



Микола РУПНЯК

УДОСКОНАЛЕННЯ ФОРМУВАННЯ ВЛАСНИХ РЕСУРСІВ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ

Розглянуто можливості формування власних фінансових ресурсів акціонерних товариств із зовнішніх джерел для фінансування їх економічного зростання. Розкрито досвід країн із розвинутою ринковою економікою у цій сфері; проведено аналіз вітчизняної економічної практики; обґрунтовано пропозиції щодо удосконалення формування власних ресурсів акціонерних товариств в Україні.

Possibilities of forming of own financial resources of joint-stock companies are considered from outsourcings for financing of their economy growing. Experience of countries is exposed with the developed market economy in this sphere: the analysis of domestic economic practice is conducted; grounding of suggestions in relation to the improvement of forming of own resources of joint-stock companies in Ukraine.

Однією з найгостріших проблем сучасної економіки залишається проблема досягнення стійкого економічного зростання. Реформування економіки завжди супроводжується дефіцитом можливостей при надзвичайно широкому діапазоні проблем, що мають життєво важливе значення. На даний час економічна ситуація характеризується окремими позитивними тенденціями в динаміці основних соціально-економічних показників. Разом з цим очевидно, що пожвавлення вітчизняної економіки ще, на жаль, не має тенденції до стійкого зростання. В першу чергу, це обумовлено тим, що за роки реформ практично зруйнована здатність економіки формувати внутрішні ресурси для нагромадження. Є підстави стверджувати, що така ситуація склалася через невідповідність діючої податкової системи умовам перехідної економіки, яка створила значні податкові навантаження

на суб'єктів господарювання, призвела до невинного вилучення обігових коштів підприємств, виникнення додаткової потреби у кредитних ресурсах.

Наявність достатніх фінансових ресурсів – як власних, так і запозичених – необхідна умова успішного функціонування будь-якої підприємницької структури незалежно від сфери діяльності, галузевої приналежності чи організаційно-правового статусу. Економічна література висвітлює питання механізму та особливостей формування фінансових ресурсів шляхом емісії акцій, облігацій, здійснення лізингових операцій, залучення банківських позик тощо. Цю проблему досліджували вітчизняні вчені: І. А. Бланк, А. М. Поддєрьогін, В. М. Суторміна, С. І. Юрій; російські: І. Т. Балабанов, В. В. Бочаров, В. В. Ковальов, В. А. Слепов, О. В. Семенова та ін. Питання корпоративного управління вивчають Україні вчені

В. А. Євтушевський, Н. Рязанова, О. Мендрул, О. Окунев, О. Вакульчик. Над удосконаленням саме фінансового механізму корпоративного менеджменту працюють М. Чумаченко, Г. Скудар, М. Грідчина та ін.

В Україні, як і в інших постсоціалістичних країнах, формування акціонерних товариств відбувається в процесі приватизації через розподіл статутних фондів державних підприємств, а не класичним шляхом об'єднання приватних капіталів. За таких умов створення акціонерних товариств набуває формального характеру. Як наслідок – більшість створених в Україні акціонерних товариств виявилися, за незначним винятком, нежиттєздатними. Їх недостатня ефективність пояснюється тим, що закладені в такій організаційно-правовій формі господарювання потенційні можливості функціонування колективної власності не дістали належного розвитку. Значна частина комерційних організацій утворена без істотних фінансових зусиль акціонерів, має обмежені масштаби діяльності. Прогалини в прийнятих на ранньому етапі переходу до ринкових відносин правових актах, що регулюють процеси створення і функціонування акціонерних товариств, неузгодженість, а інколи й суперечливість їхніх норм істотно ускладнює ефективність правового регулювання використання акціонерної власності, що не може не позначитись негативно на діяльності таких господарських формувань. Все це актуалізує проблеми пошуку додаткових джерел фінансування розвитку вітчизняного корпоративного сектору, серед яких особливу увагу слід приділити власним фінансовим ресурсам.

Основна мета цієї статті – дослідження досвіду країн із розвинутою ринковою економікою щодо формування власних фінансових ресурсів акціонерних товариств за допомогою зовнішніх джерел. Структуру формування капіталу в акціонер-

ному товаристві доцільно розглядати у площині власного капіталу та зобов'язань із випущених боргових інструментів. Економічне зростання акціонерного товариства, перш за все, вимагає мобілізації та підвищення ефективності формування власного капіталу як із внутрішніх, так із зовнішніх джерел, що забезпечує зростання його фінансової стійкості й рівня платоспроможності.

Збільшення інвестицій в економіку, що розвивається, об'єктивно вимагає нова макроекономічна ситуація зростання. А основним цивілізованим механізмом їх залучення у розвинутих країнах виступає публічна пропозиція продажу акцій на біржі IPO (*Initial Public Offering*). В Україні діє велика кількість акціонерних товариств відкритого і закритого типів, основна відмінність між якими – існування різних можливостей щодо залучення зовнішнього фінансування у вигляді акціонерного капіталу. Проте на практиці, через нерозвинутість законодавства, здатного забезпечити інтереси акціонерного товариства як юридичної особи, склалася ситуація, за якої акціонування часто не лише не сприяє збільшенню інвестування у підприємства, а й перешкоджає цьому процесові. Частка власності, яку можна уступити в обмін на інвестиції, обмежена через недосконалість вітчизняного законодавства у сфері корпоративного управління. Через це емісія акцій акціонерними товариствами обох типів відбувається лише тоді, коли відомо коло майбутніх інвесторів, і за умови, що всі вони належать до інсайдерів чи афілійованих осіб. Тому природно, що механізм здійснення таких емісій не передбачає використання фондового ринку. Адже для того, щоб залучати кошти на фондовому ринку, акціонерне товариство повинно запропонувати всім бажаючим купити акції на біржі, тобто вийти з публічною пропозицією цінних паперів. У цьому контексті фондовий

ринку у країнах із розвинутою ринковою економікою є середовищем життєдіяльності публічної корпорації і одночасно дзеркалом економіки загалом.

Створення ринкової інфраструктури та її основної ланки – повноцінного фондового ринку – протягом тривалого часу залишається нерозв'язаною проблемою, що безпосередньо впливає на структурну перебудову і розвиток акціонерного підприємництва. Нині роль фондового ринку суттєво відрізняється від тієї, яку він відіграє у ринковій економіці, а його сегмент – ринок акціонерного капіталу не втілює головної мети акціонерного підприємництва – оптимального розподілу фінансових ресурсів для максимізації прибутку [1, 55].

Вищезазначене дає змогу стверджувати, що саме вдосконалення формування власних фінансових ресурсів акціонерних товариств із використанням інструментів фондового ринку є наріжним каменем активізації їх економічного зростання.

Проблема в тому, що вітчизняні акціонерні товариства не використовують переваги акціонерної форми організації підприємницької діяльності. Маємо на увазі те, що акціонерні товариства, на відміну від корпорацій ринково розвинутих країн, не використовують переваги, що надає статус публічної компанії. Актуальність проблеми публічного розміщення акцій для вітчизняних акціонерних товариств пояснюється необхідністю залучення зовнішнього фінансування.

Теорія корпоративних фінансів виокремлює два загальні способи отримання інвестиційних ресурсів – кредит та інвестиції. Якщо абстрагуватися від різних аспектів оподаткування вартості капіталу, то недолік першого способу в тому, що кредит доведеться повертати, та ще й з процентом. Основним методом другого способу є продаж частини компанії в обмін

на інвестиції. Інвестор стає співвласником компанії (її акціонером), а частка в її прибутку повинна забезпечити віддачу від інвестицій. Публічне розміщення акцій для вітчизняних акціонерних товариств актуальне, оскільки в структурі їх фінансового забезпечення надмірну питому вагу займає кредиторська заборгованість, і спостерігається домінування короткострокової заборгованості над довгостроковою.

За цільовим призначенням акціонерний капітал, сформований шляхом випуску акцій, є доволі диверсифікованим. Для ринкової економіки – це основне джерело грошових коштів формуючого призначення, що використовується при створенні підприємницької структури. Сформувавши основні фонди й оборотні кошти, акціонерний капітал може значно урізноманітнити своє використання, стати джерелом фінансування розширення та розвитку акціонерного товариства, реалізації його соціальної політики й інвестицій.

Дослідники вітчизняного фондового ринку однією з найсуттєвіших проблем, що може звести нанівець ефект від підвищеного інвестиційного попиту, динаміка зростання якого розпочала стрімко набирати обертів наприкінці 2004 р., називають відсутність на ринку суто ринкових акцій. У більшості випадків учасникам вітчизняного фондового ринку доводиться мати справу з акціями, скажімо, “Укрнафти” чи “Укртелекому” або акціями вітчизняних енергетичних компаній, які можна назвати лише “умовно ринковими”. Фактично, всі ці емітенти перебувають у стадії приватизації, і на ринку перебуває в обігу лише незначна частка їхніх акцій, а більшість знаходиться поки що у власності держави й не бере участі в ринковому обігу [2, 12]. Така ж ситуація характерна і для фондового ринку Росії, за час історії якого лише вісім російських компаній здійснили первинне розміщення акцій (IPO), причому чотири з них зробили це у США [3, 63].

Певну якісну характеристику процесів емісії акцій вітчизняних акціонерних товариств можна отримати за допомогою аналізу складу та структури їх випуску за цілями видання в обіг та напрямками залучення коштів. Відповідно до нормативних актів ДКЦПФР випуск акцій можна здійснювати для:

- створення відкритих акціонерних товариств із державних підприємств у процесі приватизації та корпоратизації;
- індексації основних фондів;
- реорганізації товариств (злиття, приєднання, поділу, виділення, перетворення);
- створення акціонерних товариств шляхом заснування органом, уповноваженим управляти об'єктами державної власності;
- залучення коштів відкритими та закритими акціонерними товариствами.

Як бачимо, реальне залучення коштів у результаті емісії акцій відбувається лише за останнім напрямком. В усіх інших випадках нові випуски акцій такої мети собі не ставлять, а виступають лише знаряддями приватизації, збільшення величини

статутного фонду в результаті індексації, а також реорганізації акціонерних товариств.

Нас насамперед цікавитиме обсяг, а також питома вага додаткової емісії акцій для реального залучення коштів, оскільки саме ці показники є індикаторами того, наскільки акціонерні товариства використовують цей фінансовий інструмент для формування власних інвестиційних ресурсів із зовнішніх джерел (див. табл. 1).

Проаналізувавши обсяг додаткового випуску акцій для реального залучення коштів, можна відмітити тенденцію зростання даного показника за період 2001–2003 рр. із 2,31 до 5,335 млрд. грн. Проте зазначений показник за роками не досягав значень 2000 р. – 5,738 млрд. грн. Оцінюючи цей факт, загалом можна говорити про певні позитивні зміни і посилення ролі нових емісій акцій як механізму залучення інвестиційних ресурсів.

Зміщення пріоритетів емісійної політики в напрямку випуску акцій відкриває для акціонерних товариств доступ до дешевих і “довгих” грошей, і свідчить, що для вирішального ривка їм у своєму розвитку вже недостатньо випуску боргових інструментів чи отримання кредитів. Залучені за рахунок емісії акцій грошові кошти

Таблиця 1

Обсяг зареєстрованих випусків акцій у 1999–2003 рр. за напрямками залучення коштів, млрд. грн. *

Показник	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.	2003 р.
Випуск акцій ВАТ для реального залучення коштів	1,474	1,772	1,499	2,072	4,226
Випуск акцій ЗАТ для реального залучення коштів	2,132	3,966	0,811	2,100	1,109
Усього за пп. 1 і 2	3,606	5,738	2,31	4,172	5,335
Випуск акцій у результаті реорганізації товариств	2,765	3,268	7,494	5,119	8,797
Випуск акцій у процесі корпоратизації та приватизації	0,103	3,707	8,035	0,219	1,479
Випуск акцій АТ, створених з ініціативи уповноваженого представника держави	0,022	0,789	0,408	0,794	4,852
Випуск акцій у результаті переоцінки основних засобів	1,457	2,112	3,821	2,797	0,691
Усього за пп. 1–6	7,973	15,615	22,077	13,101	21,154
Скасування реєстрації випуску акцій	– 0,054	– 0,121	– 0,155	– 0,305	– 3,132
Обсяг зареєстрованих випусків акцій	7,919	15,494	21,921	12,796	18,022

* Дані наведено за річними звітами ДКЦПФР (www.ssmc.gov.ua).

використовують для реалізації стратегії органічного зростання, за якої сформовані таким чином власні ресурси нарівні з прибутком акціонерних товариств перерозподіляються в межах наявних напрямків діяльності. Проте в сучасних умовах пріоритет надається альтернативній стратегії зростання – злиття і поглинання, в процесі чого компанія-поглинач ставить за мету отримати контроль над компанією-мішенню. У цьому контексті контроль сам по собі має вартість (тобто є активом), отримання якого можна розглядати як один із напрямків удосконалення формування власних ресурсів акціонерного товариства. Оскільки контроль над компанією має цінність і є активом, то повинні діяти ринок цього активу та угоди з його купівлі-продажу. Такими угодами і виступають злиття й поглинання.

В українській економічній практиці можна виділити ряд характерних операцій із переходу контролю над підприємствами. Більшість вітчизняних акціонерних товариств утворені в процесі акціонування і приватизації. Приватизація низки підприємств відбувалася шляхом їх виокремлення з державних структур і платної передачі до складу приватних структур. Цей факт дозволяє розглядати придбання підприємств у процесі приватизації як повноцінний елемент стратегії злиття й поглинання, що має велике значення і в сучасних умовах.

Основними гравцями на цьому ринку виступають великі вітчизняні фінансово-промислові групи. Саме вони здійснювали переділ власності шляхом купівлі великих активів у 2003–2004 рр. для створення в масштабах своєї бізнес-групи як мінімум одного добре інтегрованого холдингу.

У вітчизняних умовах ініціатором створення корпоративних структур виступає також держава, використовуючи свої

корпоративні права в статутних фондах акціонерних товариств. Так, було здійснено спробу створити вітчизняну вертикально інтегровану компанію (ВІНК) на базі ВАТ “Укрнафта” [4, 2]. До прийняття рішення про необхідність створення єдиного комплексу з видобування, переробки і реалізації нафти та нафтопродуктів керівництво країни підштовхнув шок після різкого підвищення цін на нафтопродукти в травні 2004 р. 16 липня 2004 р. Президент України підписав Указ “Про заходи щодо підвищення ефективності управління нафтовою галуззю”, що передбачав створення ВІНК на базі ВАТ “Укрнафта” шляхом передачі до статутного фонду “Укрнафти” державних пакетів акцій “Укртатнафти” (43,054%) і ВАТ “НПК “Галичина” (25%). Крім цього, згідно з указом для фінансування ВАТ “Укрнафта” необхідно залучити інвестора, який внесе до його статутного фонду грошові кошти, проте при цьому за державою повинен залишитися контроль над пакетом акцій ВАТ.

Найбільш зацікавленою стороною у створенні такої ВІНК експерти фондового ринку вважали фінансово-промислову групу “Приват”, яка контролювала 42% акцій “Укрнафти” і 32% акцій НПК “Галичина”. І справді, після передачі до статутного фонду “Укрнафти” держпакета акцій НПК “Галичина” під контролем групи “Приват” опиниться вже 57% акцій НПК. А отримання контролю над 43,054% акцій ЗАТ “Укртатнафта” дасть змогу “Привату” отримати квоту на призначення голови правління ЗАТ, тобто на оперативне управління найбільшим в Україні НПЗ – Кременчуцьким.

Проти передачі держпакета акцій ЗАТ “Укртатнафта” до статутного фонду ВІНК виступили татарські акціонери ЗАТ, у власності яких перебуває 55% акцій, і, згідно із законодавством України, вони володіють пріоритетним правом на придбання будь-

яких пакетів акцій компанії. Невдачі реалізації плану зі збільшення статутного фонду “Укрнафти” призвели до стрімкого знецінення акцій цього емітента. Восени минулого року акції “Укрнафти” за день фактично впали в ціні більш ніж удвічі.

Таким чином, на основі наведеного прикладу можна наочніше уявити і зрозуміти механізм поліпшення формування власних ресурсів акціонерних товариств шляхом отримання контролю над активами інших підприємств. Крім цього, ми отримали реальне підтвердження негативних наслідків у вигляді зниження ринкової капіталізації акціонерного товариства, до якого може призвести невдача реалізації оголошеного проекту зі злиття і поглинання.

Зарубіжний досвід доводить, що під час планування злиття чи поглинання необхідно не лише ретельно відпрацювати технологічні та юридичні проблеми, а й намагатися здійснити оцінку ефективності рішення про придбання компанії, провести оцінку її вартості, проаналізувати гармонізацію рішень щодо поглинання зі стратегією бізнесу, а також ефективність управління бізнесом після того, як поглинання відбулося.

Поглинання, як і будь-який інший інструмент поліпшення формування власних ресурсів акціонерних товариств, можуть використовуватися як ефективно, так і неефективно.

Якщо в розвинених країнах помилки в оцінці вартості компанії, що поглинається, є доволі поширені, то в Україні часто спостерігається зневага до адекватної оцінки. У кращому випадку для оцінки використовують ринкові мультиплікатори. Однак при існуючій якості фінансової звітності й за відсутності адекватної порівнюваної інформації такі методи призводять до негативних наслідків. Аналіз дисконтованих грошових потоків

майже ніколи не використовується, у той час як саме він, принаймні у випадках, коли йдеться про значні за обсягом угоди, може дати реальну оцінку вартості й бути інструментом управління та контролю після здійснення поглинання. Доволі поширена ситуація, коли підприємство має сильну і кваліфіковану фінансову та аналітичну службу, але вплив їхніх оцінок на прийняті рішення незначний. Поширеною є практика, коли питання оцінки вартості компаній під час злиття чи поглинання цілком покладаються на зовнішнього експерта (в особі банку, інвестиційної компанії, професійного оцінювача, консультанта тощо).

Теорія корпоративних фінансів вивчає також інші джерела фінансових ресурсів акціонерних товариств, що через особливості акціонерної форми організації капіталу розглядаються як власні, і в структурі фінансового капіталу займають проміжне положення між акціонерним капіталом і боргом. До таких джерел відносять залучення субординованого боргу, використання внутрішньокорпоративних перерозподільних фінансових потоків та використання корпоративних (внутрішньофірмових) кредитів [5, 4–8].

Так, з інструментами фондового ринку пов'язана можливість використання ще одного виду внутрішніх фінансових ресурсів – субординованого боргу, що являє собою схему емісії і розміщення акціонерним товариством короткострокових та довгострокових цінних паперів серед акціонерів і персоналу товариства. Західні школи фінансового менеджменту трактують субординований борг як “прошарок” між капіталом і зобов'язаннями компанії. Це пов'язано з тим, що цей вид фінансових ресурсів має ряд якісних характеристик, властивих як власному капіталу, так і зобов'язанням. Характеристики й параметри зобов'язань акціонерного товариства, номінованих у

боргових цінних паперах, при необхідності можуть бути значно скориговані менеджментом. Проведені через раду директорів і збори акціонерів рішення правління можуть змінити суми і терміни зобов'язань субординованого боргу, зменшити рівень та змінити умови й терміни виплати відсотків, конвертувати боргові зобов'язання в акції, аж до списання боргу. Часові межі використання субординованого боргу виключають період утворення акціонерного товариства, а також обмежують фінансування оперативної діяльності. У зв'язку з цим залучення цього джерела фінансування відбувається в разі розширення і розвитку компанії, реалізації великих проектів, компенсації втрат при прояві ризиків.

Економічне зростання акціонерного товариства і географічне розширення сфери його діяльності в сучасному глобалізованому світі приводить до усвідомлення необхідності розширення своєї діяльності на іноземних ринках товарів і послуг, а також на іноземних ринках фінансових ресурсів. Побудована в результаті такої експансії корпоративна структура дістає можливість використання такого специфічного джерела власних фінансових ресурсів, як внутрішньокорпоративні перерозподільні фінансові потоки.

Нерівномірний розвиток економік різних країн, відмінності в політиці державного регулювання призводять до того, що в один і той самий час в одних підрозділах корпорації бізнес розвивається, утворюються вільні грошові кошти, які потрібно ефективно вкладати, а в інших країнах і регіонах у підрозділів компанії виникають фінансові ускладнення. Існування централізованого в межах корпорації управління грошовими потоками аж до акумуляції коштів в одному фінансовому центрі дає змогу оперативно реагувати як на негативні, так і на позитивні зміни, ефективно

долаючи структурні диспропорції. Крім цього, схема єдиного фінансового центру корпорації приводить також до істотної економії на витратах із переведення грошових коштів.

Використання внутрішньокорпоративних перерозподільних фінансових потоків дає змогу перерозподілити вільні грошові кошти для компенсації окремим підрозділам корпорації втрат при настанні ризиків, додаткових затрат із реалізації соціальних програм відповідно до вимог політики місцевої влади, збитків при підтримці традиційного асортименту чи утримання нерентабельних, але необхідних корпорації представництв.

У випадку, коли потреба в додаткових фінансових ресурсах має тимчасовий характер, може використовуватися такий інструмент фінансування, як корпоративні кредити. В реальній практиці корпоративний кредит являє собою позику, що надає материнська компанія через фінансового посередника своїй філії, що знаходиться в іншій країні. Залучення такого внутрішнього фінансового ресурсу ефективно в разі існування високих відсоткових ставок на місцевих кредитних ринках, наявності жорсткого валютного контролю, істотних відмінностей в оподаткуванні. Крім цього, корпоративні кредити зазвичай надають за пільговими схемами, вони низькі чи безвідсоткові, з довільними термінами погашення, нескладні в оформленні, характеризуються низьким рівнем кредитного ризику.

Особливість використання внутрішньокорпоративних перерозподільних грошових потоків і корпоративних кредитів у тому, що з точки зору всієї корпорації вони практично не забезпечують припливу грошових коштів, але з позицій окремих елементів корпоративної структури цей фінансовий ресурс може бути доволі значним і затребуваним.

Аналіз зовнішніх джерел власних фінансових ресурсів акціонерного товариства показав можливості їх використання при створенні й функціонуванні ефективної корпоративної структури, фінансуванні конкретних проектів, розвитку організації загалом та окремих її підрозділів зокрема.

Таким чином, удосконалення формування власних ресурсів акціонерних товариств України пов'язується насамперед із перетворенням їх на публічні компанії за зразком корпорацій країн із розвинутою економікою. Складність проблеми в тому, що в сучасних умовах склалася ситуація, за якої багато компаній мають у структурі декілька несумісних бізнесів – від банківського до кондитерського, з дитячими садками і лікарнями на балансі. Мабуть, такі структури зрозумілі власникам, проте вони будуть незрозумілі інвестору: які права і на що він отримає. Тому для залучення інвестора важливо, щоб весь бізнес компанії знаходився під єдиним управлінням.

Окреслений комплекс заходів передбачає подальші дослідження проблем реструктуризації акціонерних товариств і розробки методичних рекомендацій щодо запровадження відкритості, формування чіткої структури власності, запровадження

міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та аудиту, встановлення контактів із потенційними інвесторами через засоби масової інформації, прес-центри компанії, фінансових аналітиків та корпоративні сайти в мережі Інтернет.

Література

1. *Стецько М. В., Юрій С. І. Фінанси акціонерних товариств: проблеми і перспективи // Фінанси України. – 2000. – № 4. – С. 54–58.*
2. *Сучасні проблеми ринку акцій України // Цінні папери України. – 2005. № 3 (343). – 20 січня. – С. 12.*
3. *Семенова Е. В. Савицкий В. В. Проблемы первичного размещения акций для российских компаний // Финансовый менеджмент. – 2004. – № 6. – С. 63–74.*
4. *Северов М. Планам "Привата" помешал Татарстан. Создание украинской нефтяной ВИНК отложено до лучших времен // Киев Weekly. – 2004. – № 32 (123). – 3 сент. – С. 2.*
5. *Слепов В. А., Мамедов А. О. Особенности формирования финансовых ресурсов транснациональных корпораций // Финансовый менеджмент. – 2004. – № 5. – С. 3–16.*