

УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ

ВОЛИК ІЛОННА МИКОЛАЇВНА

УДК 658.16(043)

**ФІНАНСОВА МОТИВАЦІЯ АКЦІОНУВАННЯ ПІДПРИЄМСТВ РЕГІОНУ**

Спеціальність 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит

Автореферат  
дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Суми-2002

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана в Українській академії банківської справи Національного банку України.

Науковий керівник – кандидат економічних наук, доцент *Мінченко Микола Васильович*, Українська академія банківської справи, доцент кафедри регіональної економіки

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, доцент *Васюренко Олег Володимирович*, Харківська філія Української академії банківської справи Національного банку України, проректор-директор;

кандидат економічних наук *Мартиненко Олександр Данилович*, Сумське територіальне управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, начальник

Провідна установа – Науково-дослідний економічний інститут Міністерства економіки та з питань європейської інтеграції України, відділ проблем фінансово-бюджетної політики, м. Київ

Захист дисертації відбудеться “ 19” квітня 2002 р. о 10 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01 в Українській академії банківської справи за адресою: 40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці Української академії банківської справи за адресою: 40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57.

Автореферат розісланий “16” березня 2002 р.

Вчений секретар  
спеціалізованої вченої ради

Коваленко В.В.

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми дослідження.** Побудова в Україні ринкової системи зумовлює реформування усіх без виключення сфер економічної діяльності. В умовах трансформації економіки спостерігаються зміни і у відносинах власності та господарювання, що виражаються через створення різних форм підприємництва. Масового характеру набув процес приватизації та створення акціонерних товариств. Акціонерна форма організації бізнесу завдяки широким можливостям мобілізації фінансових ресурсів, здатності швидко і якісно реагувати на будь-які зміни економічного характеру, конкурентоспроможності, стала домінуючою у процесі економічного реформування. Розвиток нових форм підприємств, процеси роздержавлення та приватизації, реорганізація підприємницьких структур переважним чином проходять через акціонування підприємств.

На сьогодні в Україні налічується близько 40 тисяч акціонерних товариств, серед яких майже 40 % – відкриті, більше 18 млн. громадян є власниками частки у акціонерному капіталі. У зв'язку з цим дослідження механізму функціонування акціонерного сектора зумовлює особливу актуальність і значимість вирішення проблеми фінансової обумовленості створення акціонерних товариств, обґрунтування та вдосконалення способів запровадження фінансової мотивації акціонування.

Разом з розвитком акціонерних товариств розкриваються нові можливості у розширенні джерел нагромадження, вноситься новизна у процес управління, створюється зацікавленість учасників виробничого процесу в наслідках фінансової діяльності і, що важливо, створюється підхід до пробудження творчої ініціативи працюючих.

Практична сторона впровадження акціонерних відносин налічує чимало прикладів створення акціонерних товариств. Значна частина колишнього державного сектора набула статусу акціонерного. Але лише на деяких підприємствах відбулися реальні зміни, покращено фінансові показники, з'явилися дійсні, повноправні власники. В більшості випадків фінансове становище акціонерного сектора, створеного у процесі приватизації державної власності, залишається нестійким, іноді вкрай незадовільним. Аналіз українських реалій свідчить, що причини неврегульованості економічного стану акціонерного сектора криються, насамперед, в ігноруванні об'єктивних основ та закономірностей акціонування, у спробах штучного перенесення західного досвіду на вітчизняну дійсність, у відсутності діючого правового поля, що відповідає вимогам сьогодення та системного підходу до проведення реформ. Ряд проблем функціонування акціонерного сектора, включаючи пошук найбільш привабливих, оптимальних механізмів залучення і розподілу капіталів потребують нагальної уваги та вирішення. Тому тема дисертаційного дослідження є актуальною, має важливе теоретичне та практичне значення, відповідає стратегічним підходам і планам держави

стосовно ринкової трансформації української економіки в цілому та окремих її галузей зокрема, направлених на формування ефективного акціонерного сектора, та потребує подальшої розробки.

У науковій літературі питання акціонування та організації фінансових відносин у акціонерних товариствах висвітлені у працях вчених досить широко. Зокрема, цим проблемам присвячено роботи вітчизняних науковців: Б. Альохіна, В. Бесєдіна, І. Бланка, О. Васюренка, М. Гольцберга, А. Єпіфанова, Е. Жукова, Я. Міркіна, В. Міщенко, С. Мочерного, М. Павловського, Н. Рязанової, І. Сало, Е. Торкановського; а також іноземних: У. Батлера, Дж. Бейлі, Є. Брігхема, Є. Моргана, У. Шарпа.

Ставлячи за мету наукове обґрунтування процесів акціонування в Україні, автор виходив з необхідності запровадження фінансової мотивації в організації акціонерних відносин для забезпечення сталості та фінансової рівноваги акціонерних товариств.

Все вищевикладене й обумовило вибір теми дослідження, її актуальність, значимість, теоретичні розробки та практичне впровадження.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Наукові результати, теоретичні положення та висновки дослідження було використано при виконанні науково-дослідницької теми “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (державний реєстраційний номер 01996002342).

**Мета і задачі дослідження.** Метою дисертаційної роботи є вивчення стану акціонування та розробка основних напрямів і практичних рекомендацій щодо його фінансової мотивації, удосконалення механізмів створення та функціонування акціонерних товариств.

Відповідно до поставленої мети були визначені такі завдання:

- дослідити сутність фінансової мотивації акціонування, її значення у формуванні економічної системи сучасного ринкового господарства;
- дослідити досвід та об'єктивні основи створення акціонерних товариств у країнах світу, їх місце в економічній структурі суспільства, еволюцію створення акціонерних товариств у процесі приватизації з метою з'ясування позитивних змін, що спостерігаються в процесі їх функціонування, зіставити з українською дійсністю;
- дослідити особливості акціонерної моделі, яка складається в Україні, специфіку, закономірності розвитку відносин в акціонерних товариствах, основні внутрішні проблеми, що обмежують ефективність функціонування акціонерних підприємств та визначити шляхи їх подолання;
- дослідити стан реалізації фінансової мотивації акціонування та визначити напрямки подальшого вдосконалення механізмів фінансування акціонерної діяльності та розподілу капіталів;
- обґрунтувати економічні стимули акціонування та визначити напрями їх удосконалення;

- дослідити особливості управління акціонерним товариством у процесі реалізації фінансової мотивації акціонування, розробити рекомендації щодо вдосконалення управлінських підходів.

*Об'єктом дослідження є організація акціонування підприємств в Україні в цілому та в Сумській області зокрема.*

*Предметом дослідження є фінансова мотивація діяльності акціонерних товариств.*

*Методи дослідження.* У процесі дослідження направляючим і спрямовуючим став діалектичний метод. На його основі застосовувалися прийоми порівняння, аналізу, групування, розгрупування, балансовий, розрахунково-конструктивний та економіко-статистичний методи, факторний аналіз на основі кореляційної залежності.

Дослідження створення та сучасного стану акціонерного сектора здійснювалося на основі використання методів порівняльного аналізу, групування, розгрупування. Аналіз діяльності акціонерних товариств проведено з використанням економіко-статистичного, балансового, розрахунково-конструктивного методів. Дослідження інвестиційних характеристик цінних паперів здійснено на основі кореляційного аналізу.

**Наукова новизна дисертаційного дослідження** полягає у наступному:

- на основі узагальнення вітчизняного та зарубіжного досвіду акціонування поглиблено та конкретизовано економічний зміст поняття “фінансова мотивація акціонування” та визначено напрями її запровадження;
- обґрунтовано доцільність та вдосконалено механізм фінансування акціонерних товариств на основі проведення додаткових емісій акцій;
- суттєво вдосконалено систему показників для оцінки інвестиційної привабливості акцій з метою поглибленого аналізу їх дохідності;
- виявлено особливості організації дивідендної політики акціонерними товариствами в сучасних умовах господарювання та розроблено механізм її організації з урахуванням дійсного фінансового стану підприємств з метою формування оптимальної стратегії розподілу прибутків;
- обґрунтовано систему економічних стимулів акціонування на основі вдосконалення захисту прав акціонерів;
- вперше обґрунтовано цілісний механізм здійснення управління акціонерним товариством з боку власника об'єднаного майна та суб'єкта господарювання в процесі запровадження фінансової мотивації акціонування.

**Практичне значення одержаних результатів** дисертаційного дослідження визначається обґрунтованими пропозиціями щодо удосконалення фінансової мотивації діяльності акціонерних товариств.

Проведені узагальнення досвіду створення акціонерних товариств, уточнення щодо мотиваційних засад акціонування можуть бути використані як діючими вітчизняними акціонерними товариствами у процесі здійснення діяльності, так і тими, що стали на шлях акціонування.

Пропозиції щодо вдосконалення емісійної діяльності можуть бути корисними в процесі здійснення повторних емісій акцій усіма без виключення акціонерними товариствами.

Рекомендації автора щодо аналізу дохідності акцій можуть використовуватися для оцінки інвестиційної привабливості цінних паперів та ознайомлення широкого кола акціонерів з результатами діяльності акціонерного товариства.

Запропоновані принципи формування та механізми організації дивідендної політики можуть бути використані в процесі розробки стимулюючих аспектів акціонування.

Сформульовані підходи та запропоновані рекомендації щодо захисту прав акціонерів можуть бути використані в процесі розробки законодавчих аспектів, внутрішньої нормативної бази та прийняття окремих положень щодо діяльності акціонерних товариств.

Пропозиції щодо здійснення управління з позиції власника об'єднаного майна та з позиції суб'єкта господарювання в практичній діяльності сприятимуть розмежуванню управлінських функцій між загальними зборами, правлінням та апаратом управління. На практиці доцільно використовувати кумулятивну систему голосування при формуванні органів управління акціонерним товариством.

Окрім цього, результати дослідження можуть бути використані науковими та навчальними закладами при розробці наукових тем та викладанні ряду навчальних дисциплін: “Фінанси підприємств”, “Фінансовий менеджмент”, “Операції з цінними паперами” та інших.

Наукові результати, що виносяться на захист, одержані автором особисто і знайшли відображення в опублікованих наукових працях.

**Особистий внесок здобувача** полягає в узагальненні зарубіжного та вітчизняного досвіду створення акціонерних товариств у процесі приватизації, конкретизації основних напрямів запровадження фінансової мотивації акціонування, обґрунтуванні механізму фінансування акціонерної діяльності, організації дивідендної політики, оцінки інвестиційної привабливості акцій за параметрами їх дохідності, удосконаленні системи захисту прав акціонерів та системи управління.

**Апробація результатів дослідження.** Основні положення і результати дисертаційного дослідження оприлюднені на Всеукраїнських науково-практичних конференціях “Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 1999, 2000); Міжнародній науково-практичній конференції “Реформування фінансово-кредитної системи і стимулювання економічного зростання” (м. Луцьк, 2001). Результати дослідження доповідалися автором на щорічних наукових конференціях професорсько-викладацького складу Української академії банківської справи в 1999-2000 рр.

**Наукові публікації.** Результати дослідження знайшли відображення у 9 наукових працях, надрукованих у фахових виданнях загальним обсягом 2,4 д. а.

**Структура і зміст дисертації.** Дисертація складається з вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатка. Повний обсяг дисертації – 200 сторінок, у т.ч. на 41 сторінці розміщено 14 таблиць, 11 ілюстрацій, один додаток і список використаних джерел зі 146 найменувань.

## **ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ**

У першому розділі “Методологічні засади фінансової мотивації акціонування” досліджено сутність акціонування, економічні основи фінансової мотивації акціонування, місце акціонування в організації нової господарської системи, обґрунтовано роль акції у запровадженні фінансових механізмів акціонування, порівняно умови та розкрито специфіку формування акціонерних товариств в процесі змін у структурі власності, визначені закономірності та тенденції створення вітчизняного акціонерного сектора.

Подолання кризових явищ в економіці України, її подальший розвиток та зміцнення тісно пов’язані з акціонуванням підприємств. На сучасному етапі світового економічного розвитку акціонерні товариства виступають основною і домінуючою формою підприємств, являють собою найбільш досконалий механізм організації діяльності на основі об’єднання майна фізичних осіб, підприємств та інших суб’єктів господарювання. Товариство, створене у формі акціонерного, справедливо визнане найвигіднішою і найпоширенішою організаційно-правовою формою, тому акціонерний сектор посідає провідне місце в економіці тих країн, де активно застосовують ринкові принципи організації економічного життя.

Дослідження сутності акціонування дає підставу стверджувати, що процес створення акціонерних товариств, як особливий організаційно-правовий механізм, заснований на акумулюванні у капіталі підприємства вкладів зацікавлених осіб, тому є способом організації фінансових відносин. За таких умов створення фундаментальної методологічної основи акціонування ґрунтується на усвідомленні її особливостей і переваг, базовою з яких, цілком справедливо, визнана можливість мобілізації інвестиційних ресурсів необхідних розмірів в рамках однієї компанії.

Розвиток акціонування в Україні обумовлений роздержавленням та приватизацією, що віддзеркалюється у динамічному зростанні кількості акціонерних товариств паралельно процесам реформування державної власності. Акціонування передбачає зміни у структурі підприємства, проведення стабілізаційної політики, що ґрунтується на усвідомленні та впровадженні системи мотиваційних чинників, спрямованих на майбутній успіх, результат втілення яких відбиває реальний фінансовий стан підприємства. Однак, на сьогодні очевидно, що фінансово мотиваційний аспект акціонування враховано недостатньо, безпосереднім свідченням чого є показники господар-

ської діяльності акціонерних товариств, низька інвестиційна привабливість цінних паперів більшості з них, загострення фінансового спаду тощо. З огляду на це у роботі розглянуто та проаналізовано роль акції в процесі запровадження фінансово-мотиваційних механізмів акціонування, що дає змогу адекватно оцінити позицію потенційного акціонера. Очевидно, що дійовість акції гарантована лише у сфері інвестування позичкового капіталу, функціонування якого передбачає повернення інвестованих сум з певним прибутком. Тобто оцінка акцій, з точки зору інвестора, визначається, перш за все, її властивістю приносити прибутки. Поряд з цим акція надає й інші переваги, що виражаються системою стимулюючих до акціонування важелів. В їх класифікації доцільно виділити дві групи: стимулювання через участь в управлінні акціонерним товариством та стимулювання через вільне розпорядження цінними паперами та отримання доходу за ними.

В ході дослідження проведено обґрунтування можливих напрямів створення акціонерних товариств і формування акціонерного капіталу на основі порівняння вітчизняного досвіду та установленої практики вирішення зазначених проблем у інших країнах. Це дає підстави стверджувати, що світовий досвід акціонування полягає у паралельному поєднанні процесів приватизації та створення акціонерних товариств, обумовлених необхідністю проведення реформ та суттєвих змін в економічній системі. Тому створення акціонерних товариств в процесі приватизації є типовим проявом акціонування, на що сконцентровано особливу увагу у дослідженні. Порівнюючи різні варіанти акціонування, слід зауважити, в українській інтерпретації акумульовано світові тенденції. Однак, невраховані специфічні особливості економічної ситуації, рівень розвитку, відмінності в менталітеті населення спричинили низку негативних факторів, результат яких відбивається у наслідках діяльності акціонерних структур.

**У другому розділі** “Аналіз особливостей та практики запровадження фінансової мотивації акціонування” обґрунтовано організаційні засади запровадження фінансової мотивації акціонування; визначено сутність, роль та характерні особливості, вказано на основні недоліки запровадження мотивації акціонування у створенні вітчизняного акціонерного сектора, її вплив на розвиток інвестиційних процесів, здійснення емісійної діяльності, становлення фондового ринку, формування пріоритетів привабливості цінних паперів.

Базис запровадження фінансової мотивації акціонування виводить на перший план вирішення питань, пов'язаних зі створенням законодавчої основи формування акціонерних відносин, можливостями здійснення інвестиційної та емісійної діяльності, гарантованістю стимулювання та захисту акціонерів. Тому нагального вирішення вимагає проблема врегулювання правового поля взаємодії учасників акціонерного процесу. На сьогодні нормативно-правові питання діяльності акціонерних товариств належним чином не оформлені. На нашу думку, слід сконцентрувати увагу на удосконаленні окремих механізмів акціонування саме через законодавчий аспект та систематизацію нормативної бази, розробку відповідних положень.



В процесі аналізу доведено, що запровадження фінансової мотивації акціонування на сьогодні стикається з низкою труднощів, зокрема подоланням розпорошеності акціонерного капіталу і формуванням ефективних власників з одночасним збільшенням кількості відкритих акціонерних товариств, проблемою здійснення повторних випусків акцій, створенням відповідної правової та організаційної основи забезпечення стимулювання акціонерів. На наш погляд, подальший розвиток акціонерних товариств без вирішення цих проблем неможливий.

Дослідження процесів створення акціонерних товариств доводять, що основу акціонування складає мотиваційний спектр, з одного боку, обумовлений необхідністю залучення коштів для розвитку підприємства, з іншого – отримання певних доходів від інвестування. Тому мотивацію акціонування доцільно розглядати з двох позицій: з точки зору створення господарської структури на акціонерній основі та з позиції конкретного інвестора.

Мотивація створення підприємства у формі акціонерного товариства спричинена його можливостями у досягненні фінансової рівноваги шляхом залучення грошових засобів, їх використання та поповнення за рахунок отриманих в процесі діяльності прибутків, розподільча частина яких забезпечує реалізацію мотиваційних основ інвестування.

Мотиваційна поведінка інвестора обумовлена можливостями участі у розподілі прибутків акціонерного товариства, частково в управлінні, отриманні ряду інших економічних переваг, що стимулюють до акціонування. В кінцевому результаті інвестор оцінює віддачу вкладеного капіталу, орієнтуючись, насамперед, на дохідність акцій, в тому числі за рахунок сплачених дивідендів, що, вважаємо, цілком закономірно на сьогоднішньому етапі входження в ринок. В подальшому, при більш досконалому вивченні особливостей акціонерної форми господарювання, на передній план виходитиме зацікавленість акціонерів у одержанні прибутку від зростання ціни акцій на ринку.

Аналіз показує, що запровадження мотиваційних механізмів, як передумова успішного акціонування, безпосередньо пов'язане з вирішенням ряду питань:

- акумулюванням коштів для забезпечення умов господарювання шляхом обміну цінних паперів на реальні гроші і формуванням на цій основі реального та фіктивного капіталу;
- використанням фінансових засобів у процесі господарської діяльності, що одночасно обумовлює реалізацію інтересів акціонерів шляхом запровадження системи економічних стимулів, та трудового колективу через відповідну оплату праці та соціальні гарантії;
- забезпеченням найбільш ефективного господарювання шляхом оптимізації структури управління, для досягнення максимально стабільної прибутковості, і формування таким чином ринкової вартості власних цінних паперів.

Як свідчать результати дослідження, сучасний стан акціонування характеризується недостатньо сприятливою ситуацією. Зокрема спостерігається дефіцит інвестиційних ресурсів, біль-

шість акціонерних товариств ще перебуває у складному фінансовому стані, недостатньо відпрацьовані механізми емісії, що, вважаємо, є цілком закономірним явищем, зважаючи на характер здійснення реформ. Зазначимо, що ця тенденція спостерігається як на рівні окремих регіонів, так і в державі в цілому і, переважним чином, обумовлена недостатнім врахуванням мотиваційних чинників створення підприємств на акціонерній основі.

На сьогодні близько 60 % акціонерних товариств ще залишаються у закритій формі, що обмежує їх можливість по залученню зовнішніх інвестиційних ресурсів і, відповідно, знижує ймовірність швидкої адаптації в умовах проведення реформ. Очевидно, що одним із факторів, який впливає на фінансово-господарську діяльність акціонерного товариства, є фінансування інвестиційних процесів за рахунок такого джерела як надходження коштів від продажу акцій. Однак, на сьогодні ця можливість використовується недостатньо. Станом на 01.01.01 загальний обсяг емісій акцій в Україні склав 46,515 млрд. грн., при загальній кількості 2779 емісій. З метою залучення додаткового капіталу відкритими акціонерними товариствами у 2000 проведено лише 343 емісії на суму 1722,158 млн. грн., що становить 11 % загального обсягу випуску акцій. Причинами цього є, насамперед, недостатня обізнаність та усвідомлення переважної ролі додаткової емісії, однак часто ситуація загострюється і через відсутність попиту на цінні папери внаслідок їх низької інвестиційної привабливості, недовикористання пріоритетів розміщення цінних паперів через інституції фондового ринку.

Зважаючи на зростання дефіциту фінансових ресурсів, проблема використання альтернативних джерел фінансування для розширення інвестиційної активності та подолання фінансової скрути стає однією з тих, що потребують першочергового вирішення.

Цілком допустимо вести сьогодні мову про необхідність виправлення помилок, спричинених дією невідпрацьованих механізмів акціонування. Тому у роботі акцентовано увагу на причини та недоліки створення вітчизняної акціонерної моделі, запропоновано ряд положень щодо коригування та виправлення усталеної ситуації.

Вважаємо, що стабілізація та подальший розвиток акціонерних відносин неможливий без вирішення питань формування та ефективного використання акціонерного капіталу, що передбачає:

- удосконалення механізмів фінансування акціонерних товариств за рахунок активізації емісійної діяльності;
- розвиток процесів формування ефективних власників та подолання розпорошеності акціонерного капіталу;
- правове та нормативне забезпечення акціонування;
- створення умов для активізації інвестування, забезпечених відповідним правовим полем;
- забезпечення умов для ефективного розвитку інституцій фондового ринку;

- розширення використання послуг професійних учасників фондового ринку;
- підвищення інвестиційної привабливості акцій тощо.

Одним із факторів, що свідчить про стан запровадження мотиваційних механізмів акціонування, є дивідендна політика. Вона найбільш суттєво, відбиває фінансову позицію акціонерного товариства по відношенню до своїх вкладників, його прибутковість, можливості росту. Однак проведений аналіз діяльності відкритих акціонерних товариств Сумської області свідчить, що у 2000 р. лише 1,2 % прибуткових підприємств спромоглися виплатити дивіденди (табл. 1).

Таблиця 1

**Виплата дивідендів відкритими акціонерними товариствами  
Сумської області у 1998-2000 рр.**

Показники	Роки		
	1998	1999	2000
Загальна кількість ВАТ, од.	339	345	334
Кількість ВАТ, що отримали прибутки, од.	111	75	96
Загальна сума отриманого прибутку (збитку), млн. грн.	63,9	-61,6	-32,4
Кількість ВАТ, що сплатили дивіденди, % від загальної кількості	27 7,9	21 6,1	4 1,2

Привертає увагу тенденція стрімкого зменшення кількості акціонерних товариств, що сплачують дивіденди акціонерам. У зв'язку з цим є необхідність врегулювання питань щодо механізмів розподілу прибутків, визначення строків та форми виплати дивідендів, що пов'язано з організацією оптимальної для підприємства дивідендної політики.

Вирішення вимагає і проблема запровадження системи стимулів акціонування. Досить низький рівень додержання акціонерних прав та велика кількість їх порушень пояснюють підвищений інтерес до підтвердження права власності на цінні папери, інформаційного забезпечення акціонерів, проведення загальних зборів, врахування пропозицій дрібних акціонерів.

У роботі обґрунтовано необхідність удосконалення системи управління акціонерним товариством, що виступає одним із факторів, який обумовлює фінансову позицію підприємства. На практиці дуже важливо спрямувати діяльність у напрямку, що забезпечує застосування управлінських підходів в інтересах усіх акціонерів, створює умови для своєчасних і виправданих дій, забезпечених правовою підтримкою та максимально прийнятних для товариства.

На основі виявлених недоліків діяльності створених в Україні акціонерних товариств і причин, які унеможливають реалізацію фінансової мотивації акціонування, у **третьому розділі** "Ос-

новні напрямки удосконалення фінансової мотивації акціонування” розроблено комплекс методичних рекомендацій щодо вдосконалення акціонування підприємств.

З метою забезпечення нормальних умов реалізації емітованих цінних паперів, доведена нагальна потреба розміщення акцій через професійних учасників фондового ринку. Для забезпечення активізації фондових відносин є сенс більш широко впроваджувати усталену практику здійснення угод з цінними паперами інвестиційно привабливих акціонерних товариств через організаторів торгівлі. Щодо акцій підприємств, що не ввійшли у вказану групу, їх розміщення має орієнтуватися на позаофіційне котирування, тому у роботі вказано на необхідність перегляду законодавчих норм у напрямку регламентації порядку обігу акцій, що не задовольняють економічні вимоги та фінансові критерії офіційного котирування.

У дисертації обґрунтовано переважну роль додаткової емісії у мобілізації капіталів та запропоновано схему здійснення емісії акцій, що може бути використана усіма без виключення акціонерними товариствами в процесі проведення повторних емісій.

На основі проведеного дослідження впливу параметрів дохідності акцій на мотивацію інвестування запропоновано в процесі оцінки інвестиційної привабливості цінних паперів керуватися розрахунком наступних показників:

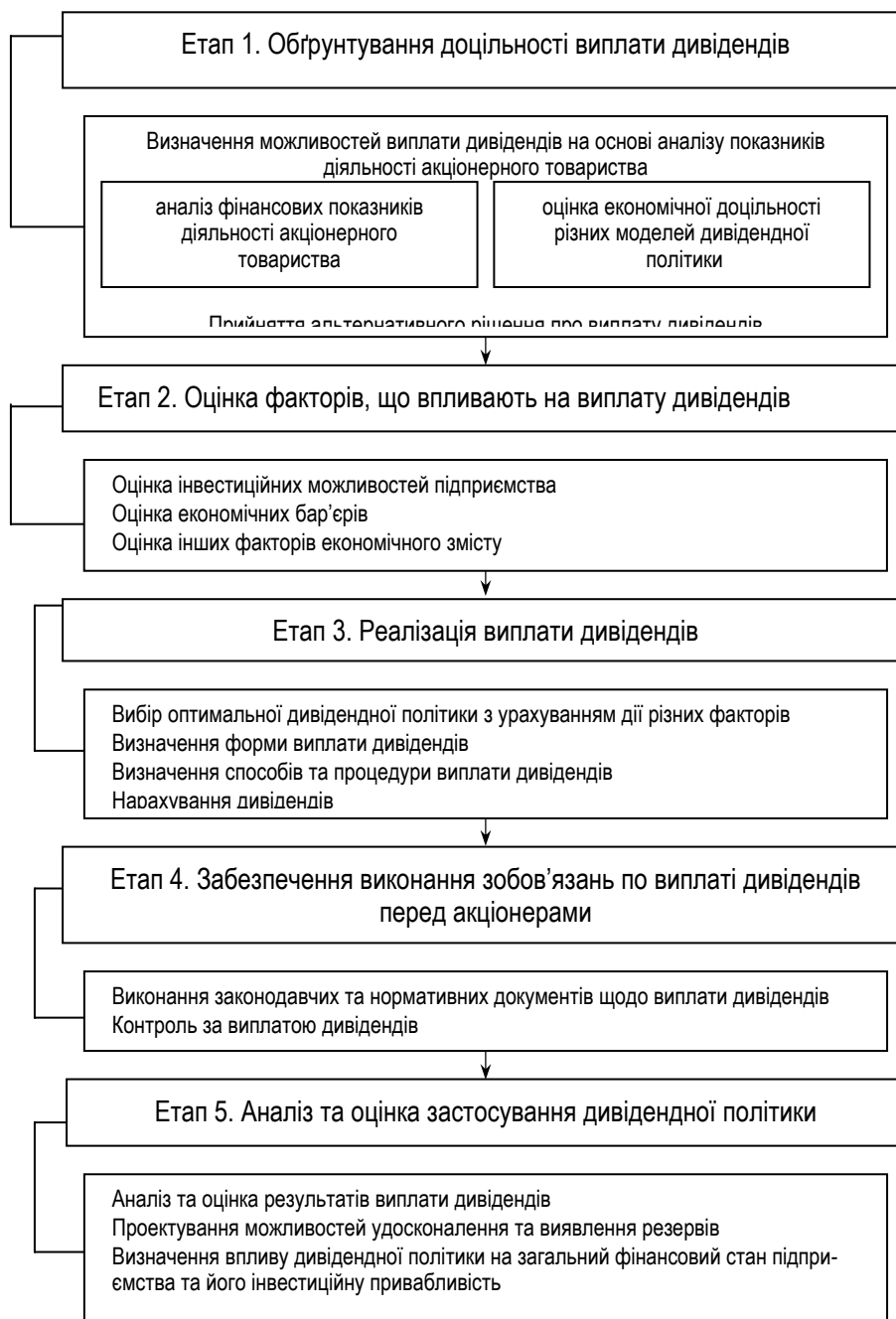
- загальний дохід від купівлі акцій;
- інвестиційний дохід за період володіння акціями;
- коефіцієнт “ціна-дохід”;
- коефіцієнт платіжності;
- дивідендна віддача акцій.

Запропонований вибір показників здійснено на основі застосованого кореляційного аналізу залежності ринкової вартості акцій від прибутку акціонерного товариства, що підтверджує переважне значення параметрів дохідності цінних паперів в оцінці інвестиційної привабливості акцій. Враховуючи специфіку фондових відносин та загальні умови функціонування акціонерних товариств, вказані показники дають можливість адекватної оцінки запровадження окремих механізмів акціонування.

Практичний інтерес викликає забезпечення фінансової мотивації акціонування. Тому у роботі запропоновано альтернативний підхід до вибору типу дивідендної політики на основі етапів життєвого циклу компанії, визначено оптимальні варіанти застосування різних моделей дивідендної політики: консервативної – при нарахуванні дивідендів за залишковим принципом для підприємств, що знаходяться на стадії становлення; поєднання агресивних підходів з консервативними або компромісними – в процесі стабілізації діяльності; виплати стабільних сум дивідендів з надбавкою при певних умовах для стабільних підприємств. З метою формування оптимальної стратегії

розподілу прибутків запропоновано схему розробки дивідендної політики за поетапним принципом на основі виділення прогнозного, факторного, розрахунково-аналітичного рівнів (рисунок).

З метою стабілізації діяльності неприбуткових та підприємств з критичним фінансовим станом запропоновано ряд заходів на основі проведення емісії акцій, що обумовлюють їх стабілізацію. Визначені аспекти можуть бути корисними при розробці стабілізаційних програм, зумовлених необхідністю залучення власника, здатного здійснювати ефективне управління і в той же час знаходити додаткові джерела інвестиційних ресурсів.



**Рис. Схема розробки дивідендної політики**

У роботі обґрунтовано необхідність посилення уваги щодо запровадження економічних стимулів акціонування. У зв'язку з розглядом цього питання практичний інтерес викликають запропоновані положення щодо основних напрямів захисту акціонерних прав за рахунок:

- 1) удосконалення процедури прийняття рішень на загальних зборах та підготовчого етапу до їх проведення шляхом:
  - приведення законодавчого регулювання підготовки до загальних зборів у відповідність до вимог сьогодення;
  - закріплення зобов'язання персонального повідомлення акціонерів про проведення загальних зборів за наглядовою радою;
  - змін процедури внесення пропозицій на розгляд загальних зборів за рахунок зменшення частки акцій у власності акціонерів, пропозиції яких враховуються в обов'язковому порядку, з 10 до 2 % та регулювання кількості питань та форми їх викладення;
- 2) застосування механізму кумулятивного голосування в процесі формування органів управління акціонерним товариством. З цією метою розрахунок необхідної кількості акцій для представництва в органах управління доцільно здійснювати за наступною формулою:

$$N = \frac{k \cdot s}{K + 1} + 1,$$

де  $k$  – кількість кандидатів, яку акціонер бажає досягти;

$s$  – загальна кількість випущених акцій товариства;

$K$  – загальна кількість кандидатів, що мають бути обрані.

Розрахунок необхідної кількості акцій на прикладі формування правління з кількісним складом 7-10 чоловік подано у табл. 2 (для розрахунку використана загальна кількість емітованих акцій 1000000 штук);

Таблиця 2

#### Розрахунок володіння акціями при кумулятивній системі голосування

Кількість кандидатів, яку бажає досягти акціонер	Кількість акцій, необхідна для обрання		Відсоткові межі володіння акціями, що дозволяють обрати	
	7 кандидатів	10 кандидатів	7 кандидатів	10 кандидатів
Один	125001	90910	12,5	9,09
Два	250001	181819	25,0	18,1
Три	375001	272728	37,5	27,2
Чотири	500001	363637	50,0	36,3

П'ять	625001	454546	62,5	45,45
Шість	750001	545455	75,0	54,5
Сім	875001	636364	87,5	63,6
Вісім	-	727273	-	72,7
Дев'ять	-	818182	-	81,8
Десять	-	909091	-	90,9

- 3) розкриття інформації про фінансово-господарський стан акціонерного товариства, власників великих пакетів акцій, перерозподіл власності. Специфіка врегулювання вказаного питання полягає у наданні інформації про діяльність акціонерного товариства особисто кожному акціонеру не рідше 1 разу на рік способом, задекларованим нормативними документами, а також врегулювання порядку додаткового інформування за вимогою акціонерів щоквартально, вираженням чого, вважаємо, має стати розробка відповідного положення;
- 4) врегулювання питань виплати дивідендів за рахунок удосконалення порядку нарахування та виплати дивідендів, їх форми, встановлення строків та процедури виплати;
- 5) встановлення пропорційного підходу до вирішення проблеми придбання цінних паперів нових випусків, що дозволяє регулювати процеси розмивання часток акціонерного капіталу;
- 6) врегулювання питань продажу акцій дрібними акціонерами та придбання великих пакетів акцій шляхом закріплення за основним власником, що володіє більш ніж 70 % акцій, зобов'язання викупу цінних паперів за вимогою дрібних акціонерів на визначених умовах і за ціною, не нижче номіналу; а також публічного повідомлення про наміри викупу певної частки акцій та встановлення окремого порядку, що передбачає умови придбання зовнішніми інвесторами часток, що складають понад 25 % обсягу емісії;
- 7) удосконалення процедури отримання частки майна при ліквідації акціонерного товариства за рахунок інформування про фінансово-господарський стан компанії і створення, таким чином, основи для особистого контролю та прогнозування власних доходів чи збитків, вирішення питань оцінки майнового стану підприємств через законодавчий аспект.

З метою використання управлінського фактора для забезпечення фінансової мотивації акціонування, у роботі обґрунтовано необхідність розподілу управління акціонерним товариством на дві гілки: на управління як сукупним власником об'єднаного майна, вартість якого поділена на визначену кількість акцій, та на управління як суб'єктом господарювання, діяльність якого базується на об'єднаних в акціонерний статутний капітал господарських засобах власників акцій. Така необхідність породжена виявленими недоліками усталених управлінських підходів, особливостями

управління акціонерними товариствами і тим, наскільки система управління забезпечує прибуткову діяльність підприємства. З цієї причини управління акціонерним товариством, як об'єднанням співвласників, доцільно здійснювати в такому порядку: загальні збори – правління – голова правління, а управління акціонерним товариством як суб'єктом господарювання здійснювати найнятим на контрактних засадах управлінським апаратом, тобто по лінії: акціонери – правління – управлінський апарат.

У зв'язку з розглядом цього питання практичний інтерес викликає діяльність апарату управління, сформованого на основі: врахування відповідних ділових якостей, компетенції, досвіду управлінців, елементів комунікабельності; можливості швидкої адаптації менеджерів до нових запропонованих умов у випадках змін у діяльності акціонерного товариства; застосування заохочувальних моментів роботи менеджменту шляхом високої оплати праці, додаткового стимулювання, преміювання, що є формою економічної взаємодії між менеджерами і власниками.

У зв'язку із запропонованим розподілом управління у двох напрямках та з метою забезпечення реалізації інтересів дрібних акціонерів у діяльності правління обґрунтовано доцільність введення у склад правління представників запропонованих 10 % акціонерного складу незалежно від кількості акцій у їх розпорядженні.

У роботі обґрунтовано новий порядок формування наглядової ради. У ході дослідження запропоновано склад наглядової ради формувати за рахунок:

- 50 % акціонерного складу;
- 20-25 % представників найманого персоналу;
- частки зовнішніх зацікавлених інституцій: представників банків, фінансових посередників, основних постачальників-покупців, представників органів влади тощо.

На наш погляд, існує потреба у зміні підходів до структурного поділу наглядової ради та посилення її ролі у діяльності акціонерних товариств, що обумовлює перегляд функцій та компетенцій вказаного органу управління.

Подальше удосконалення управління акціонерними товариствами має орієнтуватися на запровадження чіткого розподілу функцій між рівнями управління. Цей блок проблем досліджено у роботі з точки зору його впливу на фінансовий стан акціонерних товариств і, в кінцевому результаті, на формування ринкової позиції акціонерного товариства.

## **ВИСНОВКИ**

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової задачі, пов'язаної з обґрунтуванням і запровадженням фінансової мотивації акціонування, що безпосередньо спрямовано на вдосконалення відносин в акціонерних товариствах та стимулювання їх розвитку.



Основні висновки виконаного дисертаційного дослідження полягають у наступному:

1. Економічні реформи, викликані необхідністю створення ринкової системи, зумовили розвиток процесів акціонування в Україні. В умовах зростання кількості акціонерних товариств виникає необхідність удосконалення основних механізмів здійснення акціонерної діяльності, що передбачає концентрацію уваги на питаннях реалізації фінансової мотивації акціонування.
2. Важливим напрямом забезпечення фінансової мотивації акціонування в сучасних умовах, є залучення капіталів, що обумовлює необхідність удосконалення механізмів емісійної діяльності.
3. У напрямку забезпечення реалізації фінансової мотивації акціонування виникає потреба більш широкого використання послуг професійних учасників фондового ринку, активізації обігу цінних паперів через біржовий та позабіржовий ринок з метою формування розгалуженої системи фондових відносин. У цьому напрямку подальший розвиток акціонування має орієнтуватися на запровадження позаофіційного котирування, та розвиток офіційного котирування щодо підприємств, що відповідають встановленим вимогам.
4. Система показників, що використовуються в процесі оцінки інвестиційної привабливості цінних паперів конкретного емітента, має бути доповнена розрахунком показників, що аналізують дохідність акцій. Серед них виділені наступні: загальний дохід від купівлі акцій, інвестиційний дохід за період володіння акціями, коефіцієнт “ціна-дохід”, коефіцієнт платіжності, дивідендна віддача акцій.
5. Нагального вирішення потребує проблема формування оптимальної стратегії розподілу прибутків, що передбачає розробку дивідендної політики на основі виділення прогнозного, факторного та розрахунково-аналітичного рівнів за поетапним принципом формування. В процесі визначення умов запровадження окремих моделей дивідендної політики доцільно враховувати власні фінансові можливості та стадію життєвого циклу компанії, що віддзеркалюють рівень розвитку підприємства.
6. Систему стимулюючих до акціонування важелів доцільно розглядати як сукупність складових, що, з одного боку, відбивають можливості акціонерів в управлінні акціонерним товариством через участь у загальних зборах, діяльності інших органів управління, отриманні інформації про фінансово-господарський стан товариства, з іншого – свідчать про доходи за акціями та надають можливість вільного розпорядження ними.
7. Сучасний стан запровадження економічних стимулів акціонування гальмується неврегульованістю окремих механізмів та процедурних питань, що обумовлює подальший розвиток та вдосконалення за рахунок: застосування механізму кумулятивного голосування; зміни процедури прийняття рішень на загальних зборах та підготовки до них; розкриття інформації про фінансово-господарську діяльність товариства через персональне доведення її до акціонерів; врегулювання питань продажу акцій дрібними акціонерами; встановлення пропорційного підходу до

вирішення проблеми придбання цінних паперів нових випусків; врегулювання порядку нарахування, строків та процедури виплати дивідендів; удосконалення процедурних аспектів ліквідації акціонерних товариств тощо;

8. Мотиваційний спектр акціонування, поряд з забезпеченням прибуткової діяльності за рахунок ефективного використання накопичених капіталів, передбачає гармонізацію інших компонентів, в тому числі і управлінського характеру. Тому економічні механізми акціонування доцільно будувати виходячи із взаємодії процесів господарювання та управління.
9. З метою забезпечення фінансової мотивації акціонування виникає необхідність запровадження нових підходів до управління акціонерним товариством, що передбачає: розподіл управління акціонерним товариством у двох напрямках: на управління підприємством як сукупним власником об'єднаного майна та на управління акціонерним товариством як суб'єктом господарювання; зміну порядку формування органів управління акціонерним товариством, перегляд їх функцій та компетенцій;

Наведені у роботі матеріали аналізу реалізації фінансової мотивації акціонування, а також можливості і напрями їх удосконалення здатні, на думку автора, прискорити процеси адаптації акціонерних товариств до ринкових умов і забезпечити їм прибуткове господарювання.

### **СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ**

1. Волик І.М. До питання про діяльність акціонерних товариств Сумської області // Вісник УАБС. – 1999. – № 1. – С. 64, 0,1 д.а.
2. Волик І.М. Короткий екскурс в епоху “приватизації” // Фондовий ринок. – 1999.– № 31. – С. 17-20, 0,43 д.а.
3. Волик І.М. Бездокументарна форма випуску акцій: за і проти // Банківська система України: теорія і практика становлення: Зб. наук. пр. Т. 2 – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД, Ініціатива, 1999. – С. 430-433, 0,17 д.а.
4. Волик І.М. Деякі аспекти стану реєстраторської діяльності в Сумському регіоні // Вісник УАБС. – 1999. – № 2. – С. 48-50, 0,19 д.а.
5. Волик І.М. Управління акціонерним товариством: участь акціонерів // Вісник УАБС. – 2000. – № 1. – С. 73-74, 0,25 д.а.
6. Волик І.М. Фінансові чинники акціонування // Фінанси України. – 2000. – № 9. – С. 32-36, 0,26 д.а.
7. Волик І.М. Акція як інструмент фінансування підприємства // Науковий вісник Волинського державного університету ім. Лесі Українки. Серія. Економічні науки. – 2001. – № 3. – С. 169-173, 0,54 д.а.

8. Волик І.М. Дивідендна політика та її вплив на інвестиційну привабливість акціонерних товариств // Вісник УАБС. – 2000. – № 2. – С. 85-87, 0,27 д.а.
9. Волик І.М. Дивідендна політика як складова фінансової мотивації акціонування // Банківська система України: теорія і практика становлення: Зб. наук. пр. Т. 4. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД, Ініціатива, 2000. – С. 238-241, 0,24 д.а.

### АНОТАЦІЯ

Волик І.М. Фінансова мотивація акціонування підприємств регіону. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит. – Українська академія банківської справи, Суми, 2001.

Дисертаційна робота присвячена проблемам запровадження фінансової мотивації акціонування підприємств.

На основі порівняльного аналізу діяльності акціонерних товариств поглиблено та конкретизовано основні підходи до фінансових механізмів акціонування, запропоновано схему проведення додаткової емісії акцій з метою забезпечення фінансування акціонерних товариств та вдосконалення механізмів емісійної діяльності, суттєво вдосконалено систему показників для оцінки інвестиційної привабливості акцій на основі їх дохідності.

У роботі обґрунтовано організаційно-економічні засади та механізми організації дивідендної політики з метою розширення кола потенційних інвесторів та формування оптимальної стратегії розподілу прибутків. Обґрунтовано систему економічних стимулів акціонування на основі вдосконалення механізмів захисту прав акціонерів, визначено напрями здійснення управління акціонерним товариством з боку власника об'єднаного майна та суб'єкта господарювання в процесі запровадження фінансової мотивації акціонування.

Ключові слова: акціонерне товариство, акція, дивіденди, інвестиції, емісія акцій, права акціонерів, приватизація, управління, фінанси, фінансові відносини, фінансова мотивація.

### АННОТАЦИЯ

Волик И.Н. Финансовая мотивация акционирования предприятий региона. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.04.01 – финансы, денежное обращение и кредит. – Украинская академия банковского дела, Сумы, 2001.

Диссертация посвящена проблемам реализации финансовой мотивации акционирования в процессе реформирования предприятий.

В диссертации определены закономерности, условия, специфика формирования акционерных обществ, финансовая мотивация процесса акционирования; обстоятельства, которые ограни-

чивают возможности эффективных акционерных отношений, а также обоснованы и указаны пути их преодоления.

Определена суть, значение и особенности акционирования. Проанализированы условия и предпосылки формирования акционерных обществ в Украине, а также представлена сравнительная характеристика путей и способов формирования акционерных обществ в разных странах. Раскрыта роль акции как разновидности ценной бумаги, ее значение в формировании акционерного капитала и его перераспределении, эмиссионной деятельности, реализации возможностей по линии управления акционерным обществом и формировании состава основных акционеров.

Обоснована роль акционирования в системе реформирования современного хозяйства, изучен мировой опыт формирования акционерных структур. На его основе сформулированы основные аспекты, составляющие базу создания акционерных обществ. Рассмотрен путь создания акционерных обществ на основе реформационных процессов, связанных с приватизацией государственной собственности. Проанализированы особенности и различия в организации акционерных отношений в Украине и других странах, а также отличия нормативно-правовой и законодательной базы, регулирующей деятельность акционерных обществ.

Обоснована важность акционирования и значение финансовой мотивации этого процесса. Определены причины, обуславливающие выбор акционерной формы организации бизнеса, а также основные недостатки реализации финансовой стороны деятельности акционерных предприятий. Указаны предпосылки, определяющие прибыльность акционерной деятельности, их значение в финансах акционерных обществ. На основе анализа деятельности акционерных предприятий Сумского региона показаны основные тенденции в формировании акционерных обществ, определена роль внутреннего и внешнего инвестора в процессах акционирования, возможности прибыльной деятельности.

Внесены предложения по усовершенствованию действующего механизма реализации финансовой мотивации акционирования.

Обоснован порядок, а также предложена схема привлечения капитала через дополнительную эмиссию акций. В работе акцентировано внимание на необходимости использования институций фондового рынка в целях размещения ценных бумаг. В качестве характеристики инвестиционной привлекательности ценных бумаг предложено использование ряда показателей, свидетельствующих о доходности акций, с целью разработки соответствующей информационной базы для создания объективных предпосылок привлечения капиталов путем формирования заинтересованности потенциальных инвесторов.

Указаны пути формирования оптимальной стратегии распределения прибыли на основании совершенствования дивидендной политики. Предложения в этом направлении разработаны с учетом финансовых возможностей предприятий, уровня развития и стадии жизненного цикла. Обос-

нован поэтапный подход формирования дивидендной политики с выделением прогнозного, факторного, расчетно-аналитического уровней. Предложен комплекс мероприятий с целью стабилизации деятельности неприбыльных, а также предприятий относящихся к группе критических.

Исследована сущность системы экономического стимулирования при акционировании, в связи с этим предложены подходы совершенствования механизмов защиты акционерных прав. Обоснованы предложения регулирования участия акционеров в управлении деятельностью акционерных обществ; участия в распределении прибыли; владении и распоряжении ценными бумагами, включая покупку акций дополнительных эмиссий и гарантии их выкупа при определенных условиях; получении информации о финансовом состоянии акционерного общества. Исследованы особенности участия акционеров в деятельности органов управления акционерным обществом, а также обоснована необходимость применения кумулятивной системы голосования при формировании состава органов управления, показано ее влияние на реализацию возможностей участия мелких акционеров в управлении предприятием.

Разработаны принципы и условия организации управления акционерным обществом с целью обеспечения финансовой мотивации акционирования. Как один из способов усовершенствования управления предложено разграничение управления акционерным обществом в двух направлениях: по линии собственника акционерного капитала и по линии субъекта хозяйствования. В связи с этим определена роль и значение органов управления в реализации управленческих функций. Выделен аппарат управления в системе органов управления акционерной собственностью; указан круг его компетенций; условия, определяющие формирования состава управленческого аппарата. Также внесены предложения по формированию состава правления, наблюдательного совета. Предложены положения относительно определения их функций и компетенций.

Ключевые слова: акционерное общество, акция, дивиденды, инвестиции, эмиссия акций, права акционеров, приватизация, управление, финансы, финансовые отношения, финансовая мотивация.

## SUMMARY

Volyk I. M. The financial motivation of joint-stock company creation in the regione. – Manuscript.

The dissertation for a candidate of economic science degree in speciality 08.04.01 – finance, money turnover and credit. – Ukrainian Academy of Banking, Sumy, 2001.

The dissertation is devoted to the problems of implementation the financial motivation of joint-stock company.

Main conceptions of financial mechanisms of joint-stock company creation are developed and concreticised owing to the comparative analysis of joint-stock company activity. The scheme of addi-

tional issue of stock in the aim of financing of joint-stock company and the improvement of mechanisms of emission activity are suggested. The system of parameters for the estimation of the investment attractiveness of stocks based on their profitability is essentially improved.

The organizing economic basis and the mechanism of organization the dividend policy in purpose of expansion the circles of potential investors and formation the optimal strategy of incomes distribution are implemented in the work. The system of economic stimuli of sole of shares grounded on the introduction of mechanisms of rights protection of stockholders substantiated the directions of management of joint-stock company from the side of the owner of joint assets the economic the financial motivation of sale of shares are determined.

Key words: joint-stock company, share, dividend, investments, issue of shares, rights of the shareholders, privatization, management, finance, financial relations, financial motivation.

Відповідальний за випуск  
к.е.н., доцент *М.В. Мінченко*

Видавництво “Ініціатива”  
Засновник: Українська академія банківської справи

Адреса редакції, видавця:  
40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 56.

Підписано до друку 05.03.02. Формат 60x90/16. Обл.-вид. арк. 0,9.  
Гарнітура Times. Тираж 100 пр.

Надруковано на обладнанні ВАТ Сумська обласна друкарня  
40030, м. Суми, вул. Кооперативна, 23. тел./ факс 22-21-42

