



**Корнєєв В.В.**, д-р екон. наук  
Інститут економічного прогнозування НАН України

## **МОДИФІКАЦІЯ ВАЖЕЛІВ УПРАВЛІННЯ КОРПОРАТИВНИМИ ПРАВАМИ ДЕРЖАВИ В СТРУКТУРІ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ**

*Обґрунтована необхідність використання розширеного інструментарію в управлінні корпоративними правами держави. Розглянуті засоби реалізації державних корпоративних прав, проаналізована їх динаміка, запропоновані шляхи врегулювання наявних проблем.*

Проблематика управління корпоративними правами держави є маржинальною, що поєднує економічні напрямки досліджень у сфері фінансів (державних і корпоративних), менеджменту (фінансового, стратегічного, ситуативного, міжнародного), а також комерційного права і психології. Серед вітчизняних дослідників цієї проблеми – науковців та фахівців-практиків – вирізняються праці В.Голікова, Є.Григоренка, С.Давимуки, С.Ледомської, О.Мендрула, О.Пасхавера, О.Рудченка, М.Чечетова; серед російських – Р.Капелюшнікова, М.Мальгінова, А.Радигіна, Є.Торкановського та інших. Незважаючи на значний пласт наукових і практичних розробок, постійно у полі зору залишаються питання визначення довгострокових пріоритетів і тактичної мобільності корпоративної політики держави, гармонізації фінансових відносин між інституційними одиницями секторів фінансових, нефінансових корпорацій та загальнодержавного управління.

Відомо, що у 90-ті рр. ХХ ст. головне завдання реструктуризації державної власності полягало у забезпеченні роздержавлення майна, демонополізації структури економіки та загального прискорення інституційних змін ринкового середовища. Фінансовий інструментарій виконання цих завдань пов'язувався з використанням процедур сертифікатної (паперової) приватизації. Починаючи з 2000 р. – першого року грошової приватизації – провідне місце посідає проблема ефективного корпоративного управління. Саме з цього часу держава заявляє про себе як про активного і рівноправного (з погляду позиційної характеристики) учасника фінансового ринку зі зміненими цілями управління своєю власністю.

З розв'язанням проблеми підвищення ефективності використання державної власності пов'язується одночасно вирішення питань наповнення дохідної частини бюджету *на макрорівні* і врегулювання розвитку приватизованих підприємств *на мікрорівні*. У загальному вигляді ці процеси засвідчують відповідний рівень корпоративної і фінансової культури. Операційно цей



етап реформування власності розвивається як шляхом індивідуальної приватизації державних підприємств, так і через продаж часток власності, що належать державі в структурі капіталу вже приватизованих підприємств. Процедурно останній спосіб безумовно збільшує глибину приватизації на величину (пакет) проданих активів.

В останні роки проглядаються спроби оптимізації структури акціонування на мікрорівні з проекцією на розв'язання бюджетних проблем макrorівня, формування гармонійних відносин між інсайдерами і аутсайдерами, найманими менеджерами, афілійованими особами і дрібними акціонерами-працівниками підприємства. Саме гармонійні довірчі відносини в колі учасників корпоративних угод здатні забезпечити інвестиційний поштовх для легітимного руху фінансового капіталу.

Основним інтересом інсайдерів – непортфельних учасників у системі корпоративних відносин – є встановлення корпоративного контролю. Повною мірою це стосується визначення фінансових пріоритетів держави в постприватизаційних умовах розвитку підприємств. Надходження від реалізації державних корпоративних прав (у вигляді дивідендів чи доходу від продажу власності) мають директивне закріплення на законодавчому рівні як частина доходів (фінансування) державного бюджету.

Як відомо, державні корпоративні права власника чи співвласника активів у структурі консолідованого капіталу підприємства визначаються як сукупний еквівалент частки акцій (паїв), що належать державі внаслідок їх придбання на первинних і вторинних фінансових ринках. Держава виступає одночасно в двоєдиній ролі: як власник і як учасник перерозподілу активів у русі фінансових потоків. В умовах стовідсоткового володіння акціями ВАТ держава є одноосібним власником, а у випадку володіння пакетами меншої величини (контрольними чи іншими) держава вступає у відносини співвласності з іншими акціонерами. Безпосередньо функції управління державними корпоративними правами і у відповідних обсягах потоками капіталу виконує уповноважена особа на підставі укладеної генеральної угоди з Фондом державного майна України.

Акції, що належать державі, як фінансовий інструмент можуть бути використані емітентом під час здійснення операцій розміщення цінних паперів (у тому числі і на зарубіжних ринках), їх викупу, дроблення, консолідації, блокування, конвертації та інших дозволених законодавством угод. Корпоративні домовленості щодо реструктуризації підприємств (злиття, об'єднання, поглинання компаній) ще не стали помітним явищем постприватизаційного менеджменту. Слід зазначити, що такі форми концентрації капіталу для господарюючих суб'єктів можуть розглядатись як засіб антикризового управління, який дає можливість вирішувати більш масштабні завдання розвитку підприємств.



У результаті сертифікатного перерозподілу державного майна відбулась легалізація поєднання корпоративних інтересів влади і власності, причому за таких умов керівництво Фонду державного майна України визнало недостатній економічний підтекст приватизації: "крупномаштабна сертифікатна приватизація ... несла в собі не стільки економічне, скільки величезне ідеологічне навантаження", зазначаючи також, що: "... сертифікатна приватизація не була приватизацією в дійсному її розумінні. Це було звичайне роздержавлення власності" [1, с. 8].

Оцінюючи результати приватизації, слід відзначити ряд позитивних зрушень в економічній структурі суспільства і погодитися з позиціями Є.Григоренка і О.Пасхавера відносно здобутків від реформування власності. До позитиву приватизації безумовно належать ліквідація державної монополії в економіці і закладення основ ринкової конкуренції; зниження навантаження на державний бюджет; формування корпоративного сектора економіки і фондового ринку, мережі фінансових посередників; створення критичної маси недержавної власності. Останнє міркування підтверджується тим фактом, що на початок 2000 р. приватизовані підприємства випускали 55% промислової продукції, а обсяги виробництва в 1,7 раза перевищили аналогічний показник на державних підприємствах [2, с. 3; 3, с. 19–24].

Управління державними корпоративними правами реалізується двома шляхами через:

- а) формування дивідендної політики за відповідного розподілу чистого прибутку господарського товариства за звітний період;
- б) продаж акцій (паїв), що належать державі, на визначених торговельних майданчиках (у біржовому і позабіржовому секторах).

У разі дивідендних виплат держава отримує проміжну винагороду у відсотках до номінального обсягу частки корпоративної власності і зберігає корпоративні права. У разі продажу окремих часток капіталу (неповний пакет) акції індосуються з переходом прав власності до наступного фундатора, і держава отримує меркантильний зиск як різницю між останнім (продажним) і попереднім значенням вартості активів.

Якщо відчужується повний пакет акцій, що належить державі, корпоративні права втрачаються (відчужуються теж); в іншому випадку зменшуються на номінальну вартість проданих акцій (навіть якщо останні продаються за капіталізованою ціною, що перевищує номінальну, чи рекапіталізованою, що менша за номінальну, права кореспондуються тільки з номіналом). Усі грошові надходження від реалізації державних корпоративних прав (дивіденди і курсова різниця при продажу акцій) зараховуються до державного бюджету.

Мінлива динаміка часток держави у статутному капіталі ВАТ наведена у таблиці.



Таблиця

Розподіл ВАТ за часткою державної власності  
у структурі акціонерного капіталу\*

Частка державної власності, %	2000 р.		2002 р.		2004 р., листопад	
	Кількість ВАТ	Питома вага ВАТ, %	Кількість ВАТ	Питома вага ВАТ, %	Кількість ВАТ	Питома вага ВАТ, %
< 25	1116	43,8	544	43,8	571	40,7
25 – 50	1012	39,7	726	39,7	566	40,3
> 50	421	16,5	320	16,5	266	19,0

\* Розраховано за даними Фонду державного майна України.

Для порівняння: у II кварталі 1998 р. в Україні діяло 6265 ВАТ з часткою державної власності в статутних фондах. З них у 3385 ВАТ державна частка перевищувала 25%. В 1149 ВАТ держава володіла пакетом від 25 до 51% акцій, в 717 – від 51 до 75%, а в 1519 – пакетом більш ніж 75% акцій. Кількісне порівняння наведених даних щодо державних акціонерних часток за останні вісім років свідчить про значні обсяги їх продажу – корпоративний портфель Фонду державного майна України "схуднув" у 4,46 раза.

Як свідчать дані таблиці, держава тримає переважно інсайдерські пакети акцій; досить вагомою є частка блокуючих, а також контрольних пакетів. Це дає змогу на правах власника-інсайдера впроваджувати визначену лінію фінансової поведінки і спрямовувати потоки капіталу відповідно до власних інтересів. Аутсайдерські пакети спонукають до реалізації портфельної стратегії фінансового менеджменту.

Щодо характеристики органів управління державними корпоративними правами, то станом на 01.01.2003 р. серед них налічувалось 991 орган приватизації (62,3% від загальної їх кількості), 265 місцевих органів виконавчої влади (16,7%), 334 центральних органи виконавчої влади (21,0%). До статутних фондів холдингових і державних акціонерних компаній передано 297 державних пакетів акцій.

Стратегія держави в процесі управління корпоративними правами, на думку автора, має передбачати реалізацію таких цілей:

- а) створення і примноження суспільного багатства, вираженого в державному пакеті акцій;
- б) визначення економічних перспектив розвитку ВАТ із здійсненням поточного контролю за його діяльністю.

Поєднання інтересів учасників корпоративних груп, індивідуальних та інституційних, урегулювання спірних питань базується на тактичних схемах реалізації зазначених цілей.

На сьогодні вартісно-інвестиційна оцінка державних корпоративних прав проводиться згідно з "Методикою оцінки майна", затвердженою Поста-



новою Кабінету Міністрів України від 10 грудня 2003 р. № 1891. Оцінка пакетів акцій, що належать державі, здійснюється шляхом проведення стандартизованої чи незалежної оцінки з урахуванням початкової ціни їх продажу (остання може бути номінальною чи середньозваженою за результатами коитування). Очевидно, що загальна вартість державних корпоративних прав у межах кожного конкретного підприємства визначається простим множенням отриманого значення вартості підприємства на коефіцієнт частки акцій, що належать державі внаслідок розпису і затвердження плану приватизації.

Специфіка управління корпоративними правами держави полягає в тому, що залишаються неврегульованими протиріччя між поточними завданнями наповнення дохідної частини бюджету і перспективою реінвестування прибутку на мікрорівні. Фіскальні цілі наповнення бюджету на сьогодні все ще домінують щодо визначення перспектив взаємодії держави і підприємства. Це виявляється в планованих обсягах продажу акцій і обсягах дивідендів на акції, які залишаються у володінні держави. Причому з року в рік ці обсяги-вимоги підтримувалися на високому рівні, і, за винятком останнього – 2003 р., не виконувалися в повному обсязі (кількісний виклад виконання планів приватизації і дивідендних нарахувань на корпоративні права держави буде наведено далі).

В окремих випадках під час приватизації майна спостерігається комбіноване поєднання використання різних фінансових інструментів та різних фінансових потоків: інколи умови продажу акцій передбачають обов'язкове погашення інвестором боргів підприємства (наприклад, приватизація ВАТ "Запорізький алюмінієвий комбінат" пов'язувалася з погашенням товарного кредиту під гарантії уряду в обсязі 60 млн. дол. США (покупець 67-відсоткового пакета ВАТ "ЛиНОС" теж зобов'язався повернути борги підприємства). Прагнення держави розв'язати боргові проблеми за рахунок інвесторів є зрозумілою і виправданою. Такий "кредитно-інвестиційний пасьянс" є вигідним і для держави, і для підприємства – внаслідок ліквідації боргових зобов'язань і подальшого збільшення можливостей капіталізації ринку акцій.

Вирізняються два шляхи здійснення вартісної оцінки фінансових потоків під час приватизації підприємств: а) вільний продаж підприємств на біржах і в позабіржовому секторі в розрахунку на те, що покупець у перспективі вкладатиме кошти в розвиток підприємства і, відповідно, підвищення їх вартості; б) застосування варіантів конкурсного продажу підприємств.

За порівняно короткий проміжок часу проблематично оцінити ефективність шляхів продажу акцій підприємств з участю держави в корпоративному капіталі. Іншими словами, виникають питання щодо відповідності продекларованих і дійсних оцінок вартості фінансових потоків у процесі приватизації. Відповідним чином це негативно відображається на оцінках капіталізації ринку акцій.



В останні роки спостерігається посилене перегрупування структури акціонерного капіталу шляхом активізації дій інсайдерів щодо концентрації власності. При цьому застосовуються різні варіанти: наприклад, використання процедур банкрутства і примусового відчуження майна кредиторами за борги (продаж Зуївської, Курахівської і Луганської ТЕЦ<sup>1</sup>), нелегітимна додаткова емісія акцій (проблеми у ВАТ "Укррічфлот" та "Інгулецький ГЗК"), консолідація акцій примусовим способом з численними порушеннями прав дрібних акціонерів, розпродаж холдингами пакетів акцій. Приватизаційні скандали стають звичним явищем, що супроводжують продаж і перерозподіл власності.

Хід приватизації Запорізького алюмінієвого комбінату (ЗАЛК) засвідчив ручний характер ухвалення рішень, коли наприкінці тендеру примусово були змінені початкові умови і кількість учасників торгів, хоча пролобійований виграш згодом не забезпечив надходження очікуваних коштів на підприємство. Подібна ситуація спостерігалась і з продажем 53,9% ВАТ "Рівнеазот", де також переможець конкурсу ЗАТ "Украгрохімпромхолдинг" не сплатив обіцяних 135,7 млн. грн. за пакет акцій підприємства. Прикладом домагання необхідного рішення від ФДМУ через судові інстанції є також приватизація ВАТ "Північний ГЗК". Судові позови подають також і особи, (у тому числі фізичні), які не є учасниками приватизаційного процесу ("Балцем", "Луганськтепловоз", "Дніпроазот"). В окремих випадках за ухвалами суддів були призупинені конкурси з продажу підприємств ("Харцизький трубний завод", "Ужгородський турбогаз").

Наведені вище, а також інші негативні приклади приватизації створюють антиінвестиційний клімат у державі, що відбивається на діловій активності і зацікавленості в інвестуванні з боку вітчизняних та іноземних партнерів.

Внаслідок нерозвинутості вторинного фондового ринку в Україні, кількісна недооцінка потоків капіталу під час приватизації обумовлюється тим фактором, що підприємства не "відчувають" власної вартості в акціях, тобто можливостей і обсягів капіталізації. Торги здебільшого відбуваються як продаж відсотків статутних капіталів, а не як кругообіг акцій у фінансовому середовищі. У випадку реалізації відразу значного пакета, наприклад контрольного, інвестори після придбання бажаної власності утримують її, і таким чином практично знерухомлений ринок конкретних акцій залишається недооціненим і монополярно керованим в інтересах вузького кола осіб.

---

<sup>1</sup> З набуттям чинності Закону України "Про введення мораторію на примусову реалізацію майна" наприкінці 2001 р. заборонено реалізацію майна підприємства з часткою держави в їх статутних фондах від 25% до вдосконалення механізмів примусової реалізації майна при задоволенні боргових претензій та впровадженні справ про банкрутство.



Доцільно було б, на думку автора, спочатку "розвідати" ринок шляхом продажу дрібних портфельних пакетів (до 5% статутного фонду), щоб визначити купівельний попит і дійсну ціну акцій. Але подібні лакмусові ринкові визначники вартості активів не завжди пропонуються як можливі – наприклад, продаж 68,01% пакета вже згадуваного ВАТ "ЗалК" виставлявся цілісною неподільною частиною. У перспективі, в міру насиченості портфельними ознаками руху фінансових потоків, для держави має сенс відмовлятися від пакетів, що не перевищують 10% статутного капіталу – оскільки такі пакети не дають змоги суттєво впливати на корпоративний менеджмент і не приносять значного доходу.

Окремої уваги заслуговують відносини між акціонерами, у тому числі і між державою та найманими керівниками-менеджерами в інсайдерському типі акціонування. У наукових дослідженнях термін "агентські проблеми" трактується як відображення протиріччя інтересів акціонерів і менеджерів, коли останні приймають рішення переважно для задоволення, в першу чергу, власних індивідуальних вигод, нехтуючи при цьому міркуваннями більш системного характеру [4, с. 67–69]. Внаслідок таких обставин втрачається цілеспрямованість і результативність корпоративного менеджменту, і агентські проблеми ланцюгово породжують необґрунтовані агентські витрати при неефективному використанні активів.

Оскільки наймані та афілійовані менеджери мають достатньо суб'єктивну мотивацію витратити кошти вузькоперсоніфіковано і в надмірних обсягах, ефективність корпоративного управління природно співвідноситься з величиною агентських витрат: чим менші витрати, тим ефективнішим є корпоративне управління.

Особливості розвитку вітчизняного ринку пайового капіталу дозволяють характеризувати його як недокапіталізований і функціонуючий в переважно первинній формі розвитку з інсайдерським типом корпоративного менеджменту. За збереження негативних обставин, фондовий ринок у найближчому майбутньому може мати додаткові проблеми з ліквідністю. Активізація торговельних угод, яка часто ототожнюється зі збільшенням обсягів операцій, не повинна бути самоціллю і оцінюватись однозначно позитивно. Спекулятивна і оманлива капіталізація ринку (сумний досвід 1996–1998 рр.) без відповідного макроекономічного підґрунтя – розвитку базових галузей економіки, особливо виробництва, – може призвести до руйнівних наслідків. Необхідні вирівнювання і синхронізація потоків капіталу на товарних і фінансових ринках, зниження ризиків інвестування і гармонізація відносин у площині корпоративного управління.

Таким чином, характер руху капіталу і особливості фінансових відносин між учасниками ринку в процесі приватизації державного майна і пост-приватизаційного менеджменту віддзеркалюють наявні процеси трансфор-



мації вітчизняної економіки і вибору фінансових пріоритетів держави в останні роки. Для підвищення ефективності управління державними корпоративними правами необхідно в першу чергу забезпечити прозорі корпоративні відносини з релевантною фінансовою інформацією.

Слід зазначити, що починаючи з 2002 р. спостерігаються очевидні зрушення в напрямку встановлення "цивілізованих" корпоративних відносин в Україні. Цьому, зокрема, сприяє набуття чинності нових правових актів. Так, 21 березня 2002 р. Президент України підписав Указ № 280/2002 "Про заходи щодо розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах", в якому міститься вимога посилення нормативного забезпечення розв'язання зазначеної проблеми. Згодом 13 червня 2002 р. Уряд України схвалив Концепцію корпоративно-дивідендної політики держави. Цими документами передбачено застосовувати диференційований підхід до напрямків використання прибутку і визначення розміру дивідендів на державні частки в капіталі ВАТ, що залишає відкритим питання щодо принципу нарахування дивідендів. Чіткої формули (рівня) нарахування і відрахування дивідендних платежів до бюджету немає. ФДМУ залишає за собою право визначати обсяг дивідендів у залежності від факторів макrorівня (бюджет) і мікрорівня (спроможність отримати прибуток). 29 жовтня 2003 р. підписана Постанова Кабінету Міністрів України № 1679 "Про формування і ведення Реєстру корпоративних прав держави", якою Фонд державного майна уповноважено формувати і вести зазначений реєстр, а також оприлюднювати відповідну інформацію.

Зазначимо, що за прозорих умов функціонування ринку несуттєво, хто є власником активів – державні чи недержавні інститути. Більш важливим є уміння розпоряджатися власністю, зберігати і примножувати її. Держава, фактично, нічим не відрізняється від інших власників у структурі акціонерного капіталу, і тому не може розглядатись як привілейований акціонер, що наділений особливими правами і обов'язками. Оскільки при цьому, по-перше, порушуються відповідні норми чинного законодавства щодо самостійності фінансової поведінки підприємств; по-друге, звужуються можливості економічного відтворення господарюючих суб'єктів та згортаються їх фінансові програми; по-третє, корпоративний менеджмент перетворюється в корпоративний диктат, оскільки навіть за наявності контрольного пакета держава має піклуватися про перспективи розвитку підприємства, а коли пакет держави значно менший, то подібні вимоги не коментуються. Така ситуація є прикладом відокремлення фінансових інтересів на мікро- і макrorівнях. На справедливую думку Ю.Сизова, "неспівпадання суб'єктів власності і контролю призводить до того, що інструменти контролю ... використовуються не для нагромадження капіталу, а для його викачування з виробничої системи" [5, с. 52].

Відзначимо, що на сьогодні в комплексі питань управління державними корпоративними правами все ще превалюють поточні ситуативні міркування





і заходи щодо фінансування потреб бюджету шляхом продажу державних корпоративних прав та отримання дивідендів на акції, власниками яких є держава.

Поточно-ситуативний характер такої позиції характеризується і кількісними викладками. Плани надходжень до бюджету від продажу часток державної власності і обсягів дивідендних нарахувань майже ніколи не виконувались. Так, за останні роки надходження коштів від продажу об'єктів приватизації до державного бюджету склали: 1997 р. – 70 млн. грн., 1998 р. – 360 млн. грн., 1999 р. – 694 млн. грн., 2000 р. – 2,29 млрд. грн., 2001 р. – 2,56 млрд. грн., 2002 р. – 0,603 млрд. грн. (в 2000–2001 рр. цей показник не досягав і половини обумовленої попередньо законодавчої вимоги, а в 2002 р. ледь перевищив її десяту частину). Вперше річний план приватизації був виконаний у 2003 р. – до бюджету від продажу майна було перераховано 2,175 млрд. грн. з відповідсотковим перевиконанням річного завдання.

Попри постійно завищені дивідендні очікування, відповідні надходження до державного бюджету у 1997 р. склали 15,4 млн. грн.; у 1998 р. – 43,1 млн. грн.; у 1999 р. – 70 млн. грн., у 2000 р. – 136 млн. грн. при річному плані 275 млн. грн., тобто приблизно 49,6% від обумовленого обсягу. У 2001 р. до державного бюджету було перераховано 74 млн. грн. дивідендів на державні корпоративні права, – приблизно третину від річного плану в 200 млн. грн., у 2002 р. – 175,5 млн. грн. (близько 40% від необхідних 438,9 млн. грн.), а у 2003 р. – 224,4 млн. грн. (72,3% від річного плану в 310 млн. грн.). У товариствах із контрольним пакетом акцій, який належить державі, дивідендні суми спрямовуються повністю до державного бюджету, і практично питання щодо реінвестування прибутку у розвиток підприємств не виникають. Все це сприймається як адміністративний, а не ринковий підхід до регулювання фінансових відносин у вітчизняній практиці корпоративного управління.

Держава недостатньо взаємодіє з фінансовими посередниками з питань саме управління обігом акцій ВАТ з часткою держвласності (а не тільки їх продажу). Спеціальний інститут уповноважених осіб, що виконують функції управління державними корпоративними правами, фактично орієнтований на пасивне супроводження поточної діяльності ВАТ, на передпродажну підготовку і продаж акцій підприємства згідно з планами приватизації. Уповноважена особа переважана складанням звітності, не зацікавлена і не несе відповідальності за результати господарської діяльності підприємства. Погодження більш-менш суттєвих питань із чиновниками органів приватизації є обов'язковим. При цьому, за словами Є.Торкановського, "... залишився незмінним один з основних недоліків адміністративної системи: рішення приймає ні за що не відповідальний і практично безконтрольний апаратний працівник" [6, с. 68]. Метод фінансового менеджменту "investment timing" – управління перспективними інвестиціями, який широко застосовується на



розвинутих ринках, у межах вітчизняної корпоративної ідеології практично не використовується. Ліквідація ДАК "Держінвест України" у 2000 р., яка була інвестиційно-кредитною установою зі 100-відсотковим державним капіталом, тільки посилила позиційну дезорієнтацію держави, і на сьогодні не видно аналогічних професійних операторів ринку. Грошова приватизація великих державних підприємств продовжує проводитися в ручному режимі. Такий індикативний підхід, звісно, має свої переваги, пов'язані з жорсткістю директивного управління, але водночас обмежує збалансування корпоративних інтересів ринковими методами, які пригнічуються адміністративно.

Для посилення дієвості важелів управління корпоративними правами держави доцільно, в першу чергу в законодавчому порядку (а не на рівні рішення уряду), визначити довгострокові пріоритети корпоративної поведінки держави, яка враховувала б не тільки поточні, а й перспективні міркування щодо наповнення дохідної частини бюджету. При цьому одночасно вирішується питання збільшення власного капіталу ВАТ і зміцнення їх фінансової бази в цілому. Продаж державних часток власності з метою врегулювання фіскальних проблем не може мати однозначної позитивної оцінки, – в стратегії сталого економічного зростання саме інвестиційні індикатори набувають першочергового значення.

У випадках володіння державою контрольним пакетом акцій, мораторій на кількарічну сплату дивідендів міг би дати змогу підприємствам реінвестувати прибуток у власні програми відтворення, що згодом повернулося б сторицею. До того ж, було б доцільним застосування кумулятивних форм дивідендних розрахунків, коли останні сплачуються не періодично, а накопичуються як депозитний вклад з обов'язковим, але віддаленим поверненням. Взаємні вигоди для підприємства і акціонерів у такому разі незаперечні.

Очікування і споживання дивідендів характерне для первинних ринків, де інтереси і уподобання учасників не усталені, насторожені, а бажання отримати швидкі прибутки, нехтуючи потребами наступного розвитку, є домінуючими. Натомість, вторинні ринки дають змогу отримати не тільки дивідендний зиск, а й зіграти на різниці між початковою (номінальною) ціною придбання акцій і ціною їх продажу (перепродажу). Бачення, розуміння і реалізація фінансової перспективи з капіталізованою вартістю активів є свідченням зрілої, а не поверхово-декларованої корпоративної політики.

У перспективі (і зовсім недалекій) державі доцільно змістити акценти у виборі володіння різновеликими пакетами акцій: не тільки продавати-приватизувати своє майно, а й викуповувати акції привабливих підприємств на вторинному ринку, – тим самим здійснюючи у власних інтересах легітимні операції консолідації капіталу з одночасною підтримкою ліквідності і ринку, і конкретних фінансових інструментів. Цілком доречним могло б стати впровадження трастових послуг щодо управління акціями (частками, паями)



дрібних акціонерів, які погоджуються на передачу трасту своєї корпоративної частки з правом тимчасового розпорядження на свою користь чи користь будь-якої іншої сторони, у тому числі і державної. Для цього потрібно заснувати спеціальну фінансову корпоративну організацію з відповідними повноваженнями і з участю держави у статутному капіталі.

Паралельно з розгортанням грошової приватизації в економіці відбувається перерозподіл сфер впливу на формування і спрямування фінансових потоків, які, враховуючи українські реалії, відображають далеко не прозорі і не зовсім легітимні стосунки між учасниками конкурсних угод. Боротьба за корпоративний контроль відбувається у практично невидимій для пересічних акціонерів фінансовій площині.

Гармонізація корпоративних відносин за участю держави буде залежати від того, якою мірою процедури реалізації майнових прав акціонерів, наповнюючись економічним змістом, стануть гарантом їх інтересів і основою благополуччя. Виявлення постприватизаційних особливостей становлення корпоративного управління дозволить державі впроваджувати ті чи інші регулятивні важелі, стимулювати і відкривати нові орієнтири розвитку, прийнятні для всіх учасників ринку.

### **Література**

1. *Чечетов М.* Ретроспектива і перспектива української приватизації // Дзеркало тижня. – 2000. – № 29. – С.8.
2. *Григоренко Є.* Приватизація в Україні: досягнення і недоліки // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2000. – № 6. – С. 2–5.
3. *Завершальний етап приватизації в Україні / О.Й.Пасхавер, Л.Т.Верховодова, Т.Є.Воронкова, Н.В.Терещенко.* – К.: Міленіум, 2003. – 78 с.
4. *Чиркова Е.В.* Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? – М.: ЗАО "Олимп-бизнес", 1999. – 288 с.
5. *Сизов Ю.* Стратегический подход к регулированию рынка ценных бумаг // Вопросы экономики. – 2001. – № 11. – С. 51–68.
6. *Торкановский Е.* Структура акционерного капитала // Экономист. – 1999. – № 2. – С. 63–74.