисту інтересів інвесторів, акціонерів. Проведені реформи висвітлили проблеми правового характеру, з огляду на це є необхідність: врегулювання законодавчого поля шляхом прийняття Закону України “Про акціонерні товариства”, внесення

змін в чинні нормативно-правові акти, розробки відповідних положень, що стосуються окремих сторін акціонерної діяльності;

фінансова мотивація акціонування у нашому дослідженні розглядається з двох позицій: з точки зору створення акціонерних товариств, обумовлена необхідністю залучення коштів, та з точки зору конкретного інвестора, що базується на отриманні доходів від інвестицій, можливості участі в управлінні, отриманні інших стимулів щодо розпорядження цінними паперами. Основна мета акціонування ґрунтується на залученні грошових засобів та їх збільшенні за рахунок отриманих прибутків, розподільна частина яких сприяє частковій реалізації фінансових мотивів конкретних акціонерів;

фінансова мотивація акціонування передбачає отримання фінансового зиску від залучення вільних грошових засобів зацікавлених інвесторів через випущені в обіг цінні папери, поряд з цим обумовлює участь в управлінні акціонерним товариством, його прибутках, надає інші економічні переваги, що стимулюють до акціонування;

фінансово-мотиваційний спектр акціонування передбачає вирішення ряду питань. Серед них найголовніші:

- акумулювання капіталів шляхом обміну цінних паперів на реальні гроші через механізм емісійної діяльності;
- збільшення фінансових ресурсів підприємства в процесі господарської діяльності і створення таким чином основи для стимулювання акціонерів через розподіл прибутків та задоволення інтересів трудового колективу за рахунок оплати праці та соціальних гарантій;
- забезпечення найбільш ефективного господарювання, шляхом оптимізації управління з метою досягнення максимально стабільної прибутковості;

аналіз запровадження фінансової мотивації акціонування дає основу стверджувати, що процес формування акціонерного капіталу

пройшов досить стихійно, внаслідок чого статутний капітал акціонерних товариств, створених в процесі приватизації, оцінено на основі вартості наявних засобів виробництва, без врахування усіх складових, часто шляхом приблизного обрахунку. Дійсний капітал, що є гарантом за зобов'язаннями і опосередковує прибуткову діяльність, вважаємо, оцінено не вірно, в результаті цього переважна більшість акціонерних товариств виявилася не спроможною самостійно покращити економічний стан, тим більше розвинути за рахунок власних коштів. Таким чином, етап становлення акціонерних товариств, пов'язаний з розробкою та запровадженням організаційно-правових механізмів формування капіталів, в українській дійсності остаточно не відпрацьований. Порядок формування фіктивного капіталу, що склався в умовах України, в більшості випадків, не забезпечив надходження реальних грошей на підприємства, оскільки випущені в обіг акції в процесі приватизації обмінювалися не на грошові кошти, а на приватизаційні цінні папери. У випадках грошової приватизації кошти надходили в бюджет держави. Враховуючи недоліки формування акціонерного капіталу, загострені відсутністю практики оцінки майнового стану підприємств, фінансовою незабезпеченістю акцій, ототожненням процесів корпорування та поділу капіталів, врегулювання усталеної ситуації має орієнтуватися на активізацію емісійної діяльності за рахунок проведення повторних емісії, що, в свою чергу, обумовлює розробку адекватних механізмів залучення капіталів;

фінансова мотивація акціонування з позиції пересічного акціонера обґрунтована можливістю отримання доходів у вигляді курсових різниць та за рахунок сплачених на акції дивідендів. Враховуючи передкризовий стан більшості підприємств в момент входження в акціонерний процес, їх можливості в напрямку отримання прибутків виявилися надзвичайно звуженими, тому питання участі акціонерів у розподілі прибутків, особливо нині, суттєво загострене. Не менш гострою є і проблема отримання доходів за рахунок курсових різниць. Її практичне вирішення за

умов недорозвинених фондових відносин, обмеженого котирування цінних паперів, відсутності можливості оцінки ринкової вартості цінних паперів загострюється. Для вирішення проблем необхідна активізація обігу цінних паперів на фондовій біржі та через позабіржовий ринок, формування дивідендної політики, з метою розробки адекватної стратегії розподілу прибутків;

практичний аспект акціонування свідчить про порушення щодо обігу цінних паперів, стану підтвердження права власності та реалізації інших стимулів акціонування. У даному напрямку є широке поле удосконалення, що вимагає вирішення проблем пов'язаних із захистом прав акціонерів;

управлінський фактор в процесі здійснення акціонерної діяльності впливає на формування характеристик акціонерного товариства, у тому числі його конкурентоспроможність, фінансові можливості, залучення капіталів та формування інвестиційної привабливості акцій. Однак, ефективний власник, який не просто здійснює управління у відповідності з виробленою світовою моделлю, а й здатен регулювати фінансові проблеми на сьогодні відсутній;

оцінка фінансової мотивації акціонування на регіональному рівні дозволяє визначити основні тенденції та закономірності проведених реформ та їх практичного застосування:

- зміни у структурі власності, обумовлені економічними реформами в країні, здійснювалися поетапно, водночас з приватизаційним процесом проходило і акціонування. Найбільш інтенсивно реформування охопило сферу торгівлі, громадського харчування, легку, будівельну промисловість,
- переважаючим стало створення закритих акціонерних товариств. Протягом останніх років спостерігається тенденції збільшення кількості акціонерних товариств відкритої форми, що є позитивним моментом акціонування;

- акціонування обумовило кілька варіантів створення акціонерного капіталу. Початково, найбільш поширеним став спосіб, при якому капітал утворювався на базі вкладення коштів працівниками підприємства, що зумовило його надмірну розпорошеність. Випадки формування капіталу за рахунок іноземних інвестицій, хоча і носять позитивний характер, проте не є типовими. Однак, враховуючи обмеженість внутрішніх інвестицій, виникає необхідність їх залучення зовні. Рівень потреб України в іноземному інвестуванні на сьогодні забезпечується лише частково, що пояснюється, у визначальній мірі, нерегульованою законодавчою базою, надмірним податковим тиском, нестабільним економічним станом тощо;
- аналіз фінансового стану акціонерних товариств свідчить, що менш ніж половина з них спроможні працювати прибутково, а кількість підприємств, що розподіляють прибутки між акціонерами взагалі мизерна;
- незадовільним є і стан здійснення емісійної діяльності, частка повторних емісій у загальному обсязі за 2000 рік склала лише 12%;
- моніторинг запровадження стимулів акціонування дає змогу означити найтипівші помилки у цьому відношенні: порушення щодо інформованості про діяльність акціонерного товариства; ненадання свідоцтв на право власності на іменні цінні папери; порушення виплати дивідендів, прав акціонерів при ліквідації товариства, проведенні загальних зборів та їх процедури, отриманні акцій додаткових емісій;

за існуючих обставин, розвиток акціонерних товариств не можливий без активізації обігу акцій, тому у дисертації зроблено висновок про необхідність більш широкого використання послуг торговців цінними паперами, інфраструктури фондового ринку, розширення практики обігу

акцій на фондовій біржі та позабіржовому ринку;

у роботі обґрунтовано необхідність посилення уваги на питаннях формування інвестиційної привабливості цінних паперів, обґрунтуванням чого є запропонований розрахунок залежності ринкової вартості акцій від прибутків акціонерного товариства. З огляду на це запропоновано систему показників для розрахунку дохідності цінних паперів і формування на їх основі характеристик привабливості, що підтверджено розрахунком за обраною сукупністю суб'єктів;

на основі дослідження необхідності удосконалення механізмів емісійної роботи запропоновано схему проведення додаткової емісії акцій шляхом виділення окремих етапів реалізації;

з метою формування оптимальної стратегії розподілу прибутків, запропоновано окремий порядок розробки дивідендної політики, шляхом виділення прогностного, факторного, розрахунково-аналітичного рівнів, а також обґрунтовано позицію підприємств різних стадій розвитку в процесі формування власної моделі дивідендної політики;

для фінансово відсталих підприємств запропоновано ряд заходів стабілізації діяльності, що ґрунтуються на проведенні додаткової емісії;

в напрямку запровадження системи економічних стимулів при акціонуванні внесено ряд пропозицій щодо:

- застосування механізму кумулятивного голосування при формуванні органів управління акціонерним товариством;
- удосконалення процесу прийняття рішень на загальних зборах шляхом врегулювання процедурних питань;
- врегулювання питань інформаційного забезпечення акціонерів через встановлення персонального підходу повідомлення з фінансово-господарською інформацією та надання можливості ознайомлення з вказаною інформацією за вимогою акціонерів щоквартально;
- удосконалення процедури отримання частки майна при

ліквідації товариства, створення умов для особистого контролю акціонера щодо фінансового стану підприємства;

- врегулювання строків, форми та процедури виплати дивідендів;
- встановлення пропорційного підходу у вирішенні проблеми придбання акцій нових випусків;
- врегулювання питань продажу акцій дрібними акціонерами та придбання пакетів акцій;

посилення ролі управлінського фактору в діяльності акціонерних товариств передбачає розподіл управління в напрямку суб'єкту господарювання та напрямку власника об'єднаного майна;

специфіка управління акціонерним товариством вказує на необхідність перегляду функцій та компетенцій органів управління, посилення ролі наглядової ради та розширення їх компетенцій. Водночас, є необхідність зміни порядку формування ради акціонерного товариства. Нами запропоновано власний підхід до вирішення цього питання, що передбачає дольове представництво акціонерів (50%), представників найманого персоналу (20-25%) та зацікавлених у роботі підприємства осіб (25-30%);

в напрямку змін порядку формування правління обгрунтовано необхідність введення у склад правління кандидатів, запропонованих 10% складу дрібних акціонерів, не залежно від того, скільки акцій знаходиться у їх власності.

Таким чином, у дисертації наведене теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової задачі, що полягає у визначенні основних аспектів та закономірностей запровадження фінансової мотивації акціонування.

Основні висновки виконаного дисертаційного дослідження полягають у наступному:

- економічні реформи, викликані необхідністю створення ринкової системи, зумовили розвиток процесів акціонування в Україні. В

умовах зростання кількості акціонерних товариств виникає необхідність удосконалення основних механізмів здійснення акціонерної діяльності, що передбачає концентрацію уваги на питаннях реалізації фінансової мотивації акціонування;

- важливим напрямом забезпечення фінансової мотивації акціонування, у сучасних умовах, є залучення капіталів, що обумовлює необхідність удосконалення процедури здійснення емісії, перш за все додаткової, використання з цією метою інституцій фондового ринку в процесі розміщення акцій;

- в напрямку забезпечення реалізації фінансової мотивації акціонування виникає потреба більш широкого використання послуг професійних учасників фондового ринку, активізації обігу цінних паперів через біржовий та позабіржовий ринок з метою формування розгалуженої системи фондових відносин. У цьому напрямку подальший розвиток акціонування має орієнтуватися на запровадження позаофіційного котирування, та розвиток офіційного котирування щодо підприємств, що відповідають встановленим вимогам;

- система показників, що використовуються в процесі характеристики інвестиційної привабливості цінних паперів конкретного емітента, має бути доповнена розрахунком показників, що свідчать про дохідність акцій. Серед них виділені наступні: загальний дохід від купівлі акцій, інвестиційний дохід за період володіння акціями, коефіцієнт ціна-дохід, коефіцієнт платіжності, дивідендна віддача акцій;

- нагального вирішення потребує проблема формування оптимальної стратегії розподілу прибутків, що передбачає розробку дивідендної політики на основі виділення прогнозного, факторного та розрахунково-аналітичного рівнів за поетапним принципом формування. В процесі визначення умов запровадження окремих моделей дивідендної політики доцільно керуватися розрахунком власних фінансових можливостей та враховувати стадію життєвого циклу компанії; що

віддзеркалюють рівень розвитку підприємства;

- систему стимулюючих до акціонування важелів доцільно розглядати як сукупність складових, що, з одного боку, відбивають можливості акціонерів в управлінні акціонерним товариством через участь у загальних зборах, діяльності інших органів управління, отриманні інформації про фінансово-господарський стан товариства, з іншого – свідчать про доходи за акціями та можливості вільного розпорядження ними;

- сучасний стан запровадження економічних стимулів акціонування гальмується неврегульованістю окремих механізмів та процедурних питань, що обумовлює подальший розвиток та вдосконалення за рахунок: застосування механізму кумулятивного голосування; зміни процедури прийняття рішень на загальних зборах та підготовки до них; розкриття інформації про фінансово-господарську діяльність товариства через персональне доведення її до акціонерів; врегулювання питань продажу акцій дрібними акціонерами; встановлення пропорційного підходу у вирішенні проблеми придбання цінних паперів нових випусків; врегулювання порядку нарахування та виплати дивідендів, їх форми, строків та процедури виплати; удосконалення процедурних аспектів ліквідації акціонерних товариств тощо;

- фінансово-мотиваційний спектр акціонування, поряд з забезпеченням прибуткової діяльності за рахунок ефективного використання накопичених капіталів, передбачає гармонізацію інших компонентів, у тому числі і управлінського характеру. Тому, економічні механізми акціонування доцільно будувати виходячи з взаємодії процесів господарювання та управління;

- з метою забезпечення фінансової мотивації акціонування виникає необхідність запровадження нових підходів в управлінні акціонерним товариством, що передбачає: розподіл управління акціонерним товариством у двох напрямках: на управління підприємством

як сукупним власником об'єднаного майна та на управління акціонерним товариством як суб'єктом господарювання; зміни порядку формування органів управління акціонерним товариством, перегляд їх функцій та компетенцій;

Наведені у роботі матеріали аналізу реалізації фінансової мотивації акціонування а також можливості і напрями їх удосконалення здатні, на думку автора, пришвидшити процеси адаптації акціонерних товариств до ринкових умов і забезпечити їм прибуткове господарювання.

Державний вищий навчальний заклад "Українська
академія банківської справи
Національного банку України"

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Акціонерні товариства. Організація та діяльність // Фонд державного майна України; Українська Інвестиційна Газета. - К.: "Укр. Інвест. Газета", 1997. - 344 с.
2. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг: (с выборочным списком по теме) // Библиография. - 1993. - № 5. - С. 33-45.
3. Ахмедуев А. Разгосударствление и развитие форм собственности // Вопросы экономики. - 1991. - № 4. - С. 48-57.
4. Барановський О. Ринок цінних паперів в Україні: стан, проблеми, перспективи // Вісник НБУ. -1997. -№ 9. - С. 20-24.
5. Барсукова С.Ю. Пути приватизации стран Западной Европы // ЭКО. - 1993. - № 7. - С. 182-186.
6. Батизи А. К итогам венгерской приватизации // Российский экономический журнал. - 1998. - № 1. - С. 65-71.
7. Батизи А. Преобразование отношений собственности в Венгрии // Российский экономический журнал. - 1997. - № 9. - С. 88-90.
8. Батлер У.Э. Основные черты российского открытого акционерного общества и американской корпорации // Государство и право. - 1998. - № 7. - С. 79-86.
9. Беленький П., Медведев С. Формирование механизма хозяйствования крупного предприятия в условиях акционирования собственности // Экономика Украины. - 1993. - № 7. - С. 13-22.
10. Беседин В., Музиченко А. Иностраные инвестиции важнейший источник роста экономики Украины // Финансовая консультация. - 2000.- № 7-8.- С. 19-31.
11. Бойчук Р. Соотношение компетенций органов управления акционерного общества // Бизнесинформ. -1999. - № 5-6. - С. 24-27.
12. Брігхем Є.Ф. Основи фінансового менеджменту: Пер. с англ.- К.: Молодь, 1997.-1000 с.
13. Васильков Н. Италия: приватизация по формуле ИРИ //

Международная экономика и международные отношения. - 1996. - № 9. - С. 109-118.

14. Виноградов В. Приватизация: опыт Франции на фоне глобальных тенденций // Международная экономика и международные отношения. - 1996. - № 10. - С. 24-39.

15. Виноградов В. Приватизация: опыт Франции на фоне глобальных тенденций // Международная экономика и международные отношения. - 1996. - № 11. - С. 29-39.

16. Волик І.М. Фінансові чинники акціонування // Фінанси України. - 2000. - № 9. - С. 32-37.

17. Волик І.М. Короткий екскурс в епоху "приватизації" // Фондовий ринок. - 1999. - № 31. - С. 17-19.

18. Волик І.М. Управління акціонерним товариством: участь акціонерів // Вісник Української академії банківської справи. - 2000. - № 1. - С. 73-74.

19. Волик І.М. Акція як інструмент фінансування підприємства // Науковий вісник Волинського державного університету ім. Лесі Українки. Серія. Економічні науки. -2001. -№ 3. - С. 169-173.

20. Гепперт М. Германский опыт приватизации // Социс. - 1996. - № 11. - С. 74-77.

21. Горелік М. Ще раз про дивіденди // Цінні папери України. - 2000. -№ 20. - С. 3.

22. Горицкая Н. Мифы и реальность приватизационного процесса в Украине // Фондовый рынок -1999. - № 4. - С. 15-17.

23. Гостюк В. Юридичні аспекти обігу цінних паперів // Цінні папери України. -1999. - № 29. - С. 4-5.

24. Гранцев І. Деякі проблеми реорганізації акціонерних товариств// Економіка. Фінанси. Право.- 1999.- № 9.- С. 24-26.

25. Григорьев А. Как разгосударствляют и приватизировать общегосударственную собственность // Экономика Украины. - 1992. - № 2. - С. 33-41.

Международная экономика и международные отношения. - 1996. - № 9. - С. 109-118.

14. Виноградов В. Приватизация: опыт Франции на фоне глобальных тенденций // Международная экономика и международные отношения. - 1996. - № 10. - С. 24-39.

15. Виноградов В. Приватизация: опыт Франции на фоне глобальных тенденций // Международная экономика и международные отношения. - 1996. - № 11. - С. 29-39.

16. Волик І.М. Фінансові чинники акціонування // Фінанси України. - 2000. - № 9. - С. 32-37.

17. Волик І.М. Короткий екскурс в епоху "приватизації" // Фондовий ринок. - 1999. - № 31. - С. 17-19.

18. Волик І.М. Управління акціонерним товариством: участь акціонерів // Вісник Української академії банківської справи. - 2000. - № 1. - С. 73-74.

19. Волик І.М. Акція як інструмент фінансування підприємства // Науковий вісник Волинського державного університету ім. Лесі Українки. Серія. Економічні науки. -2001. -№ 3. - С. 169-173.

20. Гепперт М. Германский опыт приватизации // Социс. - 1996. - № 11. - С. 74-77.

21. Горелік М. Ще раз про дивіденди // Цінні папери України. - 2000. -№ 20. - С. 3.

22. Горицкая Н. Мифы и реальность приватизационного процесса в Украине // Фондовый рынок -1999. - № 4. - С. 15-17.

23. Гостюк В. Юридичні аспекти обігу цінних паперів // Цінні папери України. -1999. - № 29. - С. 4-5.

24. Гранцев І. Деякі проблеми реорганізації акціонерних товариств// Економіка. Фінанси. Право.- 1999.- № 9.- С. 24-26.

25. Григорьев А. Как разгосударствляют и приватизировать общегосударственную собственность // Экономика Украины. - 1992. - № 2. - С. 33-41.

переходной экономике // Вопросы экономики. -1999. - № 8. - С. 64-80.

41. Клепач А., Кузнецов П., Крючкова П. Корпоративное управление в России 1995-1996 г.г. (от предприятия современного типа – к фирме, контролируемой менеджерами) // Вопросы экономики. - 1996. - № 12. - С. 73-88.

42. Клило Е., Чуйко Н. Акционирование предприятий: опыт, проблемы, перспективы // Вопросы экономики. - 1991. - № 10. - С. 35-44.

43. Ключенок Л.В. Методичні підходи до обґрунтування рівня дивідендних виплат // Регіональні перспективи. - 2000. - № 2-3. - С. 243-245.

44. Кобиляков І. Про заходи по виходу України з економічної кризи // Економіка України. - 1994. - № 7. - С. 45-51.

45. Коваль А. Массовая приватизация по-польски // Финансовая Украина. - 1996. - № 1. - С. 24.

46. Коваль А.Ф. Органы управления акционерного общества: регламенты деятельности. - К., 1999. - 64 с.

47. Кожевников В., Гончарова И. Корпорация по-украински: сравнительный анализ параметров создания и деятельности АО и ООО // Финансовая консультация. - 1998. - № 27. - С. 43-44.

48. Колубакин В. Модели корпоративного управления // Финансовая консультация. - 1998. - № 27. - С. 11-12.

49. Костикова Е., Тыщук И. Акционерное общество: выкуп и приобретение собственных акций // Рынок ценных бумаг. - 1998. - № 3. - С. 27-31.

50. Костіна Т.В. Ринок цінних паперів в Україні: ілюзія або реальність // Фондовий ринок. - 1999. - № 40. - С. 6-10.

51. Костромитина М.И. Постприватизационная поддержка предприятия // Фондовый рынок. - 2000. - № 11. - С. 24-25.

52. Кузнецова Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування. - К.: Юрінком Інтер, 1998.

- 526 с.

53. Кумахов Р. Уроки французского опыта (приватизации) // Международная экономика и международные отношения. - 1991. - № 12. - С. 78-90.

54. Курс экономики: Учебник / Под ред. Б.А Райзберга. - М.: ИНФРА-М, 1997. - 720 с.

55. Леонтьева В. Приватизация государственных предприятий в Японии // Международная экономика и международные отношения. - 1995. - № 2. - С. 101-109.

56. Липилина С. История возникновения и развития рынка ценных бумаг // Бизнесинформ. - 1998. - № 2. - С. 57-59.

57. Лисенко О., Уманців Г. Дивіденди по акціях і відсотки по облігаціях: особливості обліку і оподаткування // Економіка. Фінанси. Право. - 1998. - № 2. - С. 48-53.

58. Лысенков Ю. М., Коваль А.Ф., Крисан В.В. Подготовка проведения общего собрания акционеров. - К. 1999. - 64 с.

59. Лиховид О. Без захисту інвестицій немає їх залучення // Цінні папери України. - 1999. - № 5. - С. 5.

60. Логвиненко В., Лазня І. Власність і приватизація // Економіка України. - 1995. - № 1. - С. 33-42.

61. Любченко В., Файер Д. Приватизация в скандинавских странах // Бизнесинформ. - 1997. - № 4. - С. 56-58.

62. Любченко В., Файер Д. Экономическая безопасность Украины и приватизація // Бизнесинформ. - 1997. - № 1. - С. 28-29.

63. Майборода Т. Актуальні питання корпоративного управління // Цінні папери України. - 2001. - № 28. - С.8-10.

64. Максименко Я. Розгосударствление собственности в Украине // Бизнесинформ. - 1998. - № 9. - С. 39-41.

65. Мамічева Л. Акціонерні товариства в Україні: зародження та сучасний стан // Економіка. Фінанси. Право. - 1998. - № 9. - С. 7-9.

66. Манюта О.В., Шипка А.И. И еще раз об акциях // Все о бухгалтерском учете. - 1995. - № 19. - С. 4.
67. Марахов К. Структурні зміни на фондовому ринку України // Банківська справа. -2000. -№ 3. - С. 21-24.
68. Меличенко Е., Тихомиров В. Про акціонерні товариства // Цінні папери України. - 1999. - № 1. -С. 3.
69. Мессенгиссер М. Приватизация и реорганизация предприятий в Восточной Европе // Российский экономический журнал. - 1996. - № 3. - С. 92-97.
70. Мильнер Б. Крупные корпорации – основа подъема и ускоренного развития экономики // Вопросы экономики. -1998. - № 9. - С. 66-76.
71. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в финансовой Академии при Правительстве РФ. - М.: Перспектива, 1995. - 532 с.
72. Morgan E. V., Thomas W.A. The Stock Excyange: Its Histori and Functions. - London: Elecbook ltd. 1969. - p 29-42.
73. Мостецька Т.М., Осецький В.Л. Роль особистості керівника в ефективному управлінні організацією // Регіональні перспективи. - 2000. - № 2-3. - С. 112-114.
74. Мочерный С. Власність і особливості її розвитку в розвинутих країнах світу // Економіка України. - 1994. - № 4. - С. 48-57.
75. Мочерный С. Разгосударствление и приватизация // Экономика Украины. - 1992. - № 2. - С. 23-32.
76. Новодворский В.Д. Об акционерном обществе, его уставном и резервном капитале // Бухгалтерский учет. - 1996. - № 11. - С. 64-70.
77. Опрышко В. Рождение акционерных обществ в Украине // Бизнесинформ. - 1998. - № 3. - С. 33-37.
78. Павловський М. А. Макроекономіка перехідного періоду: український контекст. - К.: Техніка, 1999. - 336 с.
79. Перевалов Ю., Гамади И., Добродей В. Влияет ли приватизация на

- деяльність підприємств? // Вопросы экономики. - 1999. - № 6. - С.76-89.
80. Петруня Ю.Є. Визначення акції // Предпринимательство. Хозяйство. Право. - 1999. - № 4. - С. 16-18.
81. Петруня Ю.Є. Осацький В.А. Взаємовідносини власників і менеджерів в акціонерному товаристві // Економіка АПК. - 1999. - № 4. - С. 19-22.
82. Петруня Ю.Є. Попит і пропозиція акцій: ринкові моделі України // Банківська справа. - 1999. - № 4. - С. 48-50.
83. Погорелов А. Комментарий процесса приватизации // Фондовый рынок. - 1998. - № 24. - С. 36.
84. Положий В.М., Чижов Л.П. Власність: економічний аспект: Альтернативні концепції та методики. - Суми: ВВП "Мрія"-ЛТД, 1994. - 80 с.
85. Поляков А.С., Полякова О.А. Номинальная стоимость акций, капитал предприятия и ожидание дивидендов // Фондовый рынок. - 2000. - № 2. - С. 12-13.
86. Портнов А. Перехід права власності на акції ЗАТ: проблеми та шляхи вирішення // Економіка. Фінанси. Право. - 1999. - № 9. - С. 22-24.
87. Приватизація в Центральній Європі: Доповіді Центр. Європейськ. університету з питань приватизації. - К.: Основи. - 1994. - 301 с.
88. Про акціонерні товариства: Закон України (проект) // Цінні папери України. - 2001. - № 19. - С. 5-24.
89. Про господарські товариства: Закон України від 19 вересня 1991 року // Закони України. Т. 2. - К.: ІЗВРУ, 1993. - С. 189-213.
90. Про корпоратизацію підприємств: Указ Президента від 15 червня 1993 року // Урядовий кур'єр. - 1993. - 17 червня.
91. Про підприємства в Україні: Закон України від 27 березня 1991 року // Закони України. Т. 1. - К.: ІЗВРУ, 1993. - С. 310-331.
92. Про приватизацію майна державних підприємств: Закон України від 4 березня 1992 року // Закони України. Т. 3. - К.: ІЗВРУ, 1996. - С. 97-111.

93. Про приватизацію невеликих державних підприємств (малу приватизацію): Закон України від 6 березня 1992 року // Закони України. Т. 3. - К.: ІЗВРУ, 1996. - С. 119-130.
94. Про приватизаційні папери: Закон України від 6 березня 1992 року // Закони України. Т. 3. -К.: ІЗВОУ, 1996. - С. 132-135.
95. Про цінні папери і фондову біржу: Закон України від 18 червня 1991 року // Закони України. Т. 1. - К.: ІЗВРУ, 1993. - С. 3-17.
96. Радыгин А., Гутник В., Мальненов Г. Постприватизационная структура акционерного капитала и корпоративный контроль: “Контрреволюция управляющих” // Вопросы экономики. -1995. - № 10. - С. 47-69.
97. Райзберг Б. Ценные бумаги: все об акциях // Деловая жизнь. - 1992. - № 3-4. - С. 51-59.
98. Различие между закрытым акционерным обществом и обществом с ограниченной ответственностью // Финансовая консультация. - 1997. - № 31. - С. 25-26.
99. Ревенко В. Приватизация: быль и сказки // Посредник. - 1996. - 21 августа. - С. 27-28.
100. Рибалкін В., Мамічева Л. Акціонерна власність – внутрішня основа формування і функціонування соціального ринкового господарства // Економіка України. - 1998. - № 2. -С. 45-52.
101. Рыбалкин В., Мамичева Л. Механизм и формы реализации акционерной собственности // Экономика Украины. - 1999. - № 4. - С. 67-75.
102. Ринок корпоративних та боргових цінних паперів // Цінні папери України. - 1998. - № 3. - С. 2-3.
103. Ричмедин А., Завялова О. Трансформационный процесс в Украине: вопросы теории и практики // Економіка України. - 1995. - № 2. - С. 95-96.
104. Розанова Е.Ю. Управление инвестиционной привлекательностью акций // Менеджмент в России и за рубежом. - 2000. - № 1. - С. 56-81.

105. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. - М.: ИНФРА-М, 1996. - 304 с.
106. Румянцев С. Додаткова емісія акцій та права акціонерів // Цінні папери України. - 2000. - № 47. - С. 17.
107. Румянцев С. Розвиток корпоративного управління в Україні // Цінні папери України. - 2000. - № 8. - С. 11.
108. Румянцев С. Забезпечення захисту прав акціонерів // Цінні папери України. - 2001. - № 28. - С. 20-21.
109. Сонькин Н.Б., Маявский Л.И. Корпорации в системе социального и экономического управления // ЭКО. - 1999. - № 8. - С. 57-76.
110. Статистичний бюлетень за 1998 рік - Суми: Сумське обласне управління статистики, 1999. - 153 с.
111. Статистичний бюлетень №1 за 1999 рік. - Суми: Сумське обласне управління статистики, 2000. - 179 с.
112. Статистичний бюлетень №2 за 1999 рік. - Суми: Сумське обласне управління статистики, 2000. - 62 с.
113. Стахорская С. Украинское АО: дивидендная политика в период становления // Бизнесинформ. - 1997. - № 21. - С. 56-59.
114. Стеценко Б. Акції у правників: теорія та практика // Цінні папери України. - 2000. - № 46. - С. 71.
115. Стеценко Б. Дивидендна політика акціонерного товариства: українські реалії в контексті світового досвіду // Цінні папери України. 2000. - № 11. - С. 6-7.
116. Стеценко Б. Шляхи підвищення контролю з боку акціонерів в акціонерному товаристві // Цінні папери України. - 2000. - № 35. - С. 10-11.
117. Стеценко Б. Трансформація ЗАТ у ВАТ: українські особливості // Цінні папери України. - 2000. - № 17. - С. 13.
118. Сторчак И. Формирование акционерного капитала предприятий// Бизнесинформ.- 1998.- № 9.- С.53-55.
119. Страхова Л.П. О методологии акционирования // Менеджмент в

России и за рубежом. - 1999. - № 6. - С. 25-37.

120. Страхова Л.П., Бутковская В.Г. Акционирование химических предприятий в современных условиях // Менеджмент в России и за рубежом. - 1999. - № 2. - С. 73-91.

121. Студенцов В.Б. "Приватизация" по-английски: как это делают неоконсерваторы // Социс. - 1993. - № 4. - С. 116-123.

122. Сумщина у цифрах. Статистичний збірник: В 2 ч. - Суми: Обласне управління статистики, 1997. - Ч. 1. - 168 с.

123. Суржик В.Г. Акціонування й управління акціонерним капіталом // Фінанси України. - 1999. - № 1. - С. 82-85.

124. Тарасов В. Акционерные общества работников: императив времени // Российский экономический журнал. - 1998. - № 2. - С. 13-15.

125. Тимчишин В., Ковальчук В. Статут акціонерного товариства як основний внутрішній нормативно-правовий акт // Цінні папери України. - 2000. - № 5. - С. 4-5.

126. Торкановський Е. Структура акціонерного капітала // Економист. - 1999. - № 2. - С. 68-75.

127. Третьяк Е.Д. Акционерные общества России и Украины // Финансы. - 1997. - № 8. - С. 17-19.

128. Трет'як О. До питання про розвиток акціонерних товариств в Україні // Економіка України. - 1998. - № 8. - С. 83-85.

129. Третьяк О. Цінні папери: досвід початку століття і можливості його сучасного використання // Економіка України. - 1996. - № 9. - С. 74-78.

130. Фіщук Н.Ю., Цвігун В.Ф. Ефективність управління корпоративними формами власності // Регіональні перспективи. - 2000. - № 2-3. - С. 219-220.

131. Фурманов В.М. Здійснення корпоративного управління вітчизняними підприємствами // Фондовий ринок. - 1999. - № 29. - С. 11-14.

132. Хилинский Г.А. Учет акций в акционерном обществе // Финансовая консультация. - 1997. - № 16. - С. 21-23.

133. Хубиев К. Становление акционерной формы производства // Экономист. - 1998. - № 11. - С. 55-62.
134. Хучек М. Приватизация польских предприятий // Вопросы экономики. - 1994. - № 3. - С. 73-79.
135. Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. - М.: ЗАО "Олимп-Бизнес", 1999. - 288 с.
136. Чухно А. Сучасна економічна криза: сутність і шляхи виходу // Економіка України. - 1993. - № 3. - С. 23-34.
137. Шабалин А.О. Особенности фондового рынка России в период НЭПа // Финансы. - 1997. - № 3. - С. 58-60.
138. Шапран Н., Шапран В. Управління інвестиційним горизонтом при портфельному інвестуванні // Цінні папери України. - 2000. - № 29. - С. 10.
139. Шевченко С.М. Угорський досвід: приватизація та іноземні інвестиції (за матеріалами стажування спеціалістів ФДМУ в Будапешті) // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. - 1997. - № 4. - С. 63-76.
140. Шеин В.И., Жуплев А.В., Володин А.А. Корпоративный менеджмент: опыт России и США / Государственный университет управления; Национальный фонд подготовки кадров. - М.: ОАО «Типография «Новости», 2000. - 280 с.
141. Шепель П. Акціонерні товариства як результат розвитку продуктивних сил // Економіка України. - 1995. - № 4. - С. 87-89.
142. Шпотов Б. Корпоративное управление в 20 веке: история и перспективы // Проблемы теории и практики управления. - 2000. - № 1. - С. 89-95.
143. Шульга Л.А., Герасименко В.П. Дивиденды: трудно заработать, еще труднее выплатить // Фондовый рынок. - 1999. - № 33. - С. 20-21.
144. Шупыро В. Приватизационный процесс и задачи управления госсобственностью // Российский экономический журнал. - 1997. - № 11-

12. - С. 19-24.

145. Экономическая история зарубежных стран: Курс лекций. - 2-е изд., доп. и пере раб. / Н.И. Полетаева, В.И. Голубович, Л.Ф. Пашкевич и др. / Под ред. проф. В.И. Голубовича. - МН.: НКФ "Экоперспектива", 1998. - 462 с.

146. Ющенко В. Залучення прямих іноземних інвестицій – пріоритетний напрямок у діяльності НБУ // Вісник Національного банку України. - 1999. - № 7. - С. 3-5.

Державний вищий навчальний заклад "Українська
академія банківської справи
Національного банку України"

ДОДАТКИ

Додаток А

Перелік відкритих акціонерних товариств Сумської області, що отримали прибутки та сплатили дивіденди протягом 1998-1999 років

Назва ВАТ, що отримало прибуток	1998 рік		1999 рік	
	Розмір отриманого прибутку, тис. грн.	Розмір сплачених дивідендів, тис. грн.	Розмір отриманого прибутку, тис. грн.	Розмір сплачених дивідендів, тис. грн.
Білопольський район				
Вирівське ХІІІ	95	-	-	-
СПМК-10	9	-	-	-
Ворожбянське ХІІІ	107	-	-	-
Жовтневе РП	182	-	135	-
Ворожбянський завод металоконструкцій	-	-	109	-
Буринський район				
Агрохім	3	-	12	-
СПМК-2	17	0,1	38,2	2
Насінневий завод	5365	-	6179	232
Завод сухого молока	-	-	669,4	-
Великописарівський район				
Киріківське ХІІІ	109	-	-	-
м. Глухів				
Електропанель	140,9	16,8	143,5	37
Хлібокомбінат	157,9	5,5	241,7	59,6
Глухівський район				
Маслосирзавод	408,9	-	1437,9	-
Глухівське ХПП	280	-	179	-
Глухівм'ясо	103	-	-	-
Краснопільський район				
Краснопільське ХПП	421	-	52	-
Краснопільський маслозавод	114,1	-	197	-
Угроїдський цукрокомбінат	-	-	17	-
Кролевецький район				
Маслозавод	0,1	-	169,5	-
Сортнасінеовоч	7	-	-	-
Хлібзавод	89	4	-	-
Ремонтно механічний завод	22	-	50	-
Кролевецький хлібокомбінат	-	-	196	4
м. Конотоп				
СПКТБ	138,3	-	3	-
Молокозавод	40,7	-	368	-
Хлібокомбінат	293,7	8,9	486	-
Конотопм'ясо	2897	327	5176	-
СПМК-4	33,4	13	37	-
Арматурний завод	2518	-	2402	-
Мотордеталь	2585	-	252	-
Фанема	2	-	-	-
Комбінат хлібопродуктів	792	-	-	-
ПМК-10	35,1	11,5	-	-
АТП 15907	65,9	-	8	-

Продовження додатка А

Назва ВАТ, що отримало прибуток	1998 рік		1999 рік	
	Розмір отриманого прибутку, тис. грн.	Розмір сплачених дивідендів, тис. грн.	Розмір отриманого прибутку, тис. грн.	Розмір сплачених дивідендів, тис. грн.
Конотопський район				
Агрохім	272	-	-	-
Агротехсервіс	228	20,3	315,6	-
Конотопський комбінат хлібопродуктів	-	-	891	57
Дубовязівський цукрокомбінат	-	-	444,8	-
Липоводолинський район				
Синівське РТП	58,1	3,4	-	-
Липоводолинський агрохім	-	-	-	-
м. Лебедин				
Фурнітура	384,1	-	-	-
Завод поршневих кілець	2844,2	26,2	982	-
Швейна фабрика	2255	-	321	-
Темп	950,7	-	25,3	-
Хлібзавод	1404,5	-	130,1	-
Завод верстатних вузлів	1694	-	-	-
Лебединський РМС	-	-	25	-
Лебединський район				
Спеціалізована колона № 11	12	-	3	-
М'ясокомбінат	9	-	139	-
Рибоводно-міліоративна станція	21	-	-	-
Плембаза "Михайлівка"	42,9	-	-	-
Лебединське ХІПІ	133	-	224	-
Василівський сирзавод	293,2	-	554	-
Завод продтоварів	1,5	-	-	-
ПМК-17	-	-	14,3	-
Михайлівська МТС	-	-	79,3	-
Недригайлівський район				
Недригайлівський маслозавод	3,1	-	193	-
Коровинський коноплезавод	59	-	-	-
Вільшанське РТП	3,8	-	-	-
Радгосп "Посульський"	86,9	-	-	-
Недригайлівський агротехсервіс	-	-	153	-
м. Охтирка				
Швейна фабрика	409	36	-	-
Хлібокомбінат	364	22,3	256	-
Пивоварний завод	210,7	-	535	15,6
Нафтопромаш	967	-	-	-
Охтирський район				
Охтирський м'ясокомбінат	1279	-	-	-

Продовження додатка А

Назва ВАТ, що отримало прибуток	1998 рік		1999 рік	
	Розмір отриманого прибутку, тис. грн.	Розмір сплачених дивідендів, тис. грн.	Розмір отриманого прибутку, тис. грн.	Розмір сплачених дивідендів, тис. грн.
Путівльський район				
Восход	12	1	12*	4
Путівльський партизан	161	-	34	-
м. Ромни				
Роменський ЗЗНМ	1874	100	5720	123
ПМК -5	85,8	6	71	-
ПМК - 23	160	-	60	-
Поліграфмаш	430	-	239	-
Роменський завод АТС	-	-	240	-
Роменський лібокомбінат	-	-	99	-
Роменський район				
Біловодський КХП	254	-	403	77,3
Сортнасінеовоч	97	-	124	4
Племсервіс "Сула"	8,7	-	52	-
Андріяшівський агротехсервіс	53,2	7,1	7	-
Роменський агротехсервіс	254,6	-	-	-
Сумбудремсервіс	-	-	2	-
Середино-Будський район				
Середино-Будське ХПП	49	-	-	-
м. Суми				
Обласне підприємство автомобільного транспорту	84,1	-	-	-
Суми газ	4111	-	4343	-
Укрхімпроект	-	-	200	-
Горобина	-	-	26	-
Суми платежі	28516	-	94	-
Сумивтормет	347,8	45,6	-	-
Верстатотехмаш	65,8	-	234	7,8
Інвестиційна компанія "Нива"	60,7	-	-	-
Сумибджолпром	29	-	7	-
Суми рибгосп	-	-	1374	-
СПМК-57	127,5	4,5	16	-
МПМК-32	-	-	182	-
Сортнасінеовоч	18	-	-	-
Сумський облагротехсервіс	292	-	-	-
СМНВО ім. Фрунзе	65094	-	-	-
МПМК-35	-	-	577	-
МПМК-23	245	10,8	-	-
М'ясокомбінат	3051,3	135	4281	184
АТП- 15955	31,7	-	-	-
Авто ремонт	61	-	78	-
Селмі	3399	-	5742	-
АТП - 15954	19,1	-	-	-
Суминафтопродукт	2151,5	-	-	-
Сумський молокозавод	650,1	-	1363	-

Продовження додатка А

Назва ВАТ, що отримало прибутку	1998 рік		1999 рік	
	Розмір отриманого прибутку, тис. грн.	Розмір сплачених дивідендів, тис. грн.	Розмір отриманого прибутку, тис. грн.	Розмір сплачених дивідендів, тис. грн.
Аграрнік	312,1	-	348	-
Сумський хлібокомбінат	1045	102	1406	155,3
ПМК-34	4	-	-	-
Інтернафтогазбуд	3294,2	-	-	-
АТП 1802	75,2	-	19	-
Насосенергомаш	10745	-	16552	-
Сумська бурова дільниця	4	-	-	-
Сумська СТО 15997	41,6	-	-	-
Сумсьільмаш	502	30,1	446	-
ТД Сумзернопром	-	-	40	-
Кондитерська фабрика	-	-	124	-
Сумиголовпостач	-	-	909	35,6
САТП-1801	-	-	418	-
Сумський район				
Птахорадгосп "Мирний"	170,3	-	-	-
Сумський завод продговарів	506,1	-	-	-
Сумська експедиція по захисту хлібопродуктів	311,7	-	-	-
Сумсько-Степанівське АПК "Сумський"	106	-	-	-
Хотінське РТП	90	-	-	-
Хотінське РТП	39,6	-	-	-
Тростянецький район				
Тростянецьке ХПП	361	-	477	-
Машзавод	148,3	13,5	181	7,4
Крафт Якобз Сушард Україна	21858,8	-	8723	-
Маслозавод	0,9	-	64	-
Сільбудсервіс	5,9	-	-	-
м. Шостка				
Шостинський міськмолкомбінат	212	-	2496	83,8
Шостинський комбінат хлібопродуктів	56,9	2	555,3	-
Полісся	-	-	48	-
Шостинський район				
Шостинське ХПП	81	-	45	1
Воронізький цукровий завод	-	-	435	-
Ямпільський район				
Свеський насосний завод	561	-	2205	-
Ямпільське ХПП	12	-	-	-

* - прибуток обраховано за трансформованою звітністю

Джерело даних – Сумське територіальне управління комісії з цінних паперів та фондового ринку.