

ПРАВО ВЛАСНОСТІ ЯК СКЛАДОВА ІНСТИТУЦІЙНОГО СЕРЕДОВИЩА ФІНАНСОВОГО СЕКТОРА УКРАЇНИ

Стаття присвячена дослідженню права власності як складової інституційного середовища фінансового сектора. Визначено основні недоліки у проведенні приватизації в Україні та їх вплив на формування цього сектора економіки. Запропоновано механізм включення права власності у стратегічні програми розвитку фінансового сектора економіки України.

Ключові слова: приватизація, підприємництво, власність, інституціоналізація, фінансовий ринок.

Статья посвящена исследованию права собственности как составляющей институциональной среды финансового сектора. Определены основные недостатки в проведении приватизации в Украине и их влияние на формирование этого сектора экономики. Предложен механизм включения права собственности в стратегические программы развития финансового сектора Украины.

Ключевые слова: приватизация, предпринимательство, собственность, институционализация, финансовый рынок.

The article is devoted research of right of ownership as a constituent of institutional environment of financial sector. Certainly basic failings in the lead through of privatization in Ukraine and their influence on forming of this sector of economy. The mechanism of including of right of ownership is offered in the strategic programs of development of financial sector of economy of Ukraine.

Keywords: privatization, entrepreneurship, ownership, institutionalization, financial market.

Інституціоналізація фінансового сектора пов'язана передусім з удосконаленням механізму перерозподілу власності, скільки саме він визначає обіг титулів власності, а також обумовлює існування і розвиток таких категорій, як підприємництво, ринок, конкуренція, економічна свобода, державне регулювання, політична свобода тощо. Така позиція кореспондує з позицією Д.Норта: "...ефектні інституції прищеплюються в державі, якій притаманні стимули до створення та забезпечення прав власності" [3, С.179], а також результатами низки досліджень, проведених останнім часом рядом авторів. Так, наприклад, Р.Ла Порта, Ф.Лопес-де-Сіланес, А.Шлейфер, Р.Вішні (La Porta R., F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer and W.Vishny [16; 17; 18]) та інші вважають, що ступінь досконалості фінансових ринків, як і структурна архітектура фінансових секторів різних країн, передусім залежать від системи правових відносин, які склались, і, у першу чергу, від ефективності системи захисту прав власників (інвесторів).

Не зважаючи на численні закордонні і вітчизняні дослідження теоретичних засад інституційного середови-

ща економіки і місця права власності в ньому, зокрема, Л.Абалкіна [1], О.Богомолова [10], В.Вольчика [2; 3], Д.Еллермана [15], І.Крючкової [11], Д.Львова [8], А.Олейніка [4; 5], Ю.Петруні [7], А.Радигіна і Р.Ентова [9], А.Чухна, П.Юхименка і П.Леоненка [13] та ін., дослідження інституційних складових фінансового сектора залишається мало дослідженим. Передусім це стосується такого питання, як механізм перерозподілу власності в країні.

Метою статті є висвітлення основних недоліків у проведенні приватизації в Україні та їх впливу на формування фінансового сектора економіки, а також визначення основних напрямів включення права власності у стратегічні програми країни.

Вся програма реформ в Україні, так само, як і в інших країнах СНД, базувалась лише на двох факторах: приватизація і лібералізація цін. Як зазначає група російських авторитетних учених у монографії "Путь в XXI век: стратегические проблемы и перспективы российской экономики", ці умови є необхідними, але явно недостатніми для проведення соціально-економічних

© Коваленко Ю., 2012

перетворень від централізовано керованої економіки до тієї, яку називають ринковою. "Неповноцінність програм реформ, нехтування інституційними змінами призвели до катастрофічних результатів" [8, С.73]. Ситуацію, що склалась в Україні внаслідок реформ 90-х років, можна назвати "ні план, ні ринок" [13, С.552].

Те, що реформатори встигли накоїти у сфері приватизації державного майна, можна назвати стратегічним провалом для країни. "Надокучливий довід: мовляв, якое поділимо, а далі ринок розставити все по своїх місцях, – це або зловмисна фальсифікація, або загроза помилок. Поділ і перетасування державного майна будуть тривати, допоки у його нинішніх і нових учасників, які очікують свого часу з нетерпінням, збережуться безпрецедентні можливості і стимули вести цю гру. Зрозуміло, що до ринкового механізму формування і перерозподілу прав власності все це не має жодного стосунку" [8, С.44]. Основні етапи приватизації в Україні – "мала" приватизація, масова приватизація, грошова приватизація і "заставні" аукціони – припадали на першу половину 90-х рр., але згадаймо нещодавню націоналізацію і перепродаж такого гіганту, як "Криворіжсталь".

До приватизації державного майна з 1994 р. були залучені і фінансові інститути, передусім інвестиційні фонди і компанії, а також довірчі товариства, які відіграли свою роль зі сприяння сертифікатній приватизації з залученням приватизаційних майнових сертифікатів (ПМС) населення. "Під час масової приватизації за ПМС фондами, довірчими товариствами і комерційними банками було акумульовано 28 486 753 ПМС, що становить 63% їх загальної кількості. Найбільше ПМС залучили інвестиційні фонди та компанії – 19 473 538 ПМС, або 42,6% виданих, та довірчі товариства – 7 784 181, або 17%. При цьому, за даними Фонду державного майна України, найбільші вкладення були зроблені у 1996 р. – 13 826 051 ПМС, або 49,66% загального обсягу інвестування, та у 1997 р. – 7 058 295 ПМС, або 23,35%" [6, С.698].

ПМС скуповувалися у населення за безцінь, реальна їх ціна на приватизаційному ринку перевищувала номінальну вартість у декілька разів. Усього через інвестиційні фонди та компанії було вкладено 40% ПМС, за цей рахунок вони сформували солідні портфелі акцій привабливих підприємств. Однак приватизація в Україні, як відомо, розпочалася у 1992 р., а Положення "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії" з'явилося лише у 1994 р. Крім того, зазначені інститути придбали багато дрібних пакетів акцій через те, що нормативи придбання акцій обмежувалися спочатку 5%, а потім 10% статутного фонду емітента (25% – за ПМС). Очевидно, зазначені нормативи були запозичені із західної практики регулювання фондового ринку. Наприклад, "...у США цей 10%-ий норматив діє тільки щодо 50% коштів фонду, інші ж 50% активів не підлягають обов'язковій диверсифікації" [14, с.758]. Їх застосування в Україні не враховувало наявність обмеженого вибору привабливих об'єктів інвестування, низьку ліквідність більшості акцій і неорганізованість корпоративного управління. На думку Ю.Є.Петруні, "можливо, було б кращим, щоб інвестиційний інститут мав можливість придбати один пакет ефективного підприємства, наприклад, у 40% акцій, ніж чотири пакети по 10% акцій різних підприємств, з яких два або три є мало перспективними" [7, С.149].

Через використання ПМС майже всі українські інвестиційні фонди та компанії мають активи, в яких домінують акції приватизованих підприємств. Переважна більшість з них формувала портфелі цінних паперів без дотримання будь-якої спеціалізації. Лише окремі інсти-

туту намагалися орієнтуватися на певні сектори економіки. На першому етапі фондів і компаній (1994-1996 рр.) об'єкти інвестування вивчалися або дуже поверхнево, або взагалі не підлягали аналізу. Ще одним недоліком діяльності цих інститутів в Україні є динаміка виникнення закритих фондів – понад 90% загальної кількості (на відміну від США, де їх частка складає лише близько 5%). Отже, структура українських інвестиційних фондів є типовою для низьколіквідного неефективного ринку і є наслідком недосконалого правового регулювання їх діяльності з боку держави.

Автори української програми приватизації поклали великі надії на можливість перерозподілу акцій після першої масової приватизації і керувались у цьому теоремою нобелівського лауреата Р.Коуза, яка гласить: "якщо права власності чітко специфіковані і трансакційні витрати дорівнюють нулю, то структура виробництва буде залишатись незмінною незалежно від змін у розподілі прав власності, якщо відволіктись від ефекту доходу" [4, С.140]. Згідно цієї теореми первинний розподіл прав власності не значний унаслідок можливого вільного обміну прав власності незначний унаслідок можливого вільного обміну прав власності в наступному [13, С.554]. Інший нобелівський лауреат Л.Клей спростовує її і відмічає, що приватна власність далеко не завжди ефективніша за державну. Для формування ринку конкуренція має більш важливе значення, ніж приватизація. Тому перша має розвиватись випереджаючими темпами і тим самим забезпечувати умови для другої [10, С.38]. Інакше приватизація створить монополістичні структури, які закриють дорогу до конкурентного ринку, що і відбулось в Україні. Так само і Дж.Стігліц, спираючись на розроблену ним спільно з Д.Саппінгтоном "фундаментальну теорему приватизації", заявляє, що остання підвищує ефективність виробництва і забезпечує соціальну справедливість лише за умов, аналогічних тим, за яких конкурентні ринки стають Парето-ефективними [2].

Ще на перших етапах приватизації потрібно також було врахувати взаємозв'язок між основними параметрами інституційного середовища і величиною трансакційних витрат. Ігнорування його в Україні призвело до переконання, що спершу потрібно провести приватизацію, а потім інституційні реформи, в тому числі стосовно фондового ринку і захисту прав власності, хоча на початку 90-х рр. про це попереджали всесвітньовідомі економісти, такі, як В.Андерсдорф, Я.Корнаї, Дж.Стігліц та ін. "Перш за все, має існувати фінансовий ринок, що добре функціонує, – писав Дж.Стігліц, – а також юридичні обґрунтування для процедури банкрутства і примусу до виконання контрактних зобов'язань" [19, С.134].

Приватизація в Україні виконала завдання демонстрації механізму централізованого управління економікою. Вона надала можливість вузькому колу осіб безконтрольно розпоряджатись величезною масою національного майна почасти за правом титулу власності, що до них перейшло, однак головним чином шляхом фактичного контролю над акціонерним підприємством на противагу розпилених майнових прав мільйонів міноритарних акціонерів.

Слабкість корпоративного управління в Україні має історичний аналог в інших країнах, зокрема, післявоєнній Японії, де одним із пріоритетних завдань американської окупаційної влади було розпорошення акціонерного капіталу традиційних японських корпорацій – дзайбацу. Уже у 1949 р. близько 70% акціонерного капіталу належало приватним особам, але у результаті наступного перерозподілу акцій було поступово відновлено контроль за економікою з боку банків і великих

корпорацій: у 1985 р. у їх власності було 42 і 25% сукупного акціонерного капіталу, тоді як у приватних осіб – тільки 24% [5, С.86]. Саме у такий спосіб було відновлено жорстку структуру корпоративного управління.

Незважаючи на існуючий досвід інших країн з самого початку українських реформ було поставлено хибну мету: замість створення умов для вільного громадянського обігу майнових прав були створені умови для роздачі майна практично за безцінь. Поширена у нас теза про ключову роль приватної власності в сучасному ринковому господарстві не відповідає нинішньому стану справ у високо розвинутих країнах. Історичне призначення цієї власності полягає у сприянні процесу автономізації економіки в диференційованій соціально-економічній системі, а в основі цього процесу було відокремлення безпосереднього виробника від засобів виробництва, тобто первісне накопичення капіталу. В сучасних умовах ця історична умова вичерпала себе. Провідним інститутом сучасного приватного, державного і державно-приватного підприємництва стає корпорація, яка базується на відокремленні власності від управління. "Титул власності відділяється від права користування, розпорядження, передачі в довірче управління тощо. Самі ці права набувають можливості функціонувати окремо один від одного" [8, С.79].

Образ ринкової економіки з приватною власністю, звідки черпають свої аргументи прибічники сертифікованої приватизації, перетворився у світ фантазій, де акціонери "володіють" крупними компаніями і "контролюють" їх. Ґрунтовні дослідження американських економістів А. Берлі і Г. Мінза, проведені ними у 30-50-і рр. ХХ ст., показали, що люди, які володарювали у крупних фірмах Америки, спиралися не на "чітко специфіковані права власності" (оскільки їх частка в акціонерному капіталі таких фірм мізерна), а на свою роль організаторів. "Розподілення власності і контролю означає, що слід відрізнити "власність на компанію" від "власності на акцію" [15, С.103].

У фінансовому секторі саме права власності визначають поведінку його суб'єктів. З одного боку, вони можуть заохочувати до певних дій, а з іншого, – дозволяти контролювати, блокувати або забороняти використання ресурсу суб'єктами за певних умов. Контроль за діяльністю фінансових інститутів з боку їх учасників потребує чіткої регламентації і нормативного забезпечення. Інакше блокуватиметься розвиток фінансового ринку, функціями якого є сприяння формуванню гнучких каналів переливання капіталів і акумулювання заощаджень домогосподарств. У цьому аспекті викликає інтерес законодавство Канади, де існує термін "related party transaction" (угода зацікавлених сторін). Цей термін стосується насамперед акціонерних товариств, трастових, страхових компаній, бірж та інших суб'єктів ринку цінних паперів. За результатами накопиченого досвіду із виявленням таких угод було розроблено спеціальні методики з аналізу та здійснення регулярних планових незалежних контрольних процедур із виявленням таких угод. Особи, які керують фінансовими інститутами, мають доводити свою чесність та право на керівництво, зокрема відсутність навіть ймовірності появи конфлікту інтересів у процесі їх взаємовідносин з іншими учасниками ринку. Так, запроваджено "Кодекс управління" ("Codes of Conduct") та правило незалежного директора, які чинні щодо усіх акціонерних компаній [11, С.72].

На жаль, у нормативно-правовій базі України відсутні аналогічні норми, які б унеможливили зловживання з боку директорів акціонерних товариств здійснення ними угод зацікавлених сторін на свою користь, що призводить до погіршення фінансових результатів суб'єктів господа-

рювання і зменшення доходів акціонерів. У законах "Про господарські товариства" і "Про акціонерні товариства" не передбачається процедура виявлення та активного контролю за угодами, в яких існує можливість корисливої зацікавленості осіб, що їх укладають, та які можуть спричинити збитки для товариства. Загальновідомо, що в Україні використання "угод зацікавлених осіб" стало не тільки поширеним, але й типовим явищем.

За дослідженнями групи вітчизняних вчених [11], російське законодавство є більш гармонізованим до міжнародних норм, хоча і не досконалим. У Федеральному законі про акціонерні товариства Російської федерації [12] є стаття з визначенням "незалежного директора" взагалі й особливо для випадку, коли товариство укладає "угоду зацікавлених сторін". Визначення поняття "незалежний директор" розроблялось на основі рекомендацій міжнародних фінансових інститутів, найбільш іноземних інвесторів і емітентів.

Щодо угод, в укладанні яких простежується зацікавленість сторін, у зазначеному Законі виділено окремий розділ XI "Зацікавленість у здійсненні угоди товариством", де визначено процедуру прийняття рішень відносно такої угоди, а також вводиться поняття незалежного директора. Ці норми не передбачають обов'язкового поточного контролю за "угодами зацікавлених сторін", не пропонують методологію їх виявлення тощо, але, порівняно з українськими законами, вони є значним кроком уперед.

Отже, право власності, як одна із найважливіших економічних інституцій і чинник формування інституційного середовища фінансового сектора, що включає право на користування активом; право на отримання доходу від цього користування; право на передачу активу іншій стороні, а також контроль над ним, у подальших стратегіях України має бути пов'язане з:

- 1) рівноправним співіснуванням і розвитком різних форм власності;
- 2) формуванням "відповідальної" і "обмеженої" системи приватної власності, що сприяє процвітанню суспільства і кожного суб'єкта фінансового сектора зокрема;
- 3) створенні економічної зацікавленості в наділенні працівників суб'єктів господарювання власністю;
- 4) розширення кількості суб'єктів одного об'єкта власності;
- 5) переходом титулу власності у руки публічної влади за збереження вільного перерозподілу всіх інших прав власності у приватногосподарському обороті, тобто інституції власності як такої;
- 6) попередженням "угод зацікавлених осіб" через обов'язковий поточний контроль за ними, розробкою методології виявлення таких угод.

Доречними є міркування відомого шотландського філософа і економіста Д.Юма, який вважав, що стабільність володіння, передача власності шляхом згоди і виконання зобов'язань є трьома основними природними законами розвитку [9, С.16]. Сьогодні необхідно визнати первинність не "пучка прав", а "пучка відносин" [1, С.14] власності. Це є важливою умовою ефективного використання величезного за своїми масштабами національного майна України, а також забезпечення сталості структур власності і правил привласнення.

1. Абалкин Л. Экономическая теория на пути к новой парадигме [текст] / Л.Абалкин // Вопросы экономики. – 1993. – №1. – С.14-41.
2. Вольчик В.В. Эффективность рыночного процесса и эволюция институтов [Электронный ресурс] / В.В. Вольчик. – Режим доступа: http://libertarium.ru/88725?PRINT_VIEW=YES. – Назва з екрана. 3. Норт Д. Институції, інституційна зміна та функціонування економіки [Текст]: [монограф.] / Норт Д. – К.: Основи, 2000. – 198 с. 4. Олейник А. Институциональная экономика. Тема 5. Теорема Коуза и трансакционные издержки [Текст] / А.Олейник // Вопросы экономики. – 1999. – №5. – С.139-

154. 5. Олейник А. "Институциональные ловушки" постприватизационного периода в России [Текст] / А.Олейник // Вопросы экономики. – 2004. – №6. – С.79-84. 6. Пересада А.А. Финансові інвестиції [Текст]: [підручник] / Пересада А.А., Коваленко Ю.М. – К.:КНЕУ, 2006. – 728 с.
7. Петруня Ю.Є. Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України [Текст]: [монографія] / Петруня Ю.Є. – К.: Т-во "Знання", КОО, 1999. – 262 с.
8. Путь в XXI век: стратегические проблемы и перспективы российской экономики / рук. авт. колл. Д.С.Львов; науч.-ред. совет изд-ва "Экономика". – М.: ОАО "Издательство "Экономика", 1999. – 793 с. 9. Радыгин А. Институциональные компоненты экономического роста [текст] / А.Радыгин, Р.Этнов // Вопросы экономики. – 2005. – №11. – С.14-38.
10. Реформы глазами американских и российских ученых / под общ. ред. акад. О.Т.Богомолова. – М.: Российский экономический журнал – Фонд "за экономическую грамотность", 1996. – 272 с. 11. Структурна гармонізація економіки як чинник економічного зростання [Текст]: [моногр.]; за ред. д-ра екон. наук І.В.Крючкової. – К.: Експрес, 2007. – 520 с.
12. Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26.12.1995 №208-ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.zakonrf.info/zakon-ob-ao/> – Назва з екрана. 13. Сучасні економічні теорії [Текст]: [підручник] / [Чухно А.А., Юхименко П.І., Леоненко П.М.]; за ред. А.А.Чухна – К.: Знання, 2007. – 878 с. 14. Инвестиции: пер. с англ. [Текст]: [монографія] / Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. – М.: ИНФРА-М, 1999. – XII, 1028 с. 15. Эллерман Д. Ваучерная приватизация как инструмент холодной войны [текст] / Д.Эллерман // Вопросы экономики. – 1999. – №8. – С.99-111. 16. Glaeser E.L. Do Institutions Cause Growth? [текст] / E.L.Glaeser, R.La Porta., F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer // Journal of Economic Growth, 2004. – Vol. 9. – No.3. – P.271-303. 17. La Porta R. Investor Protection and Corporate Valuation [текст] / R.La Porta., F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer, R.W.Vishny // Journal of Finance. – 2002. – Vol. 57. – No.3. – P.1147-1170. 18. La Porta R. What works in securities laws? [текст] / R.La Porta, F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer // Journal of Finance. – 2006. – Vol. 61. – No.1. – P.1-32. 19. Stiglitz J. Whither Socialism? [Текст] / Stiglitz J. – Cambridge, MA: The MIT-Press, 1994. – 338 p.

Надійшла до редколегії 29 . 1 2 . 11

