

УДК 330.142

**Петруня Ю.Є.***доктор економічних наук, професор,  
заслужений діяч науки і техніки України,  
завідувач кафедри менеджменту зовнішньоекономічної діяльності  
Академії митної служби України*

## АКЦІОНЕРНИЙ КАПІТАЛ ТА КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ: ЕВОЛЮЦІЯ ПОГЛЯДІВ ТА СУЧАСНИЙ СТАН

У статті досліджено еволюцію наукових поглядів на сутність і природу акціонерного капіталу. Проаналізовано теоретичні концепції та підходи до визначення категорії «капітал», виявлено головні форми функціонування капіталу, висвітлено питання економічної сутності акціонерного капіталу, системи управлінських та інших відносин в акціонерних товариствах.

**Ключові слова:** капітал, акціонерний капітал, акціонерна власність, управління, акціонерне товариство.

### **Петруня Ю.Е. АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ: ЭВОЛЮЦИЯ ВЗГЛЯДОВ И СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ**

В статье исследуется эволюция научных взглядов на сущность и природу акционерного капитала. Проанализированы основные теоретические концепции и подходы к определению категории «капитал», выявлены главные формы функционирования капитала, освещены вопросы экономической сущности акционерного капитала, системы управленческих и других отношений в акционерных обществах.

**Ключевые слова:** капитал, акционерный капитал, акционерная собственность, управление, акционерное общество.

### **Petrunya Y.E. JOINT-STOCK CAPITAL AND CORPORATE GOVERNANCE: THE EVOLUTION OF THINKING AND CURRENT STATUS**

Key parameters and evolution tendencies of domestic economic share capital are investigated in the article. In this article analyzed major theoretical conceptions and approaches for determination category «capital», identified the main forms of capital operations, addressed the issues of economic essence of share capital.

**Keywords:** capital, joint-stock capital, joint-stock ownership, management, joint-stock company.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Акціонерні товариства відіграють провідну роль у сучасному економічному житті. Кількісно це виявляється в їх значній частці у ВВП країн, якісно – в їх технологічній, інноваційній та інших ролях.

Акціонерний капітал вже має давню історію. Але час змінює, трансформує ті відносини, які формуються в різних історичних періодах на етапах створення, функціонування, управління акціонерними товариствами. Факт історично тривалого функціонування акціонерного капіталу не усуває існування певних дискусійних моментів у розумінні та трактуванні акціонерного капіталу, оцінці його поточної соціально-економічної ролі та перспектив.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питання формування та розвитку акціонерного капіталу, корпоративного управління постійно перебувають у полі зору як вітчизняних, так і зарубіжних дослідників. Зокрема, можна відзначити праці таких авторів, як Дж. Бряклі, Дж. Гелбрейт, Р. Гільфердінг, В. Леонт'єв, Дж. Макконнелл, К. Маркс, А. Маршалл, М. Міллер, Ф. Модільяні, Дж.-С. Міль, Д. Рікардо, П. Самуельсон, Ж.-Б. Сей. Різні теоретичні та практичні аспекти акціонерного капіталу досліджуються в роботах вітчизняних економістів, зокрема можна назвати таких авторів, як Д. Баюра, В. Євтушевський, В. Кубліков, І. Лазня, Л. Мамічева, В. Міщенко, А. Педько, В. Рибалкін, А. Сірко, Н. Супрун, А. Шегда, З. Шершньова, А. Черпак, В. Якубенко та ін.

**Метою статті** є аналіз еволюції наукових поглядів на ключові аспекти акціонерного капіталу та корпоративного управління, оцінка сучасного стану.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Капітал займає особливе місце у системі функціонування та розвитку економіки. Одночасно поняття «капітал» завжди було і залишається предметом осо-

бливих дискусій економістів. Так, меркантилісти ототожнювали капітал з грошима (золотом, сріблом), фізіократи – із засобами сільськогосподарського виробництва, А. Сміт визначав капітал як частину призначених для подальшого виробництва запасів, від яких очікують отримати дохід [1, с. 119], Ж.Б. Сей ототожнював капітал з фактором виробництва, який сприяє створенню та розподілу національного доходу, у К. Маркса капітал це вартість, що приносить додаткову вартість [2, с. 823], А. Маршал визначав капітал як сукупність речей, що формують передумови виробництва [3, с. 104], у Дж.М. Кейнса капітал – це багатство, здатне приносити дохід [4, с. 93], І. Фішер визначав капітал як дисконтований дохід, будь-яке благо, яке приносить дохід власникові, у М. Туган-Барановського капітал це цінні речі, які набувають здатності зростати в своїй вартості і приносить дохід власнику [5, с. 150].

У сучасних умовах змішаної економіки акціонерний капітал може бути розглянутий як одна з форм функціонування капіталу в цілому, напевно – домінуюча форма.

Історично виникнення акціонерного капіталу пов'язується з зародженням акціонерної форми підприємництва та, відповідно, акціонерних товариств. Поява останніх стала відповіддю на потребу в концентрації підприємницького капіталу для торгівлі з віддаленими територіями. У кінці XVII ст. акціонерні товариства набули масового поширення в Європі. У XX столітті акціонерні товариства в економічно передових країнах стали домінуючою формою ведення бізнесу.

У 1913 р. у США на підприємствах, які належали акціонерним товариствам (28% всіх підприємств), працювало 80% робітників. У Німеччині створення акціонерних товариств охопило насамперед гірську і металургійну промисловість, будівництво та залізницю. З дозволом випуску дрібних акцій номіналом

до 1 фунта стерлінгів у 1895–1905 рр. відбувається значне зростання акціонерних товариств в Англії. Дещо повільними темпами цей процес здійснювався у Франції. Акціонерна власність виникла на основі добровільного об'єднання капіталів і коштів дрібних товаровиробників і служила формою захисту їх від експлуатації посередників і великих підприємців.

Акціонерні товариства в Росії і в Україні виникли ще в дореформений період. До 1861 року нарахувалося 120 акціонерних товариств. У 70–80-ті роки процес акціонування набув подальшого поширення, а під час економічного підйому 90-х років XIX ст. чисельність акціонерних товариств подвоїлася. Починаючи з середини XX століття акціонерні товариства в країнах з розвинутою промисловістю поступово стали домінуючою формою ведення бізнесу.

Дослідження проблем акціонерного капіталу відбувається у контексті конкретно-історичного розвитку певної соціально-економічної системи. Загальні суспільні та виробничі умови диктують визначення тих чи інших форм реалізації капіталу на різних рівнях, специфіку умов його суспільного відтворення. Поняття «акціонерний капітал» не є статичною формулою, разом зі зміною суспільно-економічних відносин відбуваються й певні його трансформації. Суспільний розвиток, еволюція соціально-економічної системи створюють динамічне середовище функціонування акціонерного капіталу, обумовлюють появу передумов для змін в умовах формування, використання та управління акціонерним капіталом.

Становлення акціонерного капіталу стало могутнім стимулом для прогресу виробничих сил, оскільки з'явилася можливість для швидкої концентрації і централізації капіталу, для втілення крупномасштабних проектів, здійснення яких було не під силу жодному індивідуальному капіталові. Утворення акціонерного капіталу, хоча і стало закономірним результатом концентрації та централізації капіталу, знаменувало собою не просто розширення виробничих відносин, а їх суттєву якісну зміну.

Якщо брати загальний процес історичного руху економічної думки, то в ньому можна спробувати виділити «акціонерний» ракурс. Так, А. Сміт розглядав акціонерний капітал як частину майна людини, з якої вона прагне отримати дохід, та прикладати створення та функціонування акціонерних компаній. А. Сміт пише: «Кожен індивід намагається використати свій капітал так, щоб він приніс найбільший прибуток... Переслідуючи свої власні інтереси, він часто забезпечує інтереси суспільства ефективніше, ніж коли він має намір забезпечити їх насправді. У той же час, він не помічає, що саме у пошуках найбільшого прибутку, підприємці проводять об'єднання індивідуальних капіталів» [1, с. 201].

Він також звернув увагу на проблему можливості фіктивного засновництва. Одночасно було позначено проблему «розходження» функції власності на капітал та функції управління ним. А. Сміт зробив припущення, що накопичення капіталу – це основний шлях до збільшення суспільного багатства, при цьому капітал відшукує ті сфери застосування, де багатство може збільшуватися швидше. Він зазначав, що пошук шляхів зростання прибутків призводить до об'єднання індивідуальних капіталів [1, с. 230].

Д. Рікардо, характеризуючи природу капіталу, визначає останній як багатство країни, яке необхідне для приведення в дію фактора праці. Він зазначав, що саме націленість на максимізацію прибутку веде до зміни характеру, форм та виду діяльності суб'єктів економічної діяльності.

Дж. Ст. Мілль цікавився причинами виникнення великого (масштабного) виробництва. Він бачив, що потреби виробництва у капіталі були набагато більшими, ніж можливості навіть найбагатших підприємців. Тому лише об'єднавши капітали та інші виробничі фактори вони могли здійснити масштабний проект. З іншого боку, завдяки створенню акціонерних товариств відбувалася економія праці.

К. Маркс також розглядав проблему акціонерного капіталу [2, с. 822]. Він, зокрема, зазначав, що акціонерний капітал відігравав дуже важливу роль в економічному житті Європи. Великі торговельні компанії контролювали торгівлю з колоніями й отримували значні прибутки. Маркс розглядав акціонерну власність як один із результатів розвитку капіталістичного виробництва. На його думку, вона є створювала безпосередні передумови для переходу капіталу у власність виробників. Останнє передбачає, що працівники отримують можливість стати власниками акцій підприємства, й таким чином поєднати працю і власність на капітал, поєднати інтереси робітників з інтересами «капіталістів». Акціонерний капітал таким чином, на його думку, створює можливість для вирішення основного протиріччя процесу капіталістичного виробництва.

К. Маркс відзначав, що використання кредиту активізує виробництво. Поява акціонерного капіталу є рухом в цьому ж напрямі, рухом для розширення ринку капіталу. Ринкова ціна акцій, як об'єктів укладання угод на ринку цінних паперів, не пов'язана з вартістю втіленого в них капіталу. Таким чином виникає фіктивний капітал – він не бере участь у виробництві, але відіграє активну роль у розподілі доходів.

Р. Гільфердінг також порівнював позичковий та акціонерний капітал. Останній не повертається у грошовій формі до свого власника, не передбачається й отримання ним заделегід визначених доходів. Р. Гільфердінг стверджував, що власники грошового капіталу – ресурсу для розміщення в акції, в акціонерні товариства – знаходяться в конкурентному середовищі. Грошовий капітал може рухатися у визначеному напрямі, орієнтуючись на доходність вкладів та на прибуток від господарської діяльності акціонерного підприємства. Набуття промисловим прибутком своєрідної форми відсоту на капітал – процес, походження якого пов'язується автором з появою акціонерного підприємництва.

М. Туган-Барановський підтримував ідеї концентрації та централізації виробництва і капіталу. Він обґрунтовував ідею виживання лише тих організаційних форм виробництва, які переростають у пайові товариства акціонерного типу, засновані на приватній власності [5, с. 68].

А. Маршалл зазначав, що ризик, пов'язаний з діяльністю акціонерного товариства, лежить на акціонерах, при цьому вони можуть не брати участі в управлінні підприємством. Ризик розподіляється по-різному – більшим він є у власників найбільшої частки акцій, дрібні акціонери ризикують суттєво менше. Одночасно він вважав, що акціонерні товариства є гнучкою формою бізнесу з великими можливостями для розширення. Могутність акціонерних компаній часто створює умови для встановлення монополії на відповідних ринках.

П. Самуельсон зазначав, що корпорації стали вдалим механізмом залучення великих капіталів. Акціонери мають обмежений підприємницький ризик. Акціонерне товариство формує особливу систему внутрішніх повноважень, окремо взяті акціонери об-

межені у можливостях представляти інтереси інших власників компанії. Корпорації є стійкими організаціями, вони можуть існувати доволі довго. Вони є більш стійкими до зовнішніх впливів, мають певні важелі контролю за процесами зміни власників.

Видатний вчений XIX ст., один із засновників інституціоналізму – Т. Веблен у своїй книзі «Теорія бездіяльного класу» присвячує частину розділу корпораціям та їх впливу на тодішнє економічне життя. На думку вченого, «з розвитком капіталізму суперечність між виробництвом та бізнесом загострюється» [6, с. 114]. Капіталіст зацікавлений різними спекулятивними операціями і все більше відходить від виробничої і підприємницької діяльності. Наслідком цього є націлення уваги капіталістів не на процес виробництва, а на вкладення капіталів у спекулятивні угоди. Т. Веблен визначає риси монополістичного капіталізму: утворення та зростання корпорацій, величезні масштаби корпоративної власності, ліквідацію вільної конкуренції, тощо. Головним недоліком корпорацій Т. Веблен вважає не концентрацію виробництва, що призводить до створення монополії, а широке використання кредиту, а також утворення так званої абсентеїстської власності, тобто «відсутньої власності», яку важко досягнути.

В цілому становлення та розвиток акціонерного капіталу стало могутнім стимулом для прогресу виробничих сил, для розвитку систем бізнес-управління, для підвищення рівня конкурентоспроможності. Це стало суспільним феноменом, в якому відобразилися помітно якісні зміни економічного життя.

В цілому, систематизуючи наукові досягнення у дослідженні природи, соціально-економічної сутності та основних ознак акціонерного капіталу та акціонерного підприємства, можна дійти таких висновків:

- акціонерний капітал може розглядатися як певна форма реалізації відносин власності, пов'язаних із залученням і використанням відповідних інвестиційних ресурсів. У цьому випадку статутний фонд акціонерного товариства та його поділ на акції є нормативним відображенням відповідних внесків та прав підприємців-учасників. Саме через статутний фонд та його розподіл формуються відносини привласнення, володіння та розпорядження, можливість відносно вільного руху частин цього капіталу (акцій, як титулів корпоративних прав) на відповідному ринку.

Зазначимо, що у законодавстві акціонерний капітал доволі часто визначається як статутний капітал підприємства, створений за рахунок випуску акцій. Так, у законодавстві України акціонерне товариство визначається як господарське товариство, статутний капітал якого поділено на визначену кількість часток однакової номінальної вартості, корпоративні права за якими посвідчуються акціями. На наш погляд, важливо звернути увагу на те, що в сучасних умовах в більшості випадків рух акцій вже є дематеріалізованим, тобто спостерігається «електронний» рух титулів корпоративних прав;

- акції дійсно не матеріалізуються в значення «реального» капіталу, вони є тільки титулами прав корпоративної власності. Купівля-продаж та інші операції з акціями можуть розглядатися тільки як рух прав власності на підприємницькі частки в статутному фонді. У такому контексті акції можна, напевно, дійсно називати «несправжнім» («фіктивним») капіталом. Але, з іншого боку, треба брати до уваги, що здійснювати рух «реального» капіталу в системі акціонерної підприємницької організації просто неможливо, якщо дотримуватися принципу забезпечення життєздатності підприємства;

- акціонерний капітал є інтегрованим результатом інвестиційних зусиль акціонерів – на етапах первинного розміщення акцій. Вторинний рух акцій не передбачає зворотення інвестиційного процесу для акціонерного товариства – емітента. З позицій «суспільно-правильного» погляду це може викликати невдоволення. Фондові спекулянти отримують відповідну порцію критики в економічній літературі. Але «спекулятивний», «неінвестиційний» вторинний фондовий ринок підтримує існування «інвестиційного» первинного ринку;

- система управління акціонерним капіталом, акціонерним товариством може бути доволі складною. Питання акціонерного капіталу може бути розглянуто в контексті систем відносин між групами зацікавлених осіб (акціонерів, менеджерів, працівників, споживачів, банків, державних інститутів тощо), пов'язаних їх здійсненням управління діяльністю акціонерного товариства як системи управлінських рішень, що впливають на загальну ефективність діяльності акціонерного товариства та впливають на інтереси вищезазначених суб'єктів.

У сучасних умовах економічного життя ми можемо як і раніше спостерігати домінування акціонерної форми ведення бізнесу. Ключові переваги акціонерної організаційної форми – наявність механізму концентрації капіталу та лімітованість підприємницького ризику – відіграють свою роль в її підприємницькій «популярності». На такі основні особливості акціонерної форми господарювання доцільно звернути увагу:

1. Гнучкість, «оперативність» щодо залучення додаткових обсягів інвестицій. Механізм – збільшення статутного фонду підприємства через оголошення та проведення додаткової емісії акцій. Механізм – доволі зрозумілий та нескладний з операційної точки зору. Але щоб він ефективно спрацював, потрібні певні умови, зокрема:

а) існування в країні достатньо розвинутого фондового ринку;

б) інвестиційна привабливість підприємства;

в) готовність існуючих акціонерів до прийняття ризиків зміни структури власників.

2. Лімітованість підприємницьких ризиків акціонерів – аксіома акціонерного бізнесу. Інвестор, безумовно, реагує, сприймає цей фактор. Але інвестору цього недостатньо. Інвестор оцінює систему ризиків. Саме аналіз сукупності ризиків є характерним для діяльності кваліфікованого інвестора. Інвестор не хоче думати тільки про те, що у нього буде «обмежений ризик» як у акціонера. Він думає про те, наскільки система відносин в акціонерному товаристві, побудова управління підприємством надасть йому можливості реалізувати свої права, наскільки коректною буде поведінка мажоритарних акціонерів тощо. Таким чином, аналізуючи «лімітованість», треба пам'ятати про систему інвестиційних ризиків в акціонерному товаристві в цілому.

3. Акціонерні товариства дійсно можуть розглядатися як підприємницькі організації з потенційно довгим періодом існування. «Довший» період, напевно, сам по собі не є підприємницькою цінністю. «Довший», скоріше за все, асоціюється зі стабільно тривалішим періодом підприємницької діяльності. На мій погляд, ця перевага акціонерного підприємства має розглядатися в сучасних умовах з великою обережністю. Процес «переформатування», «перезавантаження» акціонерних товариств у сучасних умовах, щонайменше в Україні, помітно прискорився. Різні причини лежать в основі цього, але то є факт сучасного економічного життя.

4. Акціонерна власність дозволяє розширити систему мотивації праці. Насамперед мова йде про топ-менеджерів. Включення останніх в систему володіння акціями або їх отримання за виконання певних умов створює новий мотиваційний елемент для управлінців. Напевно, нам доцільно говорити про обмежену групу управлінців, про найбільш талановитих, успішних менеджерів. Для таких людей дійсно в певний період розвитку їх кар'єри статусу найманого працівника, навіть з високим рівнем заробітної плати та серйозним соціальним пакетом, може не вистачити для того, щоб залишитися працювати на даному підприємстві.

6. Акціонерна власність значною мірою змінює систему управління підприємством. Деякі автори називають це процесом демократизації управління. На мій погляд, точніше буде говорити про перерозподіл повноважень між власниками та менеджерами підприємств. Власники змушені делегувати значні повноваження менеджменту. Певна втрата повноважень є своєрідною платою за масштаби підприємства, за зростання підприємницького капіталу. Система управління таких трансформується під впливом наявності великої кількості акціонерів, а також під впливом утворення доволі різноманітних конфігурацій співвідношення сил між різними акціонерами.

7. Функціонування акціонерних товариств є більш суспільно відкритим. Вирішальне значення в цьому має система державного регулювання процесів створення та функціонування акціонерних товариств. Це, зокрема, стосується показників звітності діяльності, контролю за рухом певних пакетів акцій, вимог щодо захисту прав міноритарних акціонерів тощо. Наявність таких умов певною мірою покращує умови інвестування – щонайменше з точки зору зменшення ризиків, пов'язаних з недостатнім інформуванням.

**Висновки з проведеного дослідження.** Виникнення та розвиток акціонерного капіталу та відповідної форми підприємницької діяльності є об'єктивним

процесом. Він відобразив вирішення протиріччя між економічними відносинами, економічними можливостями та потребами бізнесу в розвитку. Акціонерні товариства дозволили подолати протиріччя між потребою в реалізації інвестиційно великих проектів і обмеженістю індивідуальних капіталів.

Акціонерний капітал – категорія, яка відображає доволі широкий спектр відносин у системі підприємництва та управління акціонерного типу. Це відносини: власники – власники; власники – менеджери; власники, менеджери – працівники; власники – держава тощо. Не треба також забувати про проблему соціальної відповідальності акціонерного бізнесу в її достатньо широкій постановці.

В різних економічних системах, в різних історичних періодах система акціонерного підприємництва та управління помітно змінюється. В Україні в останні два десятиріччя аспект «динаміки» виявився можливо найбільш рельєфно. «Приватизаційні» акціонерні товариства та «постприватизаційні» акціонерні товариства – то різні економічні феномени. Важливо, щоб трансформація акціонерного сектору відбувалася в правильному напрямі, щоб вона сприяла вирішенню ключових соціально-економічних питань суспільства.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Сміт А. Дослідження про природу та причини багатства народів. – Ексмо, 2007. – 960 с.
2. Маркс К. Капітал. Т. 3. – К. : Політвидавництво УРСР, 1953. – С. 820-836.
3. Маршалл А. Принципы политической экономии. – М. : Прогресс, 1993. – Т. 1. – 415 с.; Т. 2. – 310 с.; Т. 3. – 351 с.
4. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. – Москва : Прогресс, 1978. – 494 с.
5. Туган-Барановский М.И. Промышленные кризисы в современной Англии, их причины и влияние на народную жизнь. – С.-Петербург, 1894. – 512 с.
6. Веблен Т. Теория праздного класса. – Москва : Прогресс, 1984. – 367 с.