

Розглянуто проблеми залучення інвестиційного капіталу в розвиток корпоративного сектора економіки шляхом випуску акцій, що можуть виникнути у зв'язку з прийняттям Закону України "Про акціонерні товариства". Проаналізовано окремі норми цього Закону з позиції їх потенційного впливу на емісійну та інвестиційну діяльність учасників фондового ринку: емітентів та інвесторів. Обґрунтовано висновок щодо невідповідності низки положень корпоративного та податкового законодавства завданням забезпечення реального сектора економіки внутрішніми джерелами фінансових ресурсів. Запропоновано заходи, спрямовані на стимулювання емісійної та інвестиційної діяльності в Україні, усунення перешкод на шляху залучення фінансових інвестицій з ринків капіталу.

Ключові слова: акції, акціонерні товариства, відкриті та закриті акціонерні товариства, приватні та публічні акціонерні товариства, ринок капіталу.

1. Акціонерні товариства на ринку капіталу: історичний екскурс

Відомо, що корпоративний сектор економіки – сфера економічної діяльності, основною організаційно-правовою формою якої є корпорація – акціонерне товариство (акціонерна компанія).

Вперше акціонерні товариства (корпорації) з'явилися у сфері міжнародної торгівлі ще на зорі зародження капіталізму. Першою в 1554 р. була заснована англійська акціонерна компанія для торгівлі з Росією. Пізніше, в 1600 р. було організовано англійську Ост-Індську торгову компанію, в 1602 р. – голландську Ост-Індську компанію, а в 1670 р. – компанію Гудзонової затоки [1, 55]. В міру розвитку капіталістичних відносин акціонерна форма організації підприємств поступово поширювалася на інші галузі. В кінці XVII ст. з'явилися перші акціонерні банки. У 1694 році було засновано на акціонерних засадах Англійський банк, а в 1695 р. – Банк Шотландії. У подальшому переваги крупних банків перед дрібними об'єктивно сприяли усе більшому зростанню кількості акціонерних банків, яким було простіше залучати додатковий статутний капітал. З кінця XVIII і особливо з початку XIX ст. акціонерна форма організації банків отримала поширення в багатьох країнах світу. Починаючи з другої половини XIX ст., акціонерні товариства активно створювалися в промисловості, банківській справі, оптовій торгівлі. Спочатку їх розвиток дещо стримувався тим, що акціонери повинні були нести необмежену відповідальність усім своїм майном перед кредиторами у разі банкрутства товариства. Однак з часом було прийнято закони щодо встановлення обмеженої відповідальності, згідно з якою акціонери відповідають за зобов'язаннями товариства лише у межах капіталу, вкладеного в акції. Такі закони в Англії прийняті в 1858 та 1862 роках, що стало

одним із поштовхів бурхливого поширення акціонерних компаній. До їх створення також заохочували нові можливості, які відкривала акціонерна форма організації підприємства щодо залучення у виробництво фінансового капіталу.

Розвиток продуктивних сил, що супроводжувався зростанням масштабів виробництва, все більше стикався з обмеженістю індивідуальних капіталів власників окремих підприємств. Розширення діючих або ж будівництво нових індивідуальних підприємств передбачало попереднє накопичення в руках їх власників прибутку до необхідних розмірів. За акціонерної форми організації підприємства будь-яка сума коштів може бути перетворена в акціонерний капітал, який надалі розпочинає функціонувати як промисловий. Характеризуючи роль акціонерних товариств у розвитку капіталомісткого залізничного транспорту, К.Маркс зазначав: “Світ досі залишався б без залізниць, якби доводилося очікувати, поки нагромадження не доведе деякі окремі капітали до таких розмірів, що вони могли б справитися з будівництвом залізниці. Навпаки, централізація з допомогою акціонерних товариств досягла цього немов одним помахом руки” [2, 628–629]. Залізничне будівництво із самого початку вимагало великих затрат капіталу і у зв’язку з цим могло вестися або державою, або ж великою групою підприємців. Акціонерна форма організації капіталу створила, практично, необмежені фінансові передумови для спорудження нових і розширення діючих підприємств у будь-яких масштабах, з урахуванням технічної можливості та економічної доцільності. Завдяки залученню додаткового капіталу, акціонерне товариство може функціонувати на більш досконалій технічній основі, а тому воно більш конкурентоздатне, ніж індивідуальне. Цією обставиною зумовлений той факт, що з появою акціонерних товариств відбувся активний процес витіснення індивідуальних підприємств акціонерними компаніями. Акціонерна форма організації підприємств створила підґрунтя для централізації великих та малих капіталів і на цих засадах прискорила концентрацію капіталу, виробництва та перехід до вищої стадії розвитку ринкових відносин.

Акціонерні товариства, з одного боку, є формою централізації індивідуальних капіталів, з іншого – дозволяють великим власникам одночасно брати участь через володіння корпоративними правами в багатьох акціонерних товариствах і контролювати більші сукупні (акціонерні) капітали меншою часткою власного капіталу (корпоративних прав). Завдяки акціонерній організації капіталу, концентрація виробництва відокремилася від концентрації власності, що дозволяє великому капіталу розширити сферу свого панування над дрібним капіталом.

Таким чином, можна стверджувати, що економічне значення акціонерних товариств полягає у розв’язанні суперечностей між необхідністю здійснення значних капітальних вкладень для будівництва крупних підприємств та інших об’єктів і обмеженістю індивідуальних фінансових капіталів.

На сучасному етапі розвитку ринкових відносин акціонерні товариства становлять провідну форму організації підприємств у всіх галузях світової економіки, за винятком хіба що сільського господарства та роздрібної торгівлі. Так, в США в останній чверті ХХ ст. частка акціонерних підприємств охоплювала понад 90% виробництва продукції видобувної і обробної галузей промисловості, близько 70% оптової торгівлі. В усіх розвинутих країнах пануючою формою організації банківських і кредитно-фінансових установ є акціонерна.

В Україні акціонерна форма організації підприємств також посідає чільне місце серед інших організаційно-правових форм здійснення підприємницької діяльності. І хоча за кількістю зареєстрованих юридичних осіб (31 993) акціонерні товариства поступаються юридичним особам – суб'єктам інших організаційно-правових форм господарювання (1 125 671), більшість яких становлять традиційні форми ведення малого і середнього бізнесу [3, 64, 66], за обсягами виробленої продукції (товарів, робіт, послуг), а також за виробничим потенціалом вони впевнено випереджають інших суб'єктів господарювання, засвідчуючи на практиці переваги акціонерної форми організації капіталу [4, 13–19].

Залучення фінансових інвестицій шляхом випуску та розміщення акцій також має низку істотних переваг перед іншими способами фінансування потреб підприємства: короткостроковим та довгостроковим банківським кредитуванням, запозиченнями через випуск та розміщення облігацій, отриманням товарних кредитів шляхом випуску векселів, наданням тимчасової (поворотної) фінансової допомоги тощо.

Зазначена перевага полягає в тому, що, на відміну від позичкового поворотного капіталу, залучення акціонерного капіталу не вимагає: а) його повернення у визначені сторонами строки, тобто має безповоротний характер; б) не передбачає фіксованої плати за користування ресурсами – заздалегідь встановлених відсотків, обов'язку щодо виплати дивідендів (крім привілейованих акцій); в) дозволяє мажоритарному (основному, головному) акціонеру забезпечувати контроль за участі меншого індивідуального капіталу над більшими обсягами сукупного акціонерного капіталу за допомогою корпоративних засобів. Фактично, залучення акціонерного капіталу не тягне за собою, на відміну від інших способів здійснення запозичень, ніяких майнових зобов'язань з боку товариства перед його акціонерами, окрім обов'язку: (1) виплати акціонерам дивідендів, у разі прийняття рішення щодо їх нарахування та сплати і (2) повернення коштів або майна власнику корпоративних прав, у разі повної і кінцевої ліквідації акціонерного товариства як юридичної особи.

Крім того, залежно від “ступеня публічності” акціонерного товариства (ступеня розпорошення акцій між власниками) та відповідності ринкової ціни його акцій рівню “справедливої” капіталізації підприємства (визначеної за результатами фундаментального аналізу), існує можливість встановлення корпоративного контролю над його діяльністю за допомогою більшого чи меншого відсотку акцій (корпоративних прав). Це може бути як 50% статутного капіталу плюс одна акція, так й інший, значно менший відсоток володіння корпоративними правами. Зокрема, в США крупні публічні компанії контролюються пакетами акцій, що становить від декількох десятків відсотків до кільканадцяти відсотків і, навіть, декількох відсотків. Це залежить від ступеня безпосередньої участі решти акціонерів у вирішенні справ товариства, їх причетності до управління корпорацією.

Не дивлячись на зазначені переваги, можливість будувати власний крупний бізнес на залучених на безповоротних засадах капіталах, вітчизняні промислово-фінансові групи (ПФГ) поки що неохоче йдуть на залучення сторонніх акціонерів, оскільки їх власники не поспішають ділитися з кимось корпоративними правами та владою в обмін на фінансові інвестиції. Як наслідок, в Україні поширеним явищем стало зосередження власності в руках крупних ПФГ в обсягах, що забезпечує

вирішальний контроль над підприємствами, що входять до складу таких груп (50 і більше відсотків статутного капіталу). Це зумовлено, з однієї сторони, небажанням допускати до участі в управлінні справами товариства третіх осіб, непрозорістю діяльності багатьох компаній, з іншої – побоюванням того, що конкуренти зможуть здійснювати недружнє придбання корпоративних прав на відкритому фондовому ринку з метою поглинання тих чи інших компаній шляхом розширення участі в акціонерному капіталі.

Основними способами створення акціонерних товариств в Україні є: 1) об'єднання капіталу та діяльності засновників (класичний варіант); 2) корпоратизація (акціонування) вже існуючих підприємств.

Перший шлях притаманний класичній ринковій економіці, і ця практика має більш як 400-річну історію створення та розвитку акціонерної форми організації капіталу. Другий шлях є “рухом у зустрічному напрямку” – від унітарного або іншого діючого підприємства (господарського товариства) до корпоратизованого (акціонованого); він отримав своє поширення в кінці ХХ ст. у зв'язку з розгортанням приватизаційних процесів в країнах Центральної та Східної Європи, СНД, а також деяких західних країнах (Франція, Великобританія та ін.). В Україні це явище набуло значних масштабів, наслідком чого стало створення більш як 10 тис. відкритих акціонерних товариств безпосередньо в процесі приватизації (корпоратизації) [5, 326], що сприяло появі більш як 20 млн. акціонерів, вирішальну частину яких становлять фізичні особи – громадяни України, т. зв. “ваучерники”¹. Станом на 31.12.2007 р. загальна кількість фізичних осіб – власників цінних паперів, облік яких здійснювався реєстраторами, становила 12,22 млн. осіб. Крім того, більш як одному мільйону фізичних осіб – громадян України відкрито рахунки в цінних паперах у зберігачів [4, 30, 34].

З 1992 р. і до останнього часу діяльність акціонерних товариств регламентувалася Законом України “Про господарські товариства” [6], який загалом виконав свою регуляторну функцію, проте останніми роками дедалі більше почав “відставати” від вимог часу та потреб корпоративного сектора економіки, представленого акціонерними товариствами. Інші законодавчі акти, якими досі регулювався процес створення та діяльності акціонерних товариств, є наступні: Цивільний кодекс України [7]; Господарський кодекс України [8]; Закон України „Про цінні папери і фондовий ринок” [9] та ін. І якщо удосконалення класичної практики акціонування господарської діяльності в Україні пов'язується, головним чином, з прийняттям Закону про акціонерні товариства [10], то розширення сфери корпоратизованих (акціонованих) державних та комунальних підприємств – з прийняттям законів України “Про управління об'єктами державної власності” [11], “Про холдингові компанії” [12], “Про корпоратизацію державних підприємств” [13]. Перші два були прийняті останнім часом².

З прийняттям Закону “Про акціонерні товариства” [10] (далі – Закон) докорінним чином змінено умови і порядок випуску, розміщення та обігу акцій товариства, у

¹ Особи, які набули прав власності на акції підприємств, що приватизуються, в обмін на приватизаційні цінні папери (“ваучери”).

² Закон про корпоратизацію державних підприємств (реєстр. №3354 від 9.04.2003) не знайшов підтримки Верховної Ради України [13].

тому числі й з метою залучення інвестиційного капіталу в розвиток підприємства-емітента.

2. Проблеми емісійної діяльності підприємств в умовах нового законодавства про акціонерні товариства

Проблема фінансування розвитку підприємств шляхом випуску та розміщення акцій завжди перебувала у центрі уваги *вітчизняних і зарубіжних вчених*. В числі провідних іноземних економістів, які досліджували різноманітні теоретичні та практичні аспекти функціонування корпорацій на ринках капіталу, необхідно назвати праці Г.Марковіца, Р.Мертонна, М.Міллера, Ф.Модільяні, В. Шарпа, інших зарубіжних вчених — Р.Акоффа, З. Боді, Е. Бріггема, Р. Брейлі, Р. Вестерфільда, Дж. Гелбрейта, Б. Джордана, Г. Дональдсона, С. Майерса, С. Росса, Дж. Тьюлза, Ф. Фабоцці, Ю. Фама, Дж. І. Фіннерті, Дж. К. ван Хорна. Серед російських вчених необхідно згадати О. Дінкевича, І. Дороніна, В. Ляліна, С. Ляліна, Я. Міркіна. Цей напрямок економічних відносин досліджували вітчизняні економісти, зокрема М.Білик, І. Бланк, М. Бурмака, В. Геєць, В. Голіков, А. Даниленко, В. Корнєєв, Д. Леонов, О. Мендрул, О. Мозговий, Б. Стеценко, В. Суторміна, В. Федосов та інші.

На сьогодні проблема залучення інвестиційного капіталу через емісію акцій помітно загострилася. І не лише внаслідок падіння фондових індексів чи тотальний дефіцит ліквідності, який склався на світовому та внутрішньому ринках капіталу, але і, як це не парадоксально, у зв'язку з прийняттям Закону України "Про акціонерні товариства". Цей законодавчий акт з набранням чинності (30 квітня 2009 року) суттєво ускладнить емісійну діяльність акціонерних товариств, більшість з яких буде неспроможна привести свої статuti та інші внутрішні документи у відповідність до Закону, а, отже, втратить право на реєстрацію додаткового випуску акцій. Адже частина шоста розділу XXVII "Прикінцеві та перехідні положення" Закону установлює, що "...у разі, якщо після набрання чинності цим Законом загальними зборами акціонерного товариства, створеного до набрання чинності цим Законом, прийнято рішення про зміну розміру статутного капіталу товариства, деномінацію акцій та емісію цінних паперів, таке товариство зобов'язане привести свою діяльність у відповідність із цим Законом та внести відповідні зміни до статуту та інших внутрішніх документів товариства.

Не внесення таких змін до статуту та інших внутрішніх документів акціонерного товариства є підставою для відмови в державній реєстрації випуску цінних паперів цього товариства" [10].

У зв'язку з цим *спробуємо визначити*, з якими проблемними нормами законодавства зіткнеться закрите чи відкрите акціонерне товариство, створене до набрання чинності цим Законом, у разі наміру здійснити додатковий випуск акцій з метою залучення акціонерного капіталу. Це, перш за все, стосується таких основних положень:

- поділу акціонерних товариств на приватні та публічні з розмежуванням порядку та механізмів розміщення акцій додаткового випуску (закрите чи публічне);
- скасування інституту закритих та відкритих товариств і поширення на цих суб'єктів підприємницької діяльності усіх норм Закону без урахування історичних особливостей їх створення та діяльності, в тому числі в частині, що стосується

максимально допустимої кількості акціонерів, яка для приватного товариства не може перевищувати 100 осіб;

– прийняття рішення загальними зборами товариства, що потребують кваліфікованої більшості голосів, в тому числі щодо збільшення (зміни) статутного капіталу шляхом додаткового випуску акцій, не менш як 75 відсотками загальної кількості голосів акціонерів;

– розміщення акцій додаткового випуску виключно за ринковими цінами, заборона на розміщення акцій за номінальною вартістю, крім випадків, прямо передбачених Законом, які, як правило, не пов'язані із залученням капіталу з відкритого ринку.

Ці та деякі інші норми нового Закону, на наш погляд, істотним чином впливатимуть на емісійну діяльність акціонерних товариств, перш за все стримуюче, принаймні, протягом перших двох-п'яти років, особливо якщо протягом найближчого часу не вдасться внести зміни до законодавства, спрямовані на усунення штучно створених перешкод.

Крім того, необхідно зважати також і на окремі норми податкового законодавства, які набувають особливої гостроти у зв'язку з неможливістю публічного розміщення акцій додаткового випуску за номінальною вартістю у разі наявності ринкової ціни.

В цьому контексті варто виділити кілька проблем:

Проблема поділу акціонерних товариств на приватні та публічні.

У зв'язку з поділом акціонерних товариств на публічні та приватні Законом визначено, що “публічне акціонерне товариство може здійснювати публічне та приватне розміщення акцій. ...Приватне акціонерне товариство може здійснювати тільки приватне розміщення акцій” (частини перша та друга статті 5 Закону).

Отже публічне товариство може залучати інвестиційний капітал у розвиток підприємства як від власних акціонерів, так і від невизначеного кола сторонніх інвесторів, тоді як приватне товариство обмежене, перш за все, фінансовими можливостями та бажаннями наявних акціонерів, а також вузького кола осіб, до яких може бути звернена приватна пропозиція, якщо при цьому загальна кількість акціонерів не вийде за межі 100 осіб. Отже в умовах нового законодавства про акціонерні товариства залучати ресурси з ринків капіталу шляхом емісії акцій зможуть, головним чином, публічні товариства.

У разі прийняття загальними зборами приватного акціонерного товариства рішення про здійснення публічного розміщення акцій до статуту товариства вносяться відповідні зміни, у тому числі про зміну типу товариства – з приватного на публічне.

На початок 2008 р. в Україні зареєстровано 31 993 акціонерних товариства, з них 21 098 – закриті, 10 406 – відкриті [3, 65]. При цьому частиною п'ятою розділу XVII “Прикінцеві та перехідні положення” Закону встановлено дворічний період з дня набрання чинності цим Законом для приведення статутів та інших внутрішніх положень акціонерних товариств, створених до набрання чинності цим Законом, у відповідність з нормами цього Закону [10].

Водночас, у разі якщо після набрання чинності цим Законом загальними зборами акціонерного товариства, створеного до набрання чинності цим Законом, прийнято рішення про зміну розміру статутного капіталу товариства, деномінацію акцій та

емісію цінних паперів, таке товариство зобов'язане привести свою діяльність у відповідність із цим Законом та внести відповідні зміни до статуту та інших внутрішніх документів товариства. Не внесення таких змін до статуту та інших внутрішніх документів акціонерного товариства є підставою для відмови в державній реєстрації випуску цінних паперів цього товариства (частина шоста розділу XVII "Прикінцеві та перехідні положення").

На наш погляд, зазначена вимога може стати істотним стримуючим фактором при прийнятті рішення загальними зборами акціонерів про додатковий випуск акцій або вчиненні інших дій, спрямованих на зміну розміру статутного капіталу, принаймні, протягом двох років, коли товариство має визначитися зі своїм статусом та виконати інші необхідні юридичні процедури.

Проблема переходу закритих та відкритих акціонерних товариств в статус приватних та публічних АТ. Найбільш серйозну проблему для існуючих акціонерних товариств при визначенні свого майбутнього нового статусу – приватне чи публічне – буде несумісність їх фактичного стану з визначальними критеріями віднесення товариства до того чи іншого типу. Для приватних товариств – це обмеження максимальної чисельності акціонерів товариства, яка визначена Законом на рівні 100 осіб³. Для публічних товариств – це обов'язковість проходження процедури лістингу та перебування у біржовому реєстрі на одній із фондових бірж, а також здійснення обігу акцій публічного товариства лише на такій біржі⁴. Причому, ця проблема перш за все торкнеться переважної більшості ЗАТ, які були створені в процесі приватизації (корпоратизації) державних підприємств і обтяжені багатотисячними "колективами" акціонерів-"ваучерників", однак які, водночас, не відповідають і високим формальним вимогам лістингу, що встановлюються фондовою біржею.

Що стосується більшості ЗАТ, то переважна їх кількість також не відповідає статусу приватного товариства за критерієм максимально дозволеної чисельності акціонерів, оскільки такі товариства часто створювалися на базі підприємств, через викуп трудовими колективами в процесі приватизації, оренду з правом викупу, приватизації за альтернативним планом або перетворення колективного підприємства у акціонерне товариство⁵.

Закриті акціонерні товариства "як клас" були ліквідовані прямо в залі Верховної Ради України несподівано не лише для багатьох парламентарів, але й для самих розробників проекту Закону про акціонерні товариства. Адже в редакції Закону, яка була запропонована до другого читання, в частині шостій розділу XVII

³ "Кількісний склад акціонерів приватного акціонерного товариства не може перевищувати 100 акціонерів" (частина перша ст. 5).

⁴ "Публічне акціонерне товариство зобов'язане пройти процедуру лістингу та залишатися у біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі.

Укладання договорів купівлі-продажу акцій публічного акціонерного товариства, яке пройшло процедуру лістингу на фондовій біржі, здійснюється лише на цій фондовій біржі з урахуванням положень частини першої цієї статті" (частина перша статті 24 Закону).

⁵ На практиці існують закриті акціонерні товариства, кількість акціонерів у яких становить десятки тисяч осіб (наприклад, ЗАТ "Новокраматорський машинобудівний завод" або ЗАТ "Антарктика").

“Прикінцеві та перехідні положення” визначалось, що “...закриті акціонерні товариства, створені до набрання чинності цим Законом, провадять свою діяльність відповідно до Закону України “Про господарські товариства”. З дня набрання чинності цим Законом створення акціонерних товариств відповідно до Закону України “Про господарські товариства” забороняється” [14]. Натомість в проголосованій редакції Закону частина шоста була виключена.

Проблема прийняття загальними зборами акціонерів рішення про зміну статутного капіталу. Ще однією проблемою, з якою зіткнуться акціонерні товариства, є зміна визначення кваліфікованої більшості голосів, необхідної для прийняття рішень щодо збільшення статутного капіталу та інших найважливіших рішень. За новим Законом, для цього вимагається 75% від загальної кількості голосів акціонерів, а не від кількості голосів акціонерів, що беруть участь у загальних зборах. Фактично це означає, що в роботі загальних зборів має брати участь більш як 75% акціонерів з правом голосу, причому 75% має голосувати “за”.

Така жорстка норма, що запроваджена в умовах, коли акціонерні товариства з великими труднощами забезпечують участь у роботі загальних зборів 60% акціонерів, виглядає, принаймні, нелогічною. Відтак є ризик того, що в публічних товариствах з високим рівнем розпорошення акцій, прийняти рішення про збільшення статутного капіталу та з інших питань, які вимагають кваліфікованої більшості голосів, буде досить проблематично.

Проблема розміщення додаткового випуску акцій за ринковими цінами. Важливим новим моментом у емісійній діяльності акціонерного товариства є визначення ринкової вартості розміщуваних акцій додаткових випусків. Відповідно до Закону відтепер ринкова вартість емісійних цінних паперів акціонерного товариства визначається:

1) для емісійних цінних паперів, які не перебувають в обігу на фондових біржах, – як вартість цінних паперів, визначена відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність;

2) для емісійних цінних паперів, що перебувають в обігу на фондових біржах, – як вартість цінних паперів, визначена відповідно до законодавства про цінні папери та фондовий ринок, тобто відповідно до ринкових котирувань та біржового курсу.

Затверджує ринкову вартість емісійних цінних паперів для цілей визначення ціни розміщення наглядова рада акціонерного товариства, а у процесі його створення – установчі збори (частина друга статті 8 Закону).

Важливою ознакою нового порядку є вимога, відповідно до якої акціонерне товариство здійснює розміщення або перепродаж раніше викуплених акцій за ціною, не нижчою за їх ринкову вартість, що затверджується наглядовою радою, крім випадків:

– розміщення акцій під час заснування товариства за ціною, встановленою засновницьким договором (за номінальною вартістю);

– розміщення акцій під час злиття, приєднання, поділу, виділу товариства;

– розміщення акцій за участю торговця цінними паперами, з яким укладено договір про андеррайтинг. У цьому разі ціна розміщення акцій може бути нижчою за їх ринкову вартість на розмір винагороди цього торговця, що не може перевищувати 10% ринкової вартості таких акцій. Водночас акціонерне товариство

не має права розміщувати жодну акцію за ціною нижчою за її номінальну вартість (стаття 22 Закону).

Основною проблемою, яка виникає у зв'язку з розміщенням акцій за ринковими цінами, є оподаткування емісійного доходу, сплаченого інвестором на користь емітента акцій. Витоки цієї проблеми коріняться у колізії двох норм Закону України "Про оподаткування прибутку підприємств", якими встановлюється порядок податкового обліку витрат, понесених інвестором на придбання акцій, зокрема віднесення їх на валові витрати [15]. Це стосується пункту 5.3.7 підпункту 5.3 статті 5 Закону, який суперечить пункту 7.6 статті 7 Закону. Суть цього питання полягає в тому, що згідно з підпунктом 5.3.7 витрати на "...виплату емісійного доходу на користь емітента корпоративних прав" не включаються до складу валових витрат інвестора – покупця акцій. Тобто, дозволяється врахувати лише суму в межах номінальної вартості таких акцій. Це означає, що юридична особа, яка придбала акції у процесі їх розміщення у емітента за ринковою ціною під час подальшого продажу таких акцій не зможе віднести на валові витрати повну суму, сплачену під час їх придбання, а отже потрапить під необґрунтоване оподаткування податком на прибуток, якого не отримала. І чим більшою буде різниця між ринковою та номінальною вартістю, тим більшими будуть податкові зобов'язання інвестора та понесені у зв'язку з цим збитки.

Водночас, норма пункту 7.6 статті 7 Закону, якою встановлюється особливий порядок податкового обліку фінансових результатів операцій з цінними паперами на боці інвесторів (покупців та продавців), не розрізняє для цілей оподаткування питання, де були придбані акції – на первинному ринку у емітента, чи на вторинному ринку у попереднього власника.

Тому витрати, понесені у зв'язку з придбанням акцій, мали б відобразитись у податковому обліку за підсумками звітного податкового періоду, незалежно від того, чи були такі акції придбані у іншого власника, чи безпосередньо у емітента, а також незалежно від того, чи відбувся подальший продаж цих акцій, як і від того, кому вони будуть продані – іншому інвестору чи самому емітенту. "...Якщо протягом звітного періоду витрати на придбання кожного з окремих видів цінних паперів, а також деривативів, понесені (нараховані) платником податку, перевищують доходи, отримані (нараховані) від продажу (відчуження) цінних паперів або деривативів такого ж виду протягом такого звітного періоду, від'ємний фінансовий результат переноситься на зменшення фінансових результатів від операцій з цінними паперами або деривативами такого ж виду майбутніх звітних періодів у порядку, визначеному статтею 6 цього Закону".

До прийняття Закону "Про акціонерні товариства", коли не було імперативної норми про застосування ринкових цін під час додаткової емісії акцій, емітенти "обходили" проблему оподаткування емісійного доходу, сплаченого інвестором на користь емітента акцій, шляхом розміщення цінних паперів за номінальною вартістю, коли емісійний дохід просто не виникає. Однак з набранням чинності цим Законом, така "оптимізація" буде неможливою, що, скоріше за все, зведе нанівець емісійну діяльність публічних акціонерних товариств, які мають офіційно визнану ринкову ціну акцій, що перевищує номінальну.

Аналіз окремих норм Закону України “Про акціонерні товариства”, проведений з позицій стимулювання емісійної діяльності, дозволяє зробити *наступні висновки*:

– окремі положення цього Закону включено до його змісту без достатнього обґрунтування, що може стати істотною перешкодою до залучення додаткового капіталу в розвиток виробництва шляхом випуску та розміщення акцій;

– критерії поділу акціонерних товариств на приватні та публічні визначено без урахування конкретно-історичної ситуації, яка склалася в корпоративному секторі економіки (зокрема під впливом приватизації, внаслідок чого на сьогодні акціонерами залишаються понад 13 млн. громадян України), створює серйозні проблеми існуючим АТ, переважна більшість яких (9/10 загальної кількості) не відповідає жодному новому типу АТ (приватне або публічне);

– безпідставно скасовано таку форму як закрите акціонерне товариство, що наразі охоплює 2/3 загальної кількості існуючих АТ, більшість з яких через два роки опиняться поза Законом, не маючи реальної змоги привести свою діяльність та статутні документи у відповідність до вимог законодавства;

– встановлення імперативної норми, згідно з якою рішення, що вимагають кваліфікованої більшості голосів, приймаються не менш як 75% голосів від загальної їх кількості, в умовах значного розпорощення акцій між дрібними власниками робить у багатьох випадках малоімовірним збільшення статутного капіталу внаслідок проблематичності забезпечення такого рівня кворуму;

– колізія норм податкового законодавства в частині, що стосується порядку віднесення затрат інвестора, понесених у зв'язку з придбанням акцій додаткового випуску за ринковими цінами, на валові витрати, створює невиправдані ризики для таких платників податку щодо оподаткування емісійного доходу емітенту.

У зв'язку з викладеним та з метою усунення законодавчих перешкод на шляху залучення інвестиційного капіталу в розвиток підприємств-емітентів акцій пропонуємо внести зміни до деяких актів законодавства:

1. У Законі України “Про акціонерні товариства”:

1) частину п'яту розділу XVII “Прикінцеві та перехідні положення” доповнити новим абзацом другим такого змісту: “При цьому обмеження кількісного складу акціонерів приватного товариства, який не може перевищувати 100 акціонерів, що встановлене частиною першою статті 5 Закону, не поширюється на закриті та відкриті товариства, створені до набрання чинності цим Законом.”;

2) частину п'яту статті 42 викласти у такій редакції: “5. Рішення загальних зборів з питань, передбачених пунктами 2-7 та 21 частини другої статті 33 цього Закону, приймається більше як третиною голосів акціонерів, які зареєструвалися для участі у загальних зборах та є власниками голосуючих з цього питання акцій. Статутом приватного товариства можуть бути передбачені інші питання, рішення щодо яких приймаються третиною голосів акціонерів, які зареєструвалися для участі у загальних зборах та є власниками голосуючих з цього питання акцій, крім питань, визначених в абзаці другому частини третьої цієї статті”;

3) абзац другий частини першої статті 39 виключити: (“Посадові особи органів товариства та їх афілійовані особи не можуть бути представниками інших акціонерів товариства на загальних зборах.”).

2. У Законі України “Про оподаткування прибутку підприємств”:

1) підпункт 1.28.2 пункту 1.28 статті 1 викласти у такій редакції: “Пряма інвестиція – господарська операція, яка передбачає внесення коштів або майна юридичній особі в обмін на корпоративні права, емітовані такою юридичною особою, включаючи виплату емісійного доходу інвестором на користь емітента корпоративних прав.”;

2) підпункт 5.3.7 пункту 5.3 статті 5 виключити. (“5.3. Не включаються до складу валових витрат витрати на: ... 5.3.7. Виплату емісійного доходу на користь емітента корпоративних прав. {У пункт 5.3 статті 5 включено підпункт 5.3.7 згідно із Законом N 398-V (398-16) від 30.11.2006}”);

Врахування запропонованих змін сприятиме удосконаленню корпоративного та податкового законодавства, усуне частину штучних перешкод на шляху руху фінансових інвестицій з фондового ринку в корпоративний сектор, опосередкованого обігом акцій, посилить стимулюючу функцію системи оподаткування та її позитивний вплив на економіку.

Література

1. Федоренко В. М., Федоренко А. В. *Денежное обращение и кредит капиталистических стран: Учебник.* – 2-е изд., перераб. и доп. – К.: Выща шк. Головное изд-во, 1989. – 288 с.
2. Маркс К. *Капітал. Т. I.* // К.: Державне видавництво політичної літератури УРСР, 1952. – 790 с.
3. *Україна в цифрах у 2007 році. Статистичний збірник.* – К. ТОВ “Видавництво “Консультант”, 2008. – 260 с.
4. *Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 рік.* [Електронний ресурс]. – Доступно з: http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/annual_report/2007/Annual%20Report.pdf
5. *Статистичний щорічник України за 2005 рік / Державний комітет статистики України.* – К.: ТОВ “Видавництво “Консультант”, 2006. – 576 с.
6. Закон України “Про господарські товариства” від 19.09.1991 № 1576-XII.
7. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV.
8. Господарський кодекс України від 16.01.2003 № 436-IV.
9. Закон України „Про цінні папери і фондовий ринок” від 23.02.2006 № 3480-IV.
10. Закон України “Про акціонерні товариства” від 17.09.2008 № 514-VI.
11. Закон України “Про холдингові компанії в Україні” від 15.03.2006 № 3528-IV.
12. Закон України “Про управління об’єктами державної власності” від 21.09.2006 № 185-V.
13. *Проект Закону про корпоратизацію державних підприємств (реєстр. №3354 від 9.04.2003).*
14. *Проект Закону про акціонерні товариства (реєстр. № 0952 від 23.11.2007 та № 514-VI від 17.09.2008).* – [Електронний ресурс]. – Доступно з: http://gska2.rada.gov.ua/pls/zweb_n/webproc4_1?id=&pf3511=30908
15. Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств” від 28.12.94 № 334/94-ВР. – [Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://zakon.rada.gov.ua/>

Редакція отримала матеріал 25 грудня 2008 р.