

М. В. ЛЕЩЕНКО*Межрегиональная Академия управления персоналом, г. Киев*

ПУТИ УСОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ДОПОЛНИТЕЛЬНОГО ВЫПУСКА АКЦИЙ АКЦИОНЕРНЫМИ ОБЩЕСТВАМИ В УКРАИНЕ

Наукові праці МАУП, 2008, вип. 1(17), с. 318–326

Рассматривается и анализируется законодательная база функционирования акционерных обществ в Украине. Описываются возможные способы ее совершенствования.

Одним из направлений реформирования экономики в связи с переходом к рыночным отношениям было создание эффективного корпоративного сектора экономики, но за 15 лет реформ существенных результатов в этом деле фактически не достигнуто. Хотя крупнейшие предприятия Украины, обеспечивающие львиную долю национального дохода, имеют акционерную организацию, нельзя сказать, что их экономические достижения получены благодаря именно этой организации. Выяснение причин подобного положения имеет важное значение для исправления ситуации на будущее.

Корпоративные субъекты хозяйствования, как и фондовый рынок, отсутствовали в социалистической экономике и были новыми для реформируемой экономики институтами.

Первым законодательным актом, призванным регулировать создание и функционирование корпоративных субъектов хозяйствования, является Постановление Совета Министров СССР от 19 июня 1990 г. “Положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью” [1].

С принятием в 1991 г. Закона Украины “О хозяйственных обществах” от 19 сентября 1991 г. [4], Закона Украины “О ценных бумагах и фондовой бирже” от 18 июня 1991 г. [3], а также Закона Украины “О приватизации государственного имущества” от 19 февраля 1992 г. [6] и других приватизационных законов в Украине была создана правовая база формирования корпоративного сектора экономики. Однако без эффективно

функционирующего фондового рынка успешное развитие корпоративного сектора экономики было невозможно. К середине 90-х годов задачи реструктуризации производства объективно потребовали, с одной стороны, изменения существующей структуры капитала акционерных обществ, а с другой — привлечения внешних источников финансирования. С точки зрения рыночной теории, в качестве основного инструмента перераспределения собственности и привлечения инвестиций должен был выступать фондовый рынок (рынок акций). Ввиду этого во второй половине 90-х годов были приняты Законы Украины “О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине” от 30 октября 1996 г. [5] и “О Национальной депозитарной системе и особенностях электронного обращения ценных бумаг в Украине” от 10 декабря 1997 г. [7], которые стали базовыми актами в формировании правовой основы развития фондового рынка.

Кроме того, действуют иные законодательные акты, касающиеся функционирования акционерных обществ: Закон Украины “О собственности” от 7 февраля 1991 г. [2], постановление Кабинета Министров Украины “Об утверждении Положения о Наблюдательном совете” от 15 июня 1994 г. [10], Типовой устав открытого акционерного общества, утвержден приказом Фонда госимущества Украины и Министерства экономики Украины от 12/13 декабря 1994 г. [11] и Типовой устав закрытого акционерного общества, утвержден теми же госорганами от 8 октября 1996 г. [12] и др.

На 1 января 2005 г. в Донецкой области было зарегистрировано 2825 акционерных обществ [13]. В целом по Украине на 1 января 2005 г. зарегистрировано 34571 акционерное общество, из них 11730 открытых акционерных обществ и 22167 закрытых акционерных обществ [14].

Годы противоречивой хозяйственной практики показали недостаточную эффективность законодательства, которое не обеспечивало развитие инвестиционных процессов посредством фондового рынка.

К основным нормативным актам, положения которых лежат в основе осуществления действий, связанных с дополнительным выпуском акций, относятся:

- Хозяйственный кодекс Украины от 16 января 2003 г. [15];
- Гражданский кодекс Украины от 16 января 2003 г. [16];
- Закон Украины “О хозяйственных обществах” от 19 сентября 1991 г. [4];
- Закон Украины “О ценных бумагах и фондовой бирже” от 18 июня 1991 г. [3];
- Закон Украины “О государственной регистрации юридических лиц и физических лиц — предпринимателей” от 15 мая 2003 г. [8];
- Положение о порядке регистрации выпуска акций облигаций и информации об их эмиссии, утвержденное решением ГКЦБФР от 9 февраля 2001 г. №18 [17];
- Положение о порядке регистрации выпуска акций закрытых акционерных обществ, утвержденное решением ГКЦБФР от 11 июня 2002 г. № 167 [18];
- Положение о порядке увеличения (уменьшения) размера уставного фонда акционерного общества в редакции решения ГКЦБФР от 16 ноября 2000 г. № 158 [19];
- Положение об упорядочении деятельности по ведению реестров собственников именных ценных бумаг, утвержденное решением ГКЦБФР от 28 мая 1998 г. №60 [20];
- Положение о депозитарной деятельности, утвержденное решением ГКЦБФР от 26 мая 1998 г. № 61 [21];
- Положение о требованиях к сертификатам ценных бумаг, выпущенных в документарной форме, утвержденное решением ГКЦБФР от 31 июля 1998 г. № 95 [22];
- Требования к аудиторскому заключению, которое подается в ГКЦБФР при регистрации информации и выпуска ценных бумаг, а

также при предоставлении регулярной информации открытыми акционерными обществами и предприятиями — эмитентами облигаций (кроме коммерческих банков) утверждены решением ГКЦБФР от 25 января 2001 г. № 5 [23];

- Положение о порядке осуществления дополнительного выпуска акций в связи с проведением индексации основных фондов и увеличением уставного фонда открытых акционерных обществ, акции которых находятся в общегосударственной собственности, утвержденное постановлением Кабинета Министров Украины от 20 июля 1996 г. [24] и др.

Особо отметим роль Законов Украины “О хозяйственных обществах” от 19 сентября 1991 г. и “О ценных бумагах и фондовой бирже” от 18 июня 1991 г. как специальных законов. Как показывает анализ, в том числе практики, объем правового регулирования дополнительного выпуска акций не является достаточным. В Законе Украины “О хозяйственных обществах” порядку увеличению размера уставного фонда посвящена ст. 38. В ней указаны способы увеличения уставного капитала, в том числе путем дополнительного выпуска акций; закреплено преимущественное право акционеров на приобретение акций дополнительной выпуска; право правления на увеличение уставного фонда на 1/3; указано на орган, уполномоченный регистрировать устав с внесенными в него в связи с дополнительным выпуском акций изменениями. Ст. 41 указанного Закона закрепляет компетенцию общего собрания акционеров по внесению изменений в устав, а значит и дополнительному выпуску акций, который сопряжен с этим. В Законе Украины “О ценных бумагах и фондовой бирже” от 18 июня 1991 г. ст. 6 посвящена решению о выпуске ценных бумаг и содержанию протокола, оформляющего данное решение, в ст. 22 и 23 устанавливается порядок регистрации выпуска ценных бумаг и информации о выпуске ценных бумаг, предлагающихся к открытой продаже.

Приведенные выше немногочисленные законодательные положения на протяжении предшествующего периода не обеспечивали беспрепятственного осуществления дополнительного выпуска акций и привлечения необходимого для эффективного хозяйствования объема дополнительных инвестиций. К недостаткам правового регулирования в этой сфере, в частности, можно отнести следующие:

- не определено соотношение понятий “выпуск” и “эмиссия”;
- недостаточно разработан порядок дополнительного выпуска акций и сроки осуществления конкретных действий;
- не урегулирован надлежащим образом вопрос оснований и момента возникновения права на акцию и прав из акции в процессе дополнительного выпуска акций;
- требует совершенствования порядок оплаты дополнительно выпущенных акций;
- не способствует достижению баланса между интересами различных групп акционеров и необходимостью привлечения инвестиций за счет дополнительного выпуска акций распределение компетенции относительно дополнительного выпуска акций между органами акционерного общества. Необходимая оперативность может достигаться за счет использования предоставленного правлению права увеличивать уставный фонд в установленных пределах (не более 1/3 уставного фонда), но этот рычаг вызывает вопросы на практике, кроме того, не относится к тем, которые доказали свою эффективность в зарубежной практике корпоративного управления и др.

23 февраля 2006 г. принят новый Закон Украины “О ценных бумагах и фондовом рынке” [9]. Этот Закон предусматривает целый ряд новшеств, но все же не лишен недостатков, не решает всех вопросов, касающихся правового регулирования дополнительного выпуска акций, т. е. сохраняется необходимость дальнейшего совершенствования законодательства.

Как отмечают исследователи, неэффективность акционерного законодательства “была во многом обусловлена отсутствием цивилизованного рынка акций, который мог бы стать средством защиты прав акционеров и способствовать практическому применению ключевых положений законодательства” [25, 20]. Хотя именно законы должны были обеспечивать формирование цивилизованного рынка акций, т. е. можно говорить об отсутствии в законодательстве механизма решения данной задачи.

Основная причина подобного положения вещей заключалась в отсутствии системного подхода к решению задачи. Как отмечают специалисты, успехи фондового рынка состояли исключительно в создании инфраструктуры рынка, а что касается так называемой “денежной” стороны, то здесь наблюдаются незащищенность

инвесторов, несовершенство законодательства и т. д. [26, 10].

Создание корпоративных субъектов хозяйствования, с одной стороны, и инфраструктуры фондового рынка — с другой, оказалось недостаточным для того, чтобы началось высокоэффективное развитие привлечения акционерными обществами инвестиций через рынок акций. Экономические условия в нашей стране, как и в других странах постсоветского пространства, таковы, что теоретически осознанная потребность получать инвестиции через фондовый рынок, естественная для зарубежных стран с развитой капиталистической экономикой, натолкнулась на ряд как объективных, так и субъективных факторов, которые в сложившихся условиях не получают необходимой нейтрализации.

Первоначально большинство созданных в процессе приватизации акционерных обществ (АО) имели сильно распыленную структуру капитала, сложившуюся в результате распространения акций среди большого количества акционеров — физических лиц. В дальнейшем начались обратные процессы концентрации капитала, при этом происходило сокращение доли акций, принадлежащих рядовым работникам АО, уменьшение количества мелких инвесторов, рост доли акций, принадлежащих руководству АО в структуре их капитала, значительное увеличение доли отечественных внешних инвесторов, продолжение интенсивного сокращения государственной доли собственности [27, 199]. Если в акционерном обществе были сформированы крупные пакеты акций, то отличительной чертой таких обществ являлось наличие специфических отношений между владельцами таких пакетов и менеджментом. Результатом данной структуры капитала АО стала ориентация акционерных обществ не на привлечение инвестиций путем дополнительного выпуска акций, а на сохранение существующего контроля над компанией.

“Контрольные собственники, как правило, приобрели свои пакеты по очень низкой цене, что в условиях слабых гарантий права собственности, неэффективного законодательства и налогового режима толкало их к выводу ценных активов в новые, полностью принадлежащие им структуры, и эксплуатации оставшихся активов до их полного износа, без каких-либо новых вложений в них” [28, 5–10].

Это неизбежно привело к возникновению конфликтов между различными группами владельцев акций, между иными заинтересованными

лицами. В этой связи можно выделить целый ряд порожденных несовершенством законодательства и судебной практики негативных тенденций в корпоративном секторе экономики, в частности, получили распространение недобросовестное перераспределение контроля над обществом без должной компенсации его участникам, без должной компенсации увеличение долей одних акционеров за счет других акционеров или третьих лиц (“размывание долей”) или же прекращение участия некоторых акционеров в акционерном обществе против их воли (“выдавливание акционеров”), манипулирование результатами голосования общего собрания акционеров и др. [25, 16]. Например, нередки случаи, когда “компания, рыночная капитализация и доходность которой не вызывает никаких сомнений, объявляет о реорганизации и требует от мелких акционеров “сдать акции указанному собственнику и угрожает, что в противном случае они их потеряют”; “...открытое акционерное общество запрещает “миноритарщикам” выгодно продавать акции рыночному покупателю, требуя по номиналу сдать их этому самому акционерному обществу” и т. д. [29, 24].

Проведенный специалистами Донецкой области анализ показал, что распространенной практикой стали процессы вымывания активов в акционерных обществах, которые существенным образом снижают рыночную стоимость акций. Преобладающая часть обществ контролируется собственниками значительных пакетов акций, которые не придерживаются баланса интересов между собственными интересами и интересами мелких акционеров. Лишь 3,3 % открытых акционерных обществ привлекают иностранные инвестиции. Свыше 55 % открытых акционерных обществ не имеют дивидендной политики. Несоблюдение прав мелких акционеров снижает вероятность участия граждан в инвестиционных процессах. По состоянию на 1 января 2004 г. население уже имело официально на счетах в банковских учреждениях области средств на сумму свыше 3,0 млрд грн [30], а фактические накопления населения еще больше превышают эту сумму и представляют собой огромный потенциал, который нуждается в эффективной реализации.

Все эти недостатки в основном обусловлены спецификой формирования рыночной экономики — путем массовой приватизации, повлекшей последующие переделы собственности. Как справедливо отмечается в литературе, “перераспределение собственности... носило неоднозначный характер. С одной стороны, оно позволило передать

собственность в руки более эффективных собственников, чем те, что получили ее в результате приватизации. С другой стороны, при отсутствии корпоративных традиций и сложившейся судебной практики передел собственности во многих случаях принимал нецивилизованные формы, а его жертвами становились и эффективные собственники. Это усугублялось несовершенством законодательства о банкротстве и приватизации” [25, 20]. Несовершенство законодательства имело здесь системный характер.

К настоящему времени окончен этап массовой приватизации предприятий, ставших акционерными обществами. Потребности привлечения инвестиций, в том числе иностранных, обуславливают необходимость совершенствования правового регулирования дополнительного выпуска акций АО не только как деятельности на фондовом рынке, но и соответствующих механизмов корпоративного управления, обеспечения гарантий собственности и защиты прав акционерного меньшинства с целью активизации эмиссионной (инвестиционной) деятельности в АО.

“Особое внимание к проблеме корпоративного управления акционерными обществами объясняется тем, что в стратегии развития экономики важная роль отводится именно акционерному капиталу. Это обусловлено не только его масштабами и удельным весом во всей структуре экономики, но и тем, что по своей природе он наиболее приспособлен для привлечения и перераспределения капитальных средств, инвестиционных ресурсов, утверждения позиции страны на мировом рынке капиталов” [31].

Недостаточно взвешенная стратегия приватизации, несовершенство законодательства породили ряд проблем, которые оказывают негативное влияние на состояние инвестиционной активности на фондовом рынке и состоянии фондового рынка в целом [32, 32]. Сохраняющаяся проблема недостаточной эффективности акционерной собственности до настоящего времени является одной из самых актуальных в Украине. Анализируя те или иные способы ее разрешения, нельзя не учитывать, что акционерная форма собственности только потенциально способствует развитию капитала и эффективность ее реализации зависит от эффективного функционирования рынка акций [33, 56].

Нельзя сказать, что рынок акций в Украине не существует. На 1 января 2005 г. общий объем выпуска ценных бумаг, зарегистрированный Государственной комиссией по ценным бумагам и

фондовому рынку, составляет 145,02 млрд грн. В 2006 г. общий объем зарегистрированных Комиссией выпусков ценных бумаг на 11,14 млрд грн больше, чем в предшествующем году. Среди них в течение 2006 г. было зарегистрировано выпусков акций (за вычетом отмененных выпусков) на 28336,238 млн грн. Объем сделок с акциями превосходит объем отдельно взятых сделок с иными ценными бумагами [34].

Однако состояние рынка акций в настоящее время еще неудовлетворительное. Одной из основных негативных тенденций в его функционировании специалисты называют развитие главным образом в рамках передела приватизированной собственности между сформировавшимися олигархическими кланами.

Большинство сделок на рынке акций преследуют цели, связанные с контролем над обществом. Например, весной-летом 2006 г. активизировался процесс покупки и продажи акций ОАО “Донецк-кокс”, ОАО “Донецкий металлургический завод”, ОАО “Норд”, ОАО “Авдеевский коксохимический завод”. По мнению специалистов, такая активизация связана с желанием крупных собственников приобрести дополнительные голоса на общих собраниях акционеров [36, 10].

По данным специалистов, “после финансового кризиса 1998 года уровень концентрации акционерной собственности в Украине практически не менялся, имея очень высокую оценку.., что свидетельствует о практически полном отсутствии малых вложений в капиталы хозяйственных обществ при нынешних условиях. Но и крупный инвестор, инсайдер, чувствует себя в украинском корпоративном секторе так неуверенно, что стремится укрепить свое положение собственника любыми доступными (законными, балансирующими на грани дозволенного, и совсем незаконными) способами: от получения абсолютного контрольного пакета в уставном капитале организации до вымывания активов и доведения предприятия до финансового краха” [37, 130].

Отсутствие продуманной стратегии со стороны государства привело к образованию серьезной проблемы, связанной с дополнительным выпуском акций акционерными обществами с государственной долей участия в капитале. К настоящему времени в Украине насчитывается более 160 таких ОАО [38].

В результате специалистами отмечается крайне низкий уровень использования отечественными акционерными обществами такого способа привлечения инвестиций, как дополнительный

выпуск акций. Общий объем вторичных эмиссий, направленный на реальное привлечение средств предприятиями, составляет лишь небольшую долю среди выпусков ценных бумаг. Так, например, в 2000 г. эта сумма составляла 3,98 млрд грн или 25,6 % общей стоимости выпущенных акций [32, 46]. Проведенный группой ученых и специалистов Автономной Республики Крым анализ показал стремящееся к нулю снижение проведенных в республике дополнительных выпусков [39, 16].

Кроме того, в случае проведения дополнительного выпуска акций этот процесс происходит с нарушениями прав и интересов акционеров, среди которых можно выделить процедурные нарушения (нарушение установленного законодательством порядка принятия решения о дополнительном выпуске акций; нарушение установленных законодательством преференций (ограничение преимущественного права на приобретение дополнительных акций)) [27, 19] и др.

Активизация вторичного рынка ценных бумаг ведет к сокращению доли акционеров — физических лиц, и наоборот, к увеличению доли акций, которые приобретаются иными субъектами хозяйствования — юридическими лицами [40, 20].

В то же время, как отмечают специалисты, размещение ценных бумаг новых эмиссий (в частности, среди населения) является перспективным направлением [27, 46].

Следует отметить, что существуют и другие источники получения инвестиций [41]. Опыт. В большинстве зарубежных стран новые выпуски акций обеспечивают формирование лишь небольшой части корпоративных финансов. Нераспределенная прибыль является доминирующим источником финансирования во всех странах ОЭСР. Банковские ресурсы составляют наиболее важный источник внешнего финансирования. Используются также облигации, но они вносят мало в финансирование фирм в совокупности. В рамках отдельных стран есть своя специфика. Ресурсы банков являются наиболее важным источником финансирования во Франции и Японии, а в Великобритании, Германии, напротив, составляют очень небольшую долю корпоративного финансирования (что неожиданно для Германии, принимая во внимание ориентированную на банки финансовую систему). Финансирование путем выпуска облигаций является значительным источником корпоративных финансов в Северной Америке. Выпуск акций составляет очень небольшую (фактически отрицательную на протяжении недавнего прошлого) сумму корпоративного фи-

нансирования в Великобритании и Соединенных Штатах [42, 40].

Однако изложенное не умаляет значения привлечения инвестиций через рынок акций. Эмиссия акций является одним из способов получения инвестиций, которые необходимы украинским предприятиям, а следовательно, вопросы правового регулирования проведения эмиссионной политики требуют надлежащей разработки. Кроме того, позитивы банковского кредитования существенно умаляются нежеланием предоставлять кредиты на долгосрочной основе, что вполне понятно в нестабильных экономических условиях с повышенной угрозой банкротств. По той же причине инвесторы неохотно идут также на инвестирование в облигации. Следует учитывать также негативные стороны привлечения заемных средств, которые характерны как для отечественной, так и зарубежной практики. Например, компания Global Crossing занимала у кредиторов миллиарды долларов, однако затоваривание на рынке мощностей по передаче данных привело к тому, что в январе 2003 г. компания была вынуждена объявить себя банкротом [43, 16]. Чем больше заемных средств привлекается компанией, тем выше риск банкротства. Кроме того, как отмечают специалисты, занимающиеся проблемой недружественных поглощений, “предоставление кредита каким-то инвестиционным институтом может в результате привести к захвату этого бизнеса по цене весьма далекой от его реальной стоимости” [44, 44].

Это говорит о необходимости разработки альтернативных способов финансирования предприятий. Финансирование хозяйственной деятельности акционерных обществ путем выпуска акций является логичным для данной организационно-правовой формы. Кроме того, инвестирование в акции, при условии более совершенного правового регулирования, способно обеспечивать более высокий уровень гарантий, чем это имеет место при инвестировании посредством кредитования или приобретения облигаций.

Изложенное выше свидетельствует о необходимости решения проблем, препятствующих дополнительному выпуску акций АО и проведению ими эффективной эмиссионной политики на рынке акций.

Приток стратегических инвестиций в АО невозможен также без учета внешних факторов, должного обеспечения интересов потенциальных инвесторов. Одной из наиболее существенных является проблема раскрытия компанией инфор-

мации о структуре владения акциями АО (сами компании нередко не располагают информацией о владельцах ценных бумаг: учет прав на ценные бумаги осуществляют независимые регистраторы, в результате компания и ее акционеры могут узнать об изменении состава акционеров только при подготовке общего собрания акционеров) [25, 16]. Также важно создать определенные гарантии имущественных интересов инвесторов (в плане получения дивидендов), без этого проблема привлечения широких инвестиций в АО посредством рынка акций вряд ли может быть решена. В настоящее время нет никаких гарантий получения акционерами даже минимума прибыли [26, 10], только около 5 % открытых акционерных обществ области платят дивиденды акционерам [30].

В соответствии с Указом Президента Украины от 24 ноября 2005 г., которым утверждены Основные направления развития фондового рынка Украины на 2005–2010 гг., развитие фондового рынка Украины должно происходить так же путем сосредоточения заключения договоров купли-продажи ценных бумаг на фондовых биржах и иных организаторов торговли ценными бумагами; усовершенствования механизмов открытого размещения ценных бумаг акционерных обществ на фондовых биржах [45].

По мнению исследователей, исключительную важность имеет готовность компании к использованию передовых инструментов и методов передовой практики корпоративного управления [31, 5].

Поэтому следует рассматривать как связанные проблемы совершенствования корпоративного управления и развития фондового рынка. Это необходимо учитывать при совершенствовании правового регулирования дополнительного выпуска акций.

В соответствии с исследованиями McKinsey & Company “Global Investor Opinion Survey: Key Findings” в Восточной Европе большинство инвесторов (85 % опрошенных) придают корпоративному управлению не меньшее значение, чем финансовым показателям при принятии решений о вложении средств [46, 52]. При этом, как отмечают специалисты Райффайзенбанка, можно однозначно сказать, что структура управления, структура взаимоотношений с акционерами, эффективность работы совета общества и взаимоотношения совета со всеми акционерами играют чрезвычайно важную роль [47, 40].

В настоящее время в Украине наблюдается прогресс в осознании важности эффективного корпоративного управления АО. Разработаны

Принципы корпоративного управления, утвержденные ГКЦБФР 11 декабря 2003 г., имеющие рекомендательный характер. Начался процесс их добровольного внедрения. Первым из украинских компаний внедрил Кодекс корпоративного управления ОАО “Концерн Галнафтогаз”, ставя при этом целью “обеспечить еще большую прозрачность в управленческих и учетных практиках компании и привести их в соответствие с мировыми стандартами” [48, 87]. Однако в целом проведенный исследователями общий анализ практики корпоративного управления АО в Украине свидетельствует, что из всех декларируемых в международной и отечественной практике принципов корпоративного управления реализуются полностью 9 %, не полностью — 48 %, бездействуют — 43 %. К последним относится также участие заинтересованных лиц в управлении обществом [49, 21], т. е. незадействованным остается принцип, играющий наиболее важную роль в вопросе привлечения инвестиций в АО путем дополнительного выпуска акций. Ввиду изложенного ключевые вопросы корпоративного управления АО следует решить на законодательном уровне.

Принятие Хозяйственного кодекса (ХК) Украины следует воспринимать как новый этап в развитии законодательства. “Принятие и введение в действие с 1 января 2004 г. Хозяйственного кодекса Украины — это знаковое событие в украинском законодательстве. В отечественную правовую систему вошел абсолютно новый и достаточно крупный кодифицированный законодательный акт, который специально предназначен для регулирования хозяйственных (в том числе коммерческих, предпринимательских) отношений” [50, 37]. ХК Украины, в рамках которого была проведена систематизация законодательства, регулирующего как вертикальные (организационно-хозяйственные), так и горизонтальные (производственно-хозяйственные) отношения, создало базу для системного совершенствования законодательства, на что и следует направить усилия. Как отмечает Г. Л. Знаменский, “очень важно выяснить, насколько необходимо и полезно сочетание частноправового и публично-правового регулирования экономических отношений. Это одна из центральных проблем бизнеса, хозяйствования” [51, 47]. Именно в рамках системного подхода могут быть выработаны предложения, реализация которых способна содействовать преодолению неестественного “противостояния” корпоративных субъектов хозяйствования и фондового рынка, проявившегося в наших условиях.

Специалисты отмечают, что в условиях экономического кризиса или спада регулирование может и должно быть ориентировано непосредственно на стимулирование инвестиций. Например, в годы правления Р. Рейгана перед комиссией по ценным бумагам и биржам США была поставлена задача — меньше заниматься надзором за рынком ценных бумаг, а больше “поощрением инвестиций и накоплений” [52, 261].

Практика показывает, что в тех случаях, когда отсутствуют опасения нежелательного перераспределения контроля над предприятием (недружественного поглощения, захвата контроля недобросовестными лицами, иной вынужденной передачи контроля), собственники активно выходят на фондовый рынок, используя дополнительный выпуск акций как способ увеличения уставного фонда (капитала).

Для устранения препятствий, стоящих на пути принятия экономически обоснованных решений о привлечении инвестиций путем дополнительного выпуска акций, требуется совершенствование правового регулирования соответствующих отношений на законодательном уровне на базе продуманных принципов.

При совершенствовании правового регулирования дополнительного выпуска акций акционерными обществами следует помнить, что развитие фондового рынка — не самоцель, цель — получение инвестиций, а фондовый рынок служит лишь средством в этом деле. С учетом этого необходимо найти ответ на вопрос: нужно ли вынуждать предприятия выходить на организованный фондовый рынок*. Подобное решение не принесло бы пользы, поскольку оно направлено не на получение инвестиций предприятиями, а на передел собственности. Нужно создать условия, чтобы акционерные общества сами пошли на фондовый рынок за инвестициями.

* Такие настроения имеют место в связи с отмечаемым специалистами отставанием по сравнению с общим объемом выпуска акций объема сделок с ними на фондовом рынке в целом (в 3,5 раза) и на организованном рынке (почти в 54 раза) [32, 41], при этом рынок акций основных эмитентов в большинстве развитых стран является на 90–100 % биржевым. Например, в Германии из примерно 2500 акционерных обществ 900 имеют листинг на биржах, в Англии из 11 тыс. публичных частных компаний — более 2 тыс. [52, 448]. В то же время, по оценкам ученых, для причисления украинского фондового рынка к развивающимся необходимо достичь размера капитализации рынка акций в 30–40 % к номинальной стоимости ВВП. Для этого современный оборот отечественного рынка ценных бумаг должен быть увеличен почти в 10 раз и составить как минимум 51 млрд грн при неизменной величине ВВП [40, 421].

Культура корпоративного управління, в том числі в аспекті додаткового випуску акцій, во всіх країнах включає не тільки законодавчі акти, але й локальне нормотворчість, практику, стандарти, приймаємі учасниками господарської діяльності добровільно. Основна роль тут повинна належати самим акціонерним товариствам, однак держава може ініціювати процес і сприяти його розвитку.



Література

1. Положення об акціонерних товариствах і товариствах з обмеженою відповідальністю: Постанова Ради Міністрів СРСР від 19 червня 1990 г. // Акціонерне товариство і товариство з обмеженою відповідальністю: Зб. законодавства / Отв. ред. В. А. Туманов. — М.: БЭК, 1990. — 173 с.
2. Закон України "Про власність" від 7 лютого 1991 р. № 697-ХІІ // ВВР України. — 1991. — № 20. — Ст. 249.
3. Закон України "Про цінні папери та фондову біржу" від 18 червня 1991 р. № 1201-ХІІ // ВВР України. — 1991. — № 38. — Ст. 508.
4. Закон України "Про господарські товариства" від 19 вересня 1991 р. № 1576-ХІІ // ВВР України. — 1991. — № 49. — Ст. 682.
5. Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // ВВР України. — 1996. — № 51. — Ст. 292.
6. Закон України "Про приватизацію державного майна" від 19 лютого 1997 р. № 89/97-ВР // ВВР України. — 1997. — № 17. — Ст. 122.
7. Закон України "Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // ВВР України. — 1998. — № 15. — Ст. 67.
8. Закон України "Про державну реєстрацію юридичних осіб та фізичних осіб — підприємців" від 15 травня 2003 р. № 755 // Офіц. вісн. України. — 2003. — № 25. — Ст. 1172.
9. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23 лютого 2006 р. № 3480 // Офіц. вісн. України. — 2006. — № 13. — Ст. 857.
10. Постанова Кабінету Міністрів України „Про затвердження Положення про Спостережну раду" від 15 червня 1994 р. № 556 // Держ. інформ. бюл. про приватизацію. — 1993. — № 8. — С. 19–21.
11. Типовий устав відкритого акціонерного товариства: Утв. приказом Фонду госимущества Украины и Мин-ва экономики Украины от 12/13 декабря 1994 г. № 787/№ 177 // Гос. інформ. бюл. о приватизации. — 1995. — № 1. — С. 11–30.
12. Типовий устав закритого акціонерного товариства: Утв. приказом Фонду госимущества Украины и Мин-ва. экономики Украины от 8 октября 1996 г. № 1182 // Гос. інформ. бюл. о приватизации. — 1997. — № 1. — С. 17–20.
13. Статистичний щорічник Донецької області за 2006 рік / Держкомстат України. Донецьке обл. упр. статистики. — Донецьк, 2005. — 388 с.
14. Україна у цифрах у 2006 році: Стат. довід. — К.: Консультант, 2005. — 263 с.
15. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436 // Офіц. вісн. України. — 2003. — № 11. — Ст. 462.
16. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435 // Офіц. вісн. України. — 2003. — № 11. — Ст. 461.
17. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску акцій і облігацій підприємств та інформацію про їх емісію: Рішення ДКЦПФР від 9 лютого 2001 р. №18 (07-01/98) (у новій редакції) // Офіц. вісн. України. — 2001. — № 22. — Ст. 1019.
18. Про затвердження Положення про порядок реєстрації випуску акцій закритими акціонерними товариствами: Рішення ДКЦПФР від 11 червня 2002 р. №167 // Офіц. вісн. України. — 2002. — № 29. — Ст. 1393.
19. Положення про порядок збільшення (зменшення) розміру статутного фонду // Уряд. кур'єр. — 1998. — № 114-115, 18 черв.
20. Про впорядкування діяльності з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів: Рішення ДКЦПФР від 26 травня 1998 р. № 60 // Уряд. кур'єр. — 1998. — № 99-100, 28 трав. — С. 13.
21. Про затвердження Положення про депозитарну діяльність: Рішення ДКЦПФР від 26 травня 1998 р. № 61 // Уряд. кур'єр. — 1998. — № 103, 2 лип. — С. 4.
22. Про затвердження положення про вимоги до сертифікатів цінних паперів, випущених у документарній формі: Рішення ДКЦПФР від 31 липня 1998 р. № 95 // Офіц. вісн. України. — 1998. — № 33. — Ст. 1264.
23. Вимоги до аудиторського висновку, що надається у ДКЦПФР при реєстрації інформації та випуску цінних паперів, а також при наданні регулярної інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами — емітентами облігацій (крім комерційних банків): Рішення ДКЦПФР від 25 січня 2001 р. № 5 // Офіц. вісн. України. — 2001. — № 8. — Ст. 332.
24. Положення про порядок здійснення додаткового випуску акцій у зв'язку з проведенням індексації основних фондів та збільшенням статутного фонду відкритих акціонерних товариств, акції яких знаходяться у загальнодержавній власності: Постанова Кабінету Міністрів України від 20 червня 1996 р. // Уряд. кур'єр. — 1996. — № 152 – 153, 15 серп.
25. Национальный доклад // Журн. для акционеров. — 2006. — № 6. — С.13 – 36.
26. Кафиев Ю. Станут ли российские акционеры собственниками? // Рынок ценных бумаг. — 1999. — № 22. — С. 10–12.
27. Астапова Г. В., Астапова Е. А., Лойко Д. П. Организационно-экономический механизм корпоративного управления в современных условиях реформирования экономики Украины: Моногр. — Донецк: ДонГУЭТ им. М. Туган-Барановского, 2001. — 526 с.
28. Беликов И. Российские компании — выбор стратегии развития // Журн. для акционеров. — 2003. — № 4. — С. 5–10.
29. Азаров Н. О фондовом рынке // Бизнес. — 2006. — № 29, 19 июля. — С. 24.

30. Ретинський Ю. Д. Регіональна програма розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах та ринку цінних паперів Донецької області на 2006–2010 рр. — <http://securities.org.ua/securities-paper/review.php?id=318&pub=1288>
31. Шихвердиев А. По высоким критериям // Журн. для акционеров. — 2006. — № 5. — С. 4–8.
32. Назарчук М. И. Фондовые биржи на рынке ценных бумаг Украины: проблемы и перспективы развития. — Донецк: ООО “Юго-Восток Лтд”, 2002. — 140 с.
33. Опрышко В. А. Формирование эффективной акционерной собственности // Гос. информ. бюл. о приватизации. — 2000. — № 9. — С. 56–59.
34. Отчет Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку за 2006 г. — <http://www.ssms.gov.ua>
35. Чинчикеев В. Развитие фондового рынка в Украине — “бег с препятствиями” // Акционер. — 2003. — № 1. — С. 35.
36. Бумажные страсти // Негоциант. — 2005. — № 23, 15–21 июня. — С. 10.
37. Пасічник Т. О. Концентрація акціонерного капіталу в українській промисловості // Фінанси України. — 2006. — № 3. — С. 128–134.
38. Иващенко С. Реалии корпоративного управления // Юрид. практика. — 2006. — № 27, 8 июля. — С. 2.
39. Сирош Н. В., Щербак В. О. Совершенствование механизма распределения прибыли в акционерном обществе // Гос. информ. бюл. о приватизации. — 2006. — № 8. — С. 15–16.
40. Грудницька С., Фесечко Л. Корпоративне управління фінансами: проблеми вдосконалення і законодавчого регулювання // Правничий часопис Донецьк. ун-ту. — 2002. — № 2 (8). — С. 20–23.
41. Зельдина Е. Р., Стойка В. М. Проблемы защиты прав инвесторов в условиях специального режима инвестиционной деятельности // Экономика і право. — 2002. — № 1. — С. 72–76.
42. Богачев С. В. Фондовые методы развития промышленных корпораций: вопросы теории и практики: Моногр. — Донецк: ИЭП НАН Украины, 2002. — 294 с.
43. Пустынникова Ю. Собственники и менеджеры: возможности управленческого решения конфликтов // Журн. для акционеров. — 2006. — № 4. — С. 11–17.
44. Защита от недружественного поглощения // Журн. для акционеров. — 2003. — № 4. — С. 44.
45. Про основні напрями розвитку фондового ринку України на 2005–2010 рр.: Указ Президента України від 24 листоп. 2005 р. № 1648 // Уряд. кур’єр. — 2005. — № 228, 30 листоп. — С. 7.
46. Киячков А. Корпоративное управление как фактор привлечения и защиты инвестиций // Рынок ценных бумаг. — 2003. — № 4. — С. 52.
47. Рынок, который будет // Журн. для акционеров. — 2003. — № 11. — С. 36–41.
48. Ильенко З. Управилась // Бизнес. — 2006. — № 16, 19 апр. — С. 87.
49. Мороз Е. Е., Карачина Н. П., Денисюк Л. П. Международные принципы корпоративного управления и их применение в Украине // Гос. информ. бюл. о приватизации. — 2006. — № 7. — С. 19–21.
50. Знаменский Г. Л. Новый этап в развитии хозяйственного законодательства Украины // Хозяйственное законодательство Украины: практика применения и перспективы развития в контексте европейского выбора: Сб. науч. тр. / НАН Украины. Ин-т экономико-правовых исследований. — Донецк: ООО “Юго-Восток Лтд”, 2005. — С. 37–41.
51. Знаменский Г. Государство хочет регулировать все (в рамках дискуссии: О проекте Хозяйственного кодекса) // Обеспечение общественного хозяйственного порядка (Сборник выступлений в периодической печати ученых и практиков о необходимости Хозяйственного кодекса Украины). — Донецк: ООО “Юго-Восток Лтд”, 2002. — Ч. 2. — С. 46–50.
52. Рубцов Б. Б. Мировые рынки ценных бумаг. — М.: Экзамен, 2002. — 448 с.

Чтобы обеспечить создание корпоративного сектора украинской экономики, необходимо совершенствование на законодательном уровне правового регулирования соответствующих правовых и экономических отношений на базе продуманных принципов.

Щоб забезпечити створення корпоративного сектора української економіки, необхідне вдосконалення на законодавчому рівні правового регулювання відповідних правових та економічних відносин на базі продуманих принципів.

Perfection at a legislative level of law regulation of corresponding law and economic relations is necessary to provide creation of corporate sector of the Ukrainian economy founded on the basis of the thought over principles.

Получена 28 ноября 2007 г.