

УДК 658.14

О.Ю. Гуцуляк

Національний університет “Львівська політехніка”,
кафедра теоретичної економіки та економіки України

СПОСОБИ ЗАЛУЧЕННЯ КОШТІВ УКРАЇНСЬКИМИ АКЦІОНЕРНИМИ ТОВАРИСТВАМИ

© Гуцуляк О.Ю., 2003

Важливою складовою системи корпоративного управління є пріоритетність фінансування. Розглядаються можливі методи фінансування, їх недоліки і переваги як для акціонерного товариства, так і для позикодавців. Аналізуються методи захоплення кредитором контролю над товариством та шляхи його уникнення.

A priority of financing is the relevant component of corporate governance system. The eventual methods of financing, their disadvantages and advantages both for corporation, and for the lenders are considered. The methods of takeover by the creditors of a control above company and paths of its avoidance are analysed.

Постановка проблеми. Відомо, що існують три найефективніші методи залучення коштів відкритими акціонерними товариствами: використання прибутку, отримання кредиту або позики, зокрема випуск облігацій, та залучення коштів шляхом додаткової емісії акцій. Вибирати потрібний метод має акціонерне товариство, виходячи зі своїх конкретних інтересів. Розглядати переваги і недоліки кожного методу залучення коштів можна, виходячи з позиції фінансової ефективності або ж з точки зору корпоративного управління і можливості виникнення конфлікту інтересів його учасників. Результатом цього процесу має стати оптимальна структура капіталу.

Аналіз останніх досліджень і результатів. Проблемою оптимальної структури капіталу в Україні займаються Г. Куліш, Б. Стеценко, А. Ганієв, досліджуючи співвідношення його видів. Питання альтернативних методів фінансування та нових інструментів залучення коштів досліджують І. Дмитренко, І. Драганов, С. Румянцев, В.Глинячук, В. Піддубний, які вважають акції неперспективним методом залучення коштів, натомість покладають великі сподівання на похідні цінні папери.

Постановка задач. У результаті аналізу методів залучення коштів акціонерним товариством, їх переваг та недоліків встановити оптимальну структуру капіталу та пріоритетність фінансування акціонерного товариства.

Виклад основного матеріалу. Використання прибутку є, звичайно, найлегшим та найдешевшим методом фінансування підприємства. Проте потрібно, щоб підприємство було рентабельним і мало прибуток. Аналіз прибутковості українських підприємств показує невтішну картину, (таблиця) [1]:

Динаміка окремих показників, які характеризують фінансовий стан суб'єктів реальної економіки в Україні

Показники	1996 р.	1997 р.	1998 р.
Рентабельність промислової продукції, %	8,9	5,7	6,3
Збиткові підприємства, % до загальної кількості	43,0	45,0	54,5

Згідно з даними офіційної статистики, в Україні лише 6—8 % прибутку спрямовується на рефінансування, тоді як у Західній Європі показник покриття капітальних вкладів прибутком сягає 40 % [1]. Виходячи з наведених даних, робимо висновок про те, що використання прибутку для фінансування діяльності підприємства не може бути поширеним і ефективним для української моделі економіки.

Тому засобом отримання фінансування має стати залучення зовнішнього капіталу чи то шляхом отримання кредиту, чи за допомогою додаткового розміщення акцій.

На основі кредитних відносин формується фінансовий контроль, що певним чином протистоїть акціонерному. Такий конфлікт інтересів притаманний товариствам, у яких позиковий капітал становить велику частку у загальному капіталі, а менеджери схиляються до ризикових рішень. Суть цього конфлікту полягає в тому, що у випадку невдачі значні втрати понесуть кредитори, адже підприємство не матиме змоги погасити кредити, а при успіху всі вигоди дістануться лише менеджерам.

Дохід кредиторів зафіксований в угоді між ними та акціонерним товариством. Кредитори зацікавлені у стабільності та стійкості акціонерного товариства, що є гарантією повернення позики та отримання винагороди, і тому мало схильні до ризикових проєктів, що обіцяють високий рівень доходу, але водночас загрожують відповідно високим ризиком.

Отже, акціонерне товариство має знайти відповідь на запитання про пріоритетність фінансування: вибір слід робити між додатковою емісією акцій, випуском облігацій чи отриманням кредиту.

Акціонування означає можливу зміну структури акціонерів, появу нових власників та збільшення статутного капіталу. Загалом випуск акцій означає, що ці акції знайдуть свого власника, котрий матиме контроль над акціонерним товариством. При додатковій емісії акцій вірогідним є розмивання капіталу підприємства, що доведено масою прикладів з української практики, і тут постає питання: чи є це вигідно і кому? Звичайно, такий механізм може бути використаний для боротьби з особою, що намагається захопити контроль над товариством. Проте аналогічно це є метод зменшення кількості існуючих акціонерів або їх частки у капіталі.

Випуск же облігацій означає залучення додаткового капіталу без права власників облігацій на контроль та управління. З іншого боку, особи, що купують облігації, розраховують на встановлений на них дохід. Виплата процентів за облігаціями є обов'язковою, тоді як виплати дивідендів може і не бути. Це пояснюється, по-перше, тим, що за результатами звітного року акціонерне товариство може виявитися збитковим, і тоді мова про дивіденди не йде. По-друге, навіть якщо товариство має прибуток, загальними зборами акціонерів може бути прийняте рішення не виплачувати дивіденди на акції.

На жаль, на сьогодні на ринку акцій українських товариств відбувся значний спад. Цей факт має кілька пояснень. Масова приватизація і корпоратизація державних підприємств закінчилася, і на первинному ринку реалізуються або акції додаткових емісій,

що є досить рідкісним явищем, або первинні емісії небагатьох новостворюваних акціонерних товариств. Інвестиційно привабливих неприватизованих підприємств або їх часток, акції яких мали би попит, у володінні органів державної влади вже майже не залишилося. Більшість перспективних підприємств вже знайшла реального власника, який не має наміру продавати свої акції. Отже, діяльність на ринку акцій майже завмерла. Можна назвати такі причини ситуації, що склалася:

- незацікавленість директорів більшості підприємств у випуску акцій і облігацій своїх підприємств;
- нерозвиненість інфраструктури фондового ринку;
- відсутність корпоративної культури в Україні, грубі порушення прав акціонерів та небажання самих акціонерів знати та використовувати свої права.

Отже, залучення капіталу за допомогою розміщення акцій є неефективним в Україні. Проте потреба у капіталі існує, і досить потужна. Виникає необхідність використання інших джерел отримання фінансування. Одним із можливих шляхів є емісія корпоративних облігацій.

Порівняно найдешевшим та найлегшим способом залучення додаткового капіталу є випуск корпоративних облігацій. Аналіз ринку корпоративних облігацій свідчить про стрімкий ріст як випуску облігацій акціонерних товариств, так і торгівлі цими цінними паперами. Протягом 2001 року в Україні зареєстровано 62 випуски облігацій на суму 694,32 млн. грн., що перевищує загальні обсяги випуску облігацій за всі попередні роки більш ніж у два рази (за 1996—2000 рр. обсяг випуску облігацій становив 339,515 млн. грн.). А протягом першої половини 2002 року зареєстровано випуски облігацій на загальну суму 287,35 млн. грн. [2].

Значно зросли обсяги торгівлі корпоративними облігаціями: протягом січня—вересня 2002 року виторг становив 422,9 млн. грн., що на 341 % більше порівняно з 2001 роком і становить 10,54 % загального обсягу торгів ПФТС, причому обсяг вторинного ринку становив 342,24 млн. грн., первинного — 80,65 млн. грн. [3].

Випуск облігацій частіше практикується великими підприємствами зі сталою доброю репутацією. Тоді як банки можуть детально проаналізувати проект, під який дають кредит, власники облігацій не мають такої можливості і повинні довіряти позичальнику “на слово”. Підприємство-емітент має бути фінансово спроможним.

При випуску облігацій підприємство зобов'язано розкривати широкий обсяг фінансово-господарської інформації, у чому переважно бувають незацікавлені його керівники. Саме тому вони часто вдаються до банківських кредитів, ігноруючи можливість емісії облігацій.

Після виходу у квітні 2001 року Закону України “Про обіг векселів в Україні” заборонено випуск векселів з метою залучення додаткових коштів, оскільки векселі у трактуванні цього закону мусять обов'язково бути забезпечені товарними потоками.

Можливими новими шляхами фінансування є:

- корпоративні облігації (протягом 2001 року облігації випускали такі акціонерні товариства, як ДАК “Титан”, Запоріжферосплав, Райффайзенбанк Україна, Київстар GSM, банк “Південний”, Концерн “Стірол”, Аркада-Фонд);
- акції підприємств-новачків, що створилися не під час корпоратизації державного майна, наприклад, ВАТ “Вінніфрут” та ВАТ “Мономах”;
- похідні на послуги (наприклад, опціони “Укртелекому”);

- похідні на єврооблігації (банк “Надра” продавав у 2001 році сертифікати прав володіння на облігації ОВДП у його власності);
- інвестиційні сертифікати (у 2001 році таких прикладів було всього два — інвестиційний фонд “Андріївський” та “ІК ім. Петра Могили”).

На 08.02.2002 року кредитні вкладення в економіку України за даними НБУ становили 27,47 млрд. грн., зокрема в національній валюті — 15,29 млрд. грн. Середня кредитна ставка знизилася до 29,62 %, що зумовлено переважно малою потужністю кредитного ринку, який не відповідає насправді потребам економіки. На 01.12.2001 року дебіторська та кредиторська заборгованість корпоративного сектора становили відповідно 220,3 та 281,4 млрд. грн. [4].

Для того, щоб акціонерне товариство отримало кредит, потенційний кредитор має бути впевненим у поверненні своїх коштів і винагороді за користування кредитом. Отже, потрібні як законодавчо встановлені гарантії, так і певні якісні характеристики емітента, такі як реноме, практика повернення кредитів у минулому, платоспроможність, позитивні фінансово-господарські показники.

З метою забезпечення захисту інтересів кредиторів на законодавчому рівні встановлено деякі норми, що регулюють функціонування відкритих акціонерних товариств. Зокрема, встановлено мінімальний розмір статутного фонду ВАТ на рівні 1250 мінімальних заробітних плат, щоби у разі ліквідації товариства статутний капітал покривав боргові зобов'язання. Проте цей інструмент часто не гарантує реального захисту інтересів кредиторів, адже у більшості випадків при ліквідації товариства його майна буває недостатньо.

Якщо все-таки постає питання про погашення боргів акціонерного товариства перед кредитором, законодавчо визначено можливий порядок його вирішення. У п.4 ст.37 Закону України “Про відновлення платоспроможності боржника чи оголошення його банкрутом” передбачено можливість обміну вимог кредитора на акції боржника. Водночас проект закону “Про акціонерні товариства” містить норму про оплату акцій шляхом зарахування вимог до товариства.

Однак виникає питання, яким чином має здійснюватися зарахування акцій і яких саме акцій? Якщо мова йде про акції, викуплені товариством, то все зрозуміло, адже товариство має право розпорядитися цими акціями протягом року. Проте найчастіше ці акції є у володінні акціонерів. У такому випадку кредитор може вибирати, як йому діяти.

Акції можна скуповувати на вторинному ринку цінних паперів. Саме таким методом діяло багато російських компаній. Це метод досить ефективний, але потребує великих затрат коштів і часу. До того ж, акції далеко не всіх підприємств обертаються на вторинному ринку. Доводиться мати справу з великою кількістю дрібних акціонерів.

Дещо легшим може виглядати шлях переговорів з власниками великих пакетів акцій, які добре усвідомлюють, що у випадку ліквідації акціонерного товариства їм може нічого не дістатися. Якщо ж існує акціонер, якому належить контрольний пакет акцій, то справа може полегшитися. Домовлятися доведеться з одним власником, якщо він захоче домовлятися, тобто якщо він не довів підприємство до банкрутства навмисно.

У світі існує ще один метод погашення заборгованості акціонерним товариством — за рахунок частки акцій існуючих власників. Так, у Росії заборгованість підприємства може бути обміняна на його акції шляхом випуску додаткових акцій з подальшою передачею їх кредиторам. При цьому, звісно, зменшуються частки існуючих інвесторів — це своєрідна

“плата” за неефективне управління своїм підприємством. У проспекті емісії вказується ця її мета, і така емісія здійснюється рівно на суму заборгованості.

Вищеописані механізми покликані захистити права кредиторів. Проте часто захищатися доводиться самим акціонерним товариствам, адже шляхом викупу кредиторської заборгованості кредитор може перехопити контроль над підприємством.

У Росії такі методи більше поширені і частіше використовуються, ніж в Україні. У майбутньому, після зміни законодавства України і у нас можливі такі методи конкурентної боротьби. Для уникнення цього проаналізуємо російський досвід.

Метод конвертації боргів у акції полягає у тому, що зацікавлений власник спочатку консолідує під своїм контролем більше половини заборгованості. Перехоплення боргів є першим кроком, наступним є захоплення власності. Прикладом може служити російське ВАТ “Фосфорит”, що було об’єктом жорсткої боротьби між групою МДМ і великим бізнесменом А. Сабадашем. Група МДМ викупила контрольний пакет акцій (54 %) “Фосфориту” шляхом формування у своїй власності ланцюжка технологічно пов’язаних підприємств. А. Сабадаш консолідував у своїх руках більшу частку кредиторської заборгованості (550 млн. руб. з 670 млн. руб.), забезпечивши собі підтримку більшості кредиторів. План кредиторів передбачав виділення активів і більшості працівників “Фосфориту” у окреме акціонерне товариство, проведення додаткової емісії акцій і в подальшому обмін на них кредиторської заборгованості. У результаті група МДМ реально зможе повернути собі контроль за “Фосфоритом”, лише викупивши у нових власників акції чи перекупивши частину заборгованості у кредиторів [5].

Ще один метод полягає у переведенні активів за рішенням кредиторів і подальшій емісії акцій нового акціонерного товариства, і прикладом цього є ситуація з АТ “Західно-Сибірський металургійний комбінат” (“ЗСМК”), на якому завершилася процедура банкрутства внаслідок досягнення домовленості з акціонерами. Групі “Євразхолдинг” належало 20 % акцій товариства, коли вона почала скупку акцій і одночасно консолідацію боргів підприємства і зосередила у своїх руках 70 % заборгованості. Після цього почалася конвертація боргів у акції. Комітет кредиторів схвалив план проведення додаткової емісії і обміну акцій цієї емісії на кредиторську заборгованість. Кредитори, що так стануть акціонерами товариства, мають право продати свою частку акцій бажаному. Звісно, таким бажаним буде “Євразхолдинг”. Кредиторам, що не згодні з такою схемою (а таких, як правило, небагато), може бути запропонована інакша схема, зокрема, погашення боргів грошима. У результаті подібних дій змінюється співвідношення часток власності. Так, у випадку “ЗСМК” додаткова емісія збільшила статутний капітал у 50 разів, і при цьому частка первинних акціонерів стає мізерною. Від державного пакета акцій (23,79 %) і пакета трудового колективу (близько 10 %) не залишиться майже нічого. А частка “Євразхолдингу” разом з підконтрольними структурами досягне 75 % [5].

Слід окремо виділити метод переділу власності за допомогою механізму банкрутства. Справа про банкрутство розпочинається кредиторами тоді, коли підприємство неспроможне платити за своїми зобов’язаннями і менеджери не здатні запропонувати кредиторам план виходу із кризи, який би задовольнив останніх. У такому випадку враховуються насамперед вимоги кредиторів і погашаються насамперед зобов’язання перед кредиторами. Вимоги акціонерів виконуються в останню чергу. Контроль над компанією переходить з рук

директорів до призначених судом ліквідатора чи опікуна, котрі на власний розсуд розпоряджаються активами товариства.

Загроза банкрутства існує у випадку помилкової політики менеджерів і в найгіршому випадку означає перехід контролю до кредиторів. Важливо зауважити, що кредитори використовують механізм банкрутства для отримання контролю за підприємством лише у тому випадку, якщо вони впевнені, що труднощі функціонування компанії виникли лише через помилки менеджерів і аж ніяк не відображають реальної ціни акцій на ринку чи вартості акціонерного товариства загалом. Водночас процедура банкрутства є дорогою, оскільки передбачає великі витрати — як прямі (судові та адміністративні витрати), так і непрямі (виплата довгострокових зобов'язань, припинення бізнесу).

У ринковій економіці механізм банкрутства є інструментом еволюційного процесу розвитку підприємництва, а у пострадянській системі став своєрідним “бізнесом на замовлення”. Спеціальні фірми організовують банкрутство цілком життєздатних підприємств, у результаті чого контроль над товариством переходить до нових власників.

Зацікавлених у такій схемі може бути досить багато, виходячи з різноманітності інтересів. З одного боку, органи влади, податкова адміністрація бажають отримати зобов'язання по податках чи інших платежах. Кредитори ж, з іншого боку, можуть прагнути оздоровлення підприємства, і тут проявляється різноспрямованість інтересів різних кредиторів.

Для зменшення імовірності такого розвитку подій слід прагнути до оптимальної структури капіталу товариства, до зниження ризиковості позикових проектів.

Висновки. Надешевшим та найпростішим джерелом фінансування підприємства є власний капітал. Якщо потрібно залучити додатковий капітал, слід обирати кращу альтернативу. Великому, солідному і з доброю репутацією підприємству варто розмістити облігації. Якщо ж підприємство не володіє такими характеристиками, йому треба брати кредит у банку. Важливо збалансувати структуру капіталу: метод Модільяні-Міллера є ефективним для українських акціонерних товариств, і треба прагнути до того, щоб частка залученого капіталу не перевищувала частки власного, адже збільшення питомої ваги запозичених коштів є фінансовим ризиком і може призвести до втрати контролю за підприємством чи банкрутства. У стосунках з кредиторами слід, пам'ятаючи про захист їхніх прав, не забувати про захист інтересів свого підприємства з метою недопущення захоплення контролю над товариством.

1. Куліш Г. *Формування структури капіталу підприємств // Ринки цінних паперів України — 2002, № 3—4. — С. 9—21.* 2. Табала О. *Стан та стратегія економічного зростання в Україні // Цінні папери України. — 2002. — № 24 (213). — С. 6—7.* 3. Румянцев С. *Активізація ринку корпоративних облігацій. Підсумки діяльності ПФТС за дев'ять місяців 2002 року // Цінні папери України. — 2002. — № 39 (228). — С. 27.* 4. Глинячук В.І., Піддубний В.І. *Ще не вмер фондовий ринок, поки ми живемо! // Фондовий ринок — 2002. — № 11.* 5. Кныш М.И., Пучков В.В., Тютиков Ю.П. *Стратегическое управление корпорациями; СПб.: “КультИнформПресс”, 2002. — 240 с.*