

МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ



Вісник

*Львівської державної
фінансової академії*

ЕКОНОМІЧНІ
НАУКИ

11

2006

МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ



Вісник

**Львівської державної
фінансової академії**

Економічні науки

№ 11
2006



Львів
ЛДФА
2006



Міністерство фінансів України
Львівська державна фінансова академія

Вісник Львівської державної фінансової академії / Головний редактор Буряк П.Ю.
Львів: ЛДФА, 2006. – №11. – 428 с.

Редакційна колегія:

1. П.Ю. Буряк, проф., доктор економ. наук (головний редактор)
2. І.В. Алексеев, проф., доктор економ. наук
3. І.О. Бочан, проф., доктор економ. наук
4. В.Б. Войцеховський, проф., доктор економ. наук
5. С.К. Реверчук, проф., доктор економ. наук
6. М.В. Римар, проф., доктор економ. наук
7. Р.І. Тринько, проф., доктор економ. наук
8. В.Є. Юринець, проф., доктор фіз.-мат. наук
9. О.В. Максимук, доктор фіз.-мат. наук
10. Л.Є. Альошина, кандидат економ. наук, доцент (науковий редактор)
11. А.Є. Жмуркевич, кандидат економ. наук, доцент (відповідальний редактор)
12. С.В. Федорова (літературний редактор)

Комп'ютерна верстка: А.Є. Жмуркевич
Коректор: С.В. Федорова

Постановою президії ВАК України № 2/05–5 від 08.06.2005 р. журнал внесено до переліку фахових видань з економічних наук.

Свідоцтво про державну реєстрацію КВ № 4877 від 20. 02. 2001 р.

Рекомендовано до друку

вченою радою Львівської

державної фінансової

академії (протокол №3 від 14. 12. 2006)

© Львівська державна
фінансова академія, 2006

ЗМІСТ

I. Питання бюджетної та податкової політики

<i>Буряк П.Ю.</i> Про перспективи валютно-фінансової інтеграції України в ЄС	7
<i>Спіріна О.М.</i> Податкове навантаження на торговельні підприємства	15
<i>Гончарук С.М.</i> Підвищення якості аудиторських послуг в Україні – важливе завдання сьогодення	20
<i>Галазюк Н.М.</i> Вплив державного регулювання на результати діяльності природних монополій	25
<i>Глубіш Л.Я.</i> Державне регулювання та стимулювання розвитку сільського господарства: досвід зарубіжних країн, можливість та доцільність його використання в Україні	30
<i>Длугопольський О.В.</i> Адміністративний вплив держави та реакція економічних суб'єктів: прояви «ефекту кобри»	38
<i>Ліщинська Л.Б., Пальчук Н.В.</i> Шляхи реформування податкової системи України	45
<i>Буряк П.Ю., Крупський В.С.</i> Напрями реформування державної фінансової підтримки сільського господарства	51

II. Підприємництво в Україні

<i>Альошина Л.С., Попович Д.В.</i> Проблеми розвитку корпоративного управління в Україні та шляхи їх розв'язання	57
<i>Савчук Н.В., Бець М.Т.</i> Фінансові проблеми бюджетування об'єктів природно-заповідного фонду	63
<i>Труфіна Ж.С.</i> Основні підходи до побудови системи обліку витрат за центрами відповідальності на хлібопекарних підприємствах споживчої кооперації	68
<i>Чижевська М.Б.</i> Принципи діяльності кредитної кооперації	75
<i>Шаповалов В.О.</i> Удосконалення економічного механізму координації акціонерних відносин як запорука ефективності функціонування акціонерного капіталу	84
<i>Яцюк О.С.</i> Досвід США у сфері проведення та фінансування санації підприємства та перспективи його використання в Україні	92

УДОСКОНАЛЕННЯ ЕКОНОМІЧНОГО МЕХАНІЗМУ КООРДИНАЦІЇ
АКЦІОНЕРНИХ ВІДНОСИН ЯК ЗАПОРУКА ЕФЕКТИВНОСТІ
ФУНКЦІОНУВАННЯ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ

Анотація

Розглядаються заходи щодо підвищення ефективності акціонерного капіталу.

Annotation

The measures of increase of efficiency of equity are examined.

Соціально-економічна структура економіки України за останнє десятиріччя якісно змінилася, що передусім пов'язано з процесом трансформації національної економіки, переходом її на ринкові засади господарювання. Одним із наслідків цього стало формування акціонерного сектору як атрибуту сучасної економічної системи. Але його проблема залишається тією ж: забезпечення умов для ефективного функціонування акціонерного капіталу. У сучасних економічних дослідженнях називається велика кількість причин такого становища. Однією з них є відсутність високоефективного та функціонального організаційно-економічного механізму, який би узгоджував розвиток та здійснював координацію відносин в акціонерному секторі.

Серед численних доробок вітчизняних науковців у галузі акціонерних відносин існує значна кількість робіт, в яких відображено основні напрями розвитку акціонерного сектору України. Серед них можна відзначити праці Гайдуцького П. І., Дем'яненка П. В., Денис О. Б., Денисенка М. П., Єранкіна О., Колупаєва А. П., Кривошапки Ю. М., Мозгового О., Опришка В. О., Петруні Ю. Є., Сірка А. В., Шеремета О. О., Черпак А. та інших. Але в них відсутній комплексний підхід до вирішення проблем функціонування акціонерного капіталу, підхід, який ґрунтується на дії економічного механізму координації акціонерних відносин (ЕМКАВ). Кожен з науковців акцентує увагу лише на певному окремому елементі ЕМКАВ, без врахування інших, ізолювано та відокремлено один від одного.

Дослідження напрямів удосконалення акціонерних відносин в Україні, розвиток яких визначається певним координуючим механізмом, *становить мету цієї роботи*. Відповідно до цього ми вважаємо за необхідне визначити, які елементи ЕМКАВ потребують нині ефективних змін, що сприятимуть повноцінному функціонуванню акціонерного капіталу.

У вітчизняній науковій літературі поняття ЕМКАВ практично не використовується. Замість нього дослідники користуються терміном «організаційно-економічний механізм діяльності акціонерного товариства» [1; 2; 3]. Але такий підхід значно звужує сферу поширення акціонерних відносин та методів їх регулювання, оскільки зводиться лише до мікроекономічного рівня. На наш погляд

є недопустимим, тому що при аналізі функціонування акціонерного капіталу необхідно враховувати й макрорівень економіки. Саме тому при дослідженні стану та перспектив розвитку акціонерного сектору доцільно використовувати поняття економічний механізм координації акціонерних відносин».

На нашу думку, ЕМКАВ являє собою сукупність інструментів, засобів, методів та принципів, за допомогою яких здійснюється координація розвитку акціонерних відносин для забезпечення ефективного функціонування акціонерного капіталу та економічної реалізації акціонерної власності. Його дія поширюється на рівні сучасної економічної системи, в яких виникають акціонерні відносини. В свою чергу, ЕМКАВ поділяється на регульовано-ринковий та стихійно-ринковий механізми, а основними його елементами є нормативно-правове, інституційне та інформаційне поле. Саме наявність цих сфер, їх наповненість та розвиненість і визначають стан та перспективи акціонерного сектору.

В процесі трансформації економіки України серед багатьох проблем, пов'язаних з її подальшим розвитком, спостерігається парадоксальна ситуація, за якої функціонування такої масової форми підприємств, як акціонерна, знаходиться у правовому вакуумі, що призводить до численних правопорушень у сфері акціонерних відносин. На це звертає увагу досить велика кількість науковців [4; 5; 6; 7]. Занадто затягнулося формування нормальної та стабільної правової бази для акціонерного сектору, оскільки чинний Закон «Про господарські товариства» вже давно не відповідає мінімальним вимогам щодо регулювання діяльності акціонерних товариств. В країні до цього часу немає основного закону, що регулює різні сторони акціонерних відносин. Швидкий розвиток акціонерного бізнесу в Україні відбувається без достатнього юридичного підґрунтя. Цивільне та господарське законодавство суттєво відстає від економічних реалій країни. Сам же Закон «Про господарські товариства», який справедливо вважався одним з кращих на теренах СНД та, безумовно, відіграв позитивну роль у свій час, є надмірно лаконічним та неповним. Різноманітні, недостатньо узгоджені між собою нормативні акти та інструкції не можуть забезпечити належного правопорядку, що досить сильно позначається на організації та діяльності акціонерних товариств, де неупорядкованість та безконтрольність є причинами порушення прав власників акцій, а інколи і прямого шахрайства щодо численних акціонерів.

Крім того, недосконалість наявної правової бази дає можливість без формального порушення норм чинного законодавства нехтувати інтересами або навіть прямо порушувати права акціонерів. При цьому відсутні надійні механізми їх реалізації та ефективного захисту. Водночас чинне законодавство України не забезпечує достатньо повного та чіткого регулювання діяльності акціонерних товариств, що призводить до численних порушень прав інвесторів та гальмує інвестиційні процеси.

Як свідчить практика, в процесі повсякденної діяльності українських акціонерних товариств виникає ряд проблем, які не повною мірою або взагалі не вирішуються чинним законодавством: питання, пов'язані з підготовкою та проведенням загальних зборів акціонерів, формуванням керівних органів, збільшенням акціонерного капіталу, доступом до інформації про управління акціонерною власністю. Однією з найважливіших та найболючіших проблем, які не вирішує чинне законодавство, є захист корпоративних прав інвесторів, відсутність попереджувальних заходів, що унеможливають розширення прав одних акціонерів за рахунок інших.

Дослідження Української асоціації інвестиційного бізнесу показало, що найбільш поширеними порушеннями прав акціонерів у практиці вітчизняних акціонерних товариств є такі: недостатня участь у прийнятті рішень про відчуження власності – це відзначили 68,5% фахівців; незадовільний стан справ із розкриттям інформації про емітентів – 55,6%; недостатня участь у контролі угод на значні суми – 40,7%; ускладнення представництва у спостережній раді – 31,5%; недостатня можливість для дрібних інвесторів впливати на формування порядку денного загальних зборів – 31,5%; питання одержання частини прибутку АТ у формі дивідендів – 25,9%; неврегульованість процесу перереєстрації прав власності на іменні цінні папери – 25,9%. Порушення також спостерігаються на етапі підписки на акції додаткової емісії, у процедурах участі у загальних зборах акціонерів, мають місце випадки деструктивних дій власників відносно великих пакетів акцій (10-40%), які своєю неявкою зривають збори, а також факти залежності обігу акцій від власника контрольного пакету, яким часто виступає керівництво АТ [8].

Усі ці проблеми можна вирішити прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства», проект якого неодноразово розглядався Верховною Радою України. Аналіз статей, положень, норм цього законопроекту показав, що в ньому враховано велику кількість ситуацій, які не відображаються в Законі «Про господарські товариства». Зокрема, в законопроекті чітко окреслені три рівні системи управління (загальні збори – наглядова рада – виконавчий орган) та розподілені повноваження між ними. На відміну від чинного закону, у законопроекті дається визначення наглядової ради і приписується, коли її створення є обов'язковим. Значну увагу в законопроекті приділено порядку обрання членів наглядової ради, її кількісному складу, організації роботи. Для того, щоб наглядова рада не підпадала під вплив виконавчого органу і мала важелі впливу на нього, у проекті встановлено заборону на суміщення посад; запропоновано надати членам наглядової ради право бути присутніми на будь-яких засіданнях виконавчого органу, обирати та звільняти його. Для того, щоб наглядова рада користувалася довірою всіх акціонерів та ефективно захищала їх інтереси, обрання її членів запропоновано здійснювати кумулятивним голосуванням. Але незважаючи на усі позитивні сторони

...проєкту, він щоразу відхиляється Верховною Радою і до цього часу не набирає сили. У прийнятті Закону зацікавлені міноритарні акціонери та інвестори, але він не сприймається великими акціонерами та менеджментом акціонерних товариств.

Головним напрямом розвитку ефективно діючого ЕМКАВ повинна стати реформа надійного інституційного поля, під яким слід розуміти сукупність державних і державних інститутів, що забезпечують розвиток акціонерного капіталу. Як завжди звертають увагу як вітчизняні науковці, так і практики [9; 10; 11], інституціоналізація відображає фундаментальний напрям розвитку акціонерної економіки та поширення інвестицій через фінансові інститути. Значні активи та операції інституційних інвесторів дозволяють їм контролювати ефективність менеджменту акціонерних товариств, формувати направленість цих дій на підвищення динамічної ефективності відтворення капіталу корпорації і, відповідно, ціни акцій.

Якщо говорити про найбільш загальний підхід, розвиток таких інститутів передбачає ефективне функціонування ринку цінних паперів та його інфраструктури в наявності відповідних державних установ. Зараз в Україні немає системної інфраструктури ринку цінних паперів, а існує певний набір її інститутів (організатори торгівлі, депозитарії, зберігачі, реєстратори). Організатори торгівлі функціонують автономно за своїми окремими правилами. Вони не пов'язані ані технологічно, ані інформаційно. Депозитарна система технологічно відстає від європейської системи та гальмує рух фіктивного акціонерного капіталу. Певні елементи системності проявляються у суб'єктів депозитарної діяльності лише в процесі функціонування організованого ринку. Тому одним із напрямів розвитку інфраструктури ринку акцій має стати розбудова Національної депозитарної системи, в рамках якої слід передбачити створення в Україні Центрального депозитарію цінних паперів, ефективно контрольованого державою та незалежного від фінансово-промислових груп і професійних учасників фондового ринку. Іншими напрямками розвитку зазначеного інституту, на нашу думку, повинно стати запровадження цілісної, прозорої й надійної системи реєстрації прав власності на цінні папери та прав за цінними паперами, виконання договорів щодо цінних паперів; введення єдиних правил та технологічних процедур щодо обліку цінних паперів; уніфікація принципів і порядку здійснення діяльності учасниками Національної депозитарної системи та взаємодії між ними; розвиток різних видів професійної діяльності на ринку цінних паперів.

Особливої уваги потребує питання подальшого розвитку ринкових інститутів фондового ринку. Сьогодні на ринку цінних паперів здійснюють професійну діяльність банки, небанківські фінансові установи, інституційні інвестори, фондові біржі, інші організатори торгівлі. Більшість компаній-торговців акціями, утворені

для обслуговування певних фінансово-промислових груп, щорічно укладають обмежену кількість угод, практично не здійснюючи професійну діяльність на фондовому ринку. Як відзначають науковці [12], в Україні переважає позабіржовий обіг акцій, що не сприяє ефективній дії ЕМКAB. Але командно-адміністративними методами перевести торгівлю на організований ринок також неможливо. Це пояснюється сформованими механізмами руху та перерозподілу акціонерного капіталу, від яких великі акціонери (в тому числі фінансово-промислові групи) не бажають відмовлятися. Якщо держава дійсно зацікавлена у функціонуванні прозорого фондового ринку, вона повинна запропонувати відповідні стимули для зосередження торгівлі корпоративними цінними паперами на організованому ринку. Для цього потрібно прийняти Закон України щодо концентрації угод купівлі-продажу цінних паперів емітентів, що мають стратегічне значення для економіки та безпеки держави, на організаційно оформленому ринку; внести зміни до системи оподаткування операцій з купівлі-продажу цінних паперів на організованому ринку; встановити вимоги щодо мінімального обсягу торгів цінними паперами, за яких можливе функціонування ліцензованого організатора торгівлі; законодавчо уточнити статус торговельно-інформаційних систем; надати право фондовій біржі здійснювати кліринг за операціями з цінними паперами та встановити, що фондова біржа визначає один уповноважений банк, через який здійснюються грошові розрахунки за угодами; створити умови для інформаційного та технологічного об'єднання фондових бірж України; розробити та запровадити єдині стандарти діяльності для відповідних торгових систем.

Важливим фактором становлення цивілізованих акціонерних відносин та існування ефективного ЕМКAB є інформаційна відкритість і прозорість. Розкриття інформації є дієвим інструментом впливу на акціонерне товариство та захисту прав інвесторів, основою для ринкового моніторингу та реалізації акціонерами свого права голосу.

Акціонерам і потенційним інвесторам потрібен доступ до регулярної, надійної, порівнянної та достатньо детальної інформації. На її основі вони мають можливість оцінити якість управління акціонерним капіталом, прийняти обґрунтовані рішення з питань оцінки власних акцій та голосування на зборі акціонерів. Недостатня та нечітка інформація заважає активній дії ЕМКAB для регулювання економічних відносин між різними групами акціонерного сектору. Необхідність розкриття інформації базується на тому, що інвестору для прийняття остаточного рішення про вкладення капіталу потрібно здійснити аналіз інформаційною базою якого є не тільки фінансова звітність емітента, а й спеціальна звітність емітентів та інших інвесторів перед регулятором та організатором торгів.

Забезпечення інформаційної прозорості та відкритості акціонерного сектору сприяння адаптації національного ринку цінних паперів міжнародним стандартам

зв'язується розкриттям емітентами цінних паперів інформації щодо фінансово-інвестиційної діяльності, перспектив розвитку за умови усунення проявів дискримінації суб'єктів фондового ринку.

У світовій практиці використовують дві моделі розкриття інформації. Перша – американська, яка базується на розкритті інформації учасниками фондового ринку перед державним регулятором. Європейська модель здебільшого передбачала розкриття інформації емітентами перед організаторами торгів. Організатор вже сам визначав ступінь публічності цієї інформації, її форму, а іноді структуру змістовної частини. Така модель протягом 2002-2004 рр. зазнала значної трансформації у бік посилення ролі регулятора. У кількох провідних європейських країнах вже фактично діють системи розкриття інформації, що підтримуються організаторами торгів і регулятором [13].

З метою приведення українських стандартів до міжнародних, які використовуються на ринку цінних паперів, та реалізації принципів відкритості інформації було створено систему звітності та розкриття інформації щодо стану фондового ринку цінних паперів. Незважаючи на те, що протягом останніх п'яти років в Україні щодо розкриття інформації доволі багато зроблено і регулятором, і ПФТС, подекуди все ще залишається ряд проблем, що робить роботу з українською системою розкриття інформації абсолютно неефективною.

Хоча національна система розкриття інформації працює, у ній все ще залишаються білі плями. Це стосується, насамперед, комплексності у розкритті регулярної та особливої інформації про емітентів. Не можна допускати, щоб система розкриття надавала аналітику один річний звіт, а потім відправляла його за найбільш близьким проспектом емісії емітента до офіційного видання ДКЦПФР. Вона повинна знайомити з повною картиною звітності емітента перед регулятором та перед організаторами торгів.

Недостатність вертикальної інтеграції системи розкриття посилюється недостатнім рівнем горизонтальної інтеграції: на ринку діє з десятків операторів розкриття, і для того, щоб перевірити простий факт наявності звіту емітента у системі розкриття, потрібно перевірити всіх операторів. Пошукові можливості щодо бази звітності є обмеженими майже по всіх операторах. Наприклад, аналітик бажає дізнатися, де і які посади ще обіймає член наглядової ради певного емітента. Виконати такий пошук по річних звітах технічно не складно, але чомусь в жодного з операторів такого сервісу немає. Взагалі будь-який з елементів бази має бути ключовим у пошуку та групуванні з тим, щоб між посадовцями ВАТ і ЗАТ можна було легко виявити корпоративні зв'язки, не натикаючись на них випадково, а отримавши всю картину за допомогою електронної бази даних.

Важливою проблемою стає звітність інвесторів перед регулятором. В Україні практично відсутня така звані бази даних власників більше 10% акцій ВАТ та

ЗАТ. Хоча ці бази доволі оперативно оновлюють, для аналізу вони є незручними.

По-перше, так і не вирішено проблему участі на вітчизняному фондовому ринку офшорних акціонерів. Незрозумілим є, чому анонімних офшорних власників взагалі допускають на вітчизняний ринок акцій та ще й дозволяють їм утримувати великі пакети акцій промислових підприємств. Втрачається сутність самого розкриття, крім того, важко працювати Антимонопольному комітету, який у цій ситуації також нездатний визначити реальних власників ВАТ. По-друге, квартальне оновлення баз даних про власників більше 10% акцій дає оперативну інформацію про стан справ щодо більшості емітентів, але важливо, щоб зміни вносилися безпосередньо при зміні власника на пакет акцій, оскільки часто повідомлення інформаційних агенств про факт укладання угоди або зміни акціонерів випереджають зміни у базі. Втім, зовсім аномальною є ситуація, коли про факт зміни акціонерів або їх структури власники акцій та інвестори дізнаються вже на зборі акціонерів.

Отже, національна система розкриття інформації потребує подальшого реформування разом зі зростанням ролі організаторів торгів під тиском регулятора. Проблемними питаннями розвитку національної системи розкриття інформації залишаються якість звітності емітентів, її періодичність та оперативність. Безумовно, роль регулятора у системі розкриття має бути визначальною, особливо враховуючи останні тенденції розвитку системи розкриття в ЄС. Але і роль організаторів торгів на піку конкуренції не можна недооцінювати. Очевидно, вже настав час для їх активного залучення до процесу поєднання розвитку системи розкриття інформації в Україні.

Результатом проведеного дослідження стало визначення шляхів подальшого удосконалення акціонерного сектору України в нормативно-правовому, інституційному та інформаційному полях. Вони розглядаються не відокремлено один від одного, а як взаємопов'язані елементи координуючого механізму акціонерних відносин. Це має як теоретичне значення, оскільки в науковій літературі відсутній подібний підхід до поліпшення умов функціонування акціонерного капіталу, так і практичне значення, оскільки в дійсності лише одночасний розвиток зазначених сфер за умови взаємодії усіх учасників акціонерних відносин позитивно вплине на стан акціонерного сектору. Звісно, що в роботі не зазначені усі чинники, які впливають на ефективність функціонування акціонерних товариств, а тому першодослідниками розкривається широке поле для подальших розробок у цій сфері.

Література

1. Дем'яненко П. В. Розвиток економічного механізму функціонування акціонерних товариств // Економічне зростання України: стан та чинники.

- забезпечення. – К., 2003. – С. 398-412.
- Ковалюк Ю. М. Організація корпоративного управління діяльністю акціонерних товариств: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.06.02 / Харківський держ. економічний ун-т. – Х., 2002. – 18 с.
- Шеремет О. О. Удосконалення організаційно-економічного механізму діяльності акціонерних товариств харчової промисловості України: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.06.01 / Український держ. ун-т харчових технологій. – К., 2001. – 20 с.
- Колупаєв А. П. Сучасні зарубіжні моделі акціонерного законодавства. Формування національної моделі // Актуальні проблеми міжнародних відносин. – К., 2002. – Вип. 33, ч. I. – С. 117-122.
- Еранкін О. Деякі питання удосконалення управління акціонерних товариств в Україні // Ринок цінних паперів України. – 2003. – №7-8. – С. 41-50.
- Денис О. Б. Особливості акціонування в Україні: загальнодержавні та регіональні аспекти / Социально-экономические аспекты промышленной политики: теоретические аспекты регионального развития и модели инновационного развития территорий. – Донецк, 2002. – Т. 1. – С. 228-232.
- Черпак А. Особливості нормативно-правового регулювання діяльності акціонерних товариств в Україні // Ринок цінних паперів в Україні. – 2005. – №1-2. – С. 33-44.
- Резюме дослідження питань реалізації прав акціонерів в Україні // www.uaib.com.ua.
- Карпенко В. Л., Йохна М. А Вплив інституційного середовища на інноваційний розвиток акціонерних товариств / Наукові праці. – Донецьк, 2003. – Вип. 55. Сер.: економічна. – С. 57-62.
- Мозговий О., Баторшина А. Інституційна складова розвитку національного ринку цінних паперів // Ринок цінних паперів в Україні. – 2005. – №5-6. – С. 47-58.
- Опришко В. О. Формування ринку акцій у перехідній економіці: Автореф. дис... канд. екон. наук: 08.01.01 / Харківський національний ун-т ім. В. Н. Каразіна. – Х., 2000. – 18 с.
- Гайдуцький П. І. Корпоративні аспекти стратегії економічного та соціального розвитку України до 2015 року // Формування ринкових відносин в Україні. – 2004. – №10(41). – С. 5-8.
- Шапран Н., Шапран В. Система розкриття інформації в Україні: прагнення змін // Цінні папери України. – 2005. – №35(375). – С. 10-11.