

УДК 351.72:336.761:338.246.025.28
DOI <https://doi.org/10.32851/tnv-pub.2023.1.7>

ПРАВА ВЛАСНИКА У СИСТЕМІ ПУБЛІЧНОГО УПРАВЛІННЯ РИНКОМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

Масюк О. П. – доктор філософських наук, доцент, професор кафедри соціальної філософії та управління Запорізького національного університету
ORCID: 0000-0003-3853-5863

Заїка О. В. – кандидат наук з державного управління, доцент, доцент кафедри соціальної філософії та управління Запорізького національного університету
ORCID: 0000-0002-1931-5091

До війни українська влада активно почала запроваджує такі моделі публічного управління, як «накопичувальна пенсія – сировинні та фондові біржі – інвестиції в національний агросектор». Ця стаття спирається на ідею, що для успіху цієї сфери державного управління необхідно вирішити фундаментальні проблеми у сфері прав власності, які виникли під час приватизації та будуть впливати на життя в нашій країні у мирний час.

Для досягнення дослідницької мети ми вирішували наступні завдання. Ми проаналізували основні принципи розвитку систем захисту прав власників цінних паперів, визначили ситуацію в Україні та законодавстві та визначили перспективність гармонізації використання прав власності на публічному рівні.

Обрана тема визначила набір методів дослідження. Ми використали ретроспективний аналіз для осмислення системи державного управління ринком цінних паперів (соціально нерівність). Опис поточної ситуації у відносинах між державою та власниками на основі нормативного аналізу.

Висновки за результатами дослідження. По-перше, недоліки приватизації державних підприємств в Україні вплинули на перехід у приватну власність квазіеліти державних та інших соціальних інститутів. По-друге, статистика правопорушень на ринку цінних паперів свідчить про ігнорування мажоритарними акціонерами прав міноритарних акціонерів, що негативно позначилося на всіх учасниках виробництва матеріальних благ. По-третє, диспропорція прав власності на фондовому ринку призводить до дискримінації малих власників (squeeze-out), які обмежені у своїх можливостях володіти власністю та засобами виробництва. Тому керівникам відповідних органів державної влади варто звернути увагу на якість надання адміністративних послуг для всіх власників, незалежно від рівня достатку та соціального статусу.

Ключові слова: публічне управління, цінні папери, акція, приватизація, squeeze-out, правозастосування.

Masiuk O. P., Zaika O. V. Owner's rights in the state governance of the securities market in Ukraine

Before the war, the Ukrainian authorities actively began to introduce such models of public management as «accumulative pension – commodity and stock exchanges – investments in the national agricultural sector». This article is based on the idea that for the success of this area of public administration, it is necessary to solve the fundamental problems in the field of property rights that arose during privatization and will affect life in our country in peacetime.

To achieve the research goal, we solved the following tasks. We analyzed the main principles of the development of systems for the protection of the rights of owners of securities, determined the situation in Ukraine and the legislation, and determined the perspective of harmonizing the use of property rights at the public level.

The chosen topic determined the set of research methods. We used retrospective analysis to comprehend the system of public administration of the securities market (social inequality). The description of the current situation in relations between the state and the owners based on a regulatory analysis. The search for ways to harmonize the current situation based on a comparative analysis, which took into account the Ukrainian and American experience in this area.

Conclusions based on research results. First, the shortcomings of the privatization of state-owned enterprises in Ukraine influenced the transition to private ownership of the quasi-elite of state and other social institutions. Secondly, the statistics of offenses on the securities market show that majority shareholders ignore the rights of minority shareholders, which negatively affected all participants in the production of material goods. Thirdly, the disproportion of property rights in the stock market leads to discrimination against small owners (squeeze-out), who are limited in their ability to own property and means of production. Therefore, the heads of relevant public administration structures should pay attention to the quality of providing administrative services for all owners, regardless of the level of wealth and social status.

Key words: public administration, shares, privatization, squeeze-out, legal security.

Постановка проблеми. В Україні протягом останніх тридцяти років не вщухають спроби побудувати відкрите суспільство, яке повинно у «недалекому майбутньому» виникнути на основі переходу від гібридної до повноцінної ринкової економіки. У нас як дослідників виник непідробний інтерес до публічної дискусії, яка точиться навколо захисту прав власників та перейшла від фіксації державної підтримки рівних прав на володіння майном у країні до розробки безпосередніх механізмів самостійного захисту права та інтереси громадян у цій сфері.

Власність – це не тільки синонім значущості члена суспільства, але й основа гідного існування у ньому, що підкреслювали батьки-засновники української держави. Провідні правники закріпили у Конституції України [6] норму, відповідно до якої до будь-якої людини у нашій країні неможна вчиняти протиправні дії щодо позбавлення її власності. Також у основному документі визначена абсолютна цінність власності як предмету суспільно-економічних відносин. Проте чи так це насправді?

Вектор розвитку ринкової економіки в нашій країні показав, що захист права власності напряму залежить від її кількості, а також від можливості розпоряджатись майном одноосібно навіть у випадку сумісного володіння. Яскравим прикладом даної ситуації є фондовий ринок, який став пробним експериментом національних еліт по фіксації права власності на свою користь та закріплення цієї ситуації на законодавчому рівні.

Тобто економічне розшарування суспільства в Україні не є результатом природнього розвитку ринкових відносин. Це осмислена модель управління державою, яка передбачає навмисне обмеження прав більшої частини населення. Відповідно, дослідження ситуації щодо дотримання прав власника у системі публічного управління ринком ціннісних паперів в Україні є актуальною темою для наукового дослідження.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Окремі аспекти даної теми були досліджені раніше фахівцями у сфері публічного управління, права та цінних паперів. Д. Сигель [9], В. Яроцький [8], Е. Хелмор [11] звернули свій дослідницький погляд на загальний стан ринку цінних паперів в Україні та закордоном. Ю. Кіндзерський [5], Л. Дорошенко [1], О. Кошовий, В. Тертишник, Н. Шелудько [4] описали правові деформації, які стосуються як процесу приватизації державного майна, так і обігу цінних паперів. При цьому, дана сфера публічного управління відчутно потребує осмислення загальної картини захисту прав власників цінних паперів, а також пошуку напрямків оптимізації їх громадської та господарської активності після закінчення війни та повноцінного розвитку ринкової економіки нашої країни.

Проблемна ситуація. При створенні національної системи публічного управління ринком цінних паперів за основу взяли кращий закордонний досвід, який законодавці спробували адаптувати до українських реалій. Цей

адміністративно-правовий трансфер торкався як організації відносин між власниками активів, так і контролю за дотриманням законності їх діяльності.

Проблема полягає у тому, що існуюча практика регулювання ринку цінних паперів не підходить для України, так як в країні була тривала комерційна перерва, які в більшості країн колишнього соціалістичного табору. Повернення до капіталізму та активної торгівлі на фондовому ринку вийшло викривленим і до тепер потребує більш детального дослідження юристами, економістами та фахівцями у галузі публічного управління. Особливо актуальною ця ситуація стала в рамках покращення доступу фізичних осіб до купівля облігацій внутрішньої державної позики, які не має відповідних знань у сфері поводження із цінними паперами.

Метою статті є дослідження збалансованості захисту прав власників у системі публічного управління ринком цінних паперів у нашій країні для подальшого його вдосконалення. Задля реалізації цієї мети необхідно виділити такі завдання: проаналізувати основні засади розвитку системи захисту прав власників цінних паперів, порівняти ситуацію в Україні та закордоном, визначити перспективи гармонізації використання прав на власність цінних паперів на суспільно-державному рівні.

Виклад основного матеріалу. Сформульована проблема виникла в Україні у 1992 році з перемогою лібералів над дослідниками рад, які змогли популяризувати необхідність швидкого переходу від державної власності для побудови ринкової економіки без соціальної держави. Як підсумок, приватизація – унікальне явище, яке по суті є антиподом націоналізації. Тобто це не продаж державної власності як її намагаються подати ініціатори даного процесу, а спроба відібрати у держави те, що вона експропріювала у власників підприємств на початку двадцятого століття, або створила після цього.

Звернемо увагу на фінансовий інструмент, який послужив драйвером приватизації. Цінний папір визначається на законодавчому рівні як документ встановленої форми, який посвідчує майнове або фінансове право його власника, а також визначає відносини між ним і емітентом [2]. Варто зазначити, що дана норма була повністю оформлена тільки після закінчення приватизації промислових підприємств, а до цього оформлення права на власність у цій сфері трактувалось доволі широко. Відсутність спільної домовленості у минулому привела до непорозуміння та розколу в теперішньому суспільстві.

Порушення балансу при створенні інституту приватної власності спричинило не тільки матеріальне розшарування, але й закріпило відсутність легітимності володіння та розпорядження майном у соціально-економічних відносинах. Ю. Кіндзерський описує дану ситуацію наступним чином: «В Україні процес правового закріплення власності супроводжується її соціокультурним неприйняттям більшістю населення, тобто в країні виникла легальна, але нелегальна власність. Перш за все це стосується створеної у радянські часи великої промислової власності» [7, с. 124]. Зауважимо, що виявлене явище нелегітимності має громадсько-правовий та ціннісний характер. Це заважає адекватному та ефективному управлінню ринком цінних паперів, а також становленню державного захисту прав власності у інших сферах.

В. Яроцький описує ознаки цінного паперу, які також можна вважати критеріями легітимності володіння майном. Серед них: «...літеральність, легітимація, абстрактність, публічна достовірність, презентаційність» [8, с. 13]. У нашому випадку були порушені літеральність та публічна достовірність, так як випущені приватизаційні папери забезпечували право володіння майном тільки номінально,

а їх надійність підкріплювалась залишками віри у інститут держави. Отже, більшість випусків цінних паперів можна було характеризувати як сміттєві, а дії реформаторів у 1992 році варто визнати деструктивною маніпуляцією.

Давайте розберемося у причині появи цього явища на фондовому ринку, яке вплинуло на деформацію прав власників в Україні. Ю. Кіндзерський доволі точно зазначив: «...на фоні приватизації державного майна, постійного переділу сфер економічного та політичного впливу між впливовими бізнес-структурами та слабкості держави як інституту відбулась приватизація влади та держави бізнесом» [7, с. 125]. Тобто обмеженому колу осіб із доступом до суспільних ресурсів вдалось приватизувати державу повністю, що стало бар'єром для гідного та повноправного існування привілейованого власника.

Забезпечення права власності та розпорядження майном є основою для розвитку вільних ринкових відносин у демократичному суспільстві. При цьому в Україні давно існує явище, яке Д. Сигель вдало назвав «Приватизацією без капіталізму» [9]. Створена система публічного управління соціальною нерівністю у сфері власності включає два етапи. По-перше, це передача сумісно створеного державного та комунального майна у приватну власність без надання законного права реально його використовувати та отримувати вигоду. По-друге, створення сприятливих умов для монополізації права приватної власності в руках декількох ключових гравців для отримання максимального прибутку даною групою осіб.

Першим прикладом реалізації цієї схеми став фондовий ринок. Акція – це засіб для залучення інвестицій. Інвестиція – це відповідальність ініціатора залучення капіталу перед вкладниками. В Україні акції стали засобом переоформлення власності, що значно викривило характер суспільних відносин і заморозило створення реального та адекватного ринку в нашій країні.

О. Кошовий, В. Тертишник, Н. Шелудько говорять про маніпуляції як основу для порушення прав власників на ринку цінних паперів. Для опису нашого випадку найбільш підходящою є маніпуляція, заснована на: «...переміщенні вигоди від великої кількості ринкових гравців до невеликої групи гравців шляхом застосування останніми нечесних методів гри» [4, с. 47]. Звернемо увагу на те, як вражає своїм масштабом маніпуляція, яка у минулому охопила всі верстви населення країни та вплинула на його подальше майбутнє з точки зору відсутності цивілізованих ринкових відносин.

Держава дала громадянам товар (акції), але не створила умов для використання даного товару, а також поступово обмежила можливість вільно приймати участь у його обміні на гроші. Сьогодні згідно зі статтею № 68 Закону України «Про акціонерні товариства» [3] власник акцій підприємства, які не котуються на біржі, може продати їх тільки за процедурою зворотного обов'язкового викупу, якщо проголосує на річних зборах акціонерів проти ключових рішень по подальшій роботі підприємства.

Керівництво підприємства має перевагу у ціноутворенні та часто викупас акції виключно по номіналу. В протилежному випадку необхідно шукати інші неринкові способи продажу, що достатньо складно для неспеціаліста у цій сфері. Створена ситуація є оформленням першого етапу зміни права власності громадян, які є міноритарними акціонерами підприємств.

Подальші законодавчі зміни вводять у дію процедуру **squeeze-out**, яка по суті є вимогою примусового продажу акцій від власника контрольного пакету акцій до міноритарних акціонерів. Л. Дорошенко говорить, що **squeeze-out** прийнятна світова практика управління ринком капіталу: «Процедура примусового

викупу акцій мажоритарними акціонерами у міноритарних у більшості країн світу є ефективним засобом захисту прав великих інвесторів та популярним тактичним прийом, який дозволяє ефективно регулювати процес корпоративного управління в організаціях. Це інструментарій, який запобігає корпоративним конфліктам між учасниками та паралізації роботи підприємства» [1, с. 78]. Не дивлячись на апелявання до «кращих» зразків управлінської практики, ми бачимо у даній процедурі явне порушення прав і свобод людини, яке веде до знищення потенціалу тих членів суспільства, які могли б стати в Україні середнім класом.

По інформації Центрального депозитарію України на середину 2021 року дану процедуру пройшли 372 акціонерних товариства [10]. Це достатньо невелика цифра у масштабах країни, але по факту – це 372 випадки примусового позбавлення права власності у одноосібному порядку. Squeeze-out – це основа для оформлення другого етапу монопольної моделі володіння основним економічним потенціалом країни.

Подібна практика публічного управління монополізацією приватної власності використовується не тільки на ринку капіталу, але й на інших національних ринках, де здійснюється перехід до приватної власності. Так з часом власність концентрувалась у руках окремого кола осіб, але даний процес не був природнім.

Варто відзначити, що концепція нового публічного менеджменту передбачає перенесення ринкових механізмів у сферу суспільно-державних відносин. Чи можливо реалізувати новий менеджеріалізм без ринку у самому суспільстві? Чи буде прийнятним «ринок державних послуг» тільки для основних власників засобів виробництва?

Для того, щоб це зрозуміти ми проаналізували практику правозастосування в Національній комісії по цінним паперам та фондовому ринку у відносно мирні часи існування нашої країни [5] та виявили наступні види правопорушень з боку власників:



Рис. 1

Найбільша кількість порушень, зафіксованих контролюючим органом пов'язана з відносинами власників усередині компанії, що часто проявляється у нехтуванні правами міноритарних акціонерів. Залишає бажати кращого і відкритість компаній по відношенню до зовнішніх гравців на ринку. При цьому, найбільше занепокоєння викликає загальний рівень конфронтації всіх учасників суспільно-економічних відносин.

Що ж робити з найбільш актуальною проблемою, яка відображається у 43 % порушеннях законодавства у цій сфері? Закон України «Про акціонерні товариства» [3] дає міноритарним акціонерам право на інформаційний тиск на власника контрольного пакета акцій шляхом системних запитів усієї існуючої інформації, а також шляхом звернень у контролюючі державні органи. Відповідно, звернення власника невеликого пакету акцій у контролюючий орган з приводу порушення прав на отримання інформації про роботу компанії приверне увагу та не стане проблемою при розгляді.

Саме радикальний морально-психологічний тиск міноритарних акціонерів на керівництво підприємств, систематичні скарги у державні органи всіх рівнів дають їм можливість відстояти свої права та отримати у підсумку ринкову ціну за їх долю в статутному капіталі акціонерного товариства. Проте, подібне використання інструментів прямої та опорядкованої демократії є неможливими поки триває російсько-українська війна. Це вимагає напрацювання нових правових інструментів захисту прав власності, які відповідали б вимогам часу.

Звернемо вашу увагу на актуальну закордонну практику розвитку протистояння мажоритарних та міноритарних акціонерів, яка також свідчить про важливість громадської солідарності людей, що не бажають жебрацького майбутнього. Яскравим прикладом боротьби за рівні фінансові права є згуртована активність роздрібних інвесторів (власників акцій) проти Волл-Стріт. Е. Хелмор описує діяльність одного з таких товариств: «WallStreetBets опинились у центрі повномасштабної війни між Волл-стріт та армією невеликих інвесторів за GameStop (застарілий мережевий магазин відеоігр), що вразило фінансові ринки, розлютило банкірів мільярдерів і об'єднало політичних ворогів» [11]. Примітною особливістю США є те, що ця подія відразу привернула увагу небайдужих політиків, таких як О. Окасія-Кортес, яка підтримала невеликих власників у їх бажанні на рівних із великими фінансовими гравцями брати участь у житті країни та отримувати прибуток. Тобто система публічного управління відразу дала відгук на зміни у суспільстві, що не можливо у наявній системі публічного управління в Україні.

Сьогодні в Україні активно реалізуються облігації внутрішньої державної позики, які випускає Міністерство фінансів України і які доступні для фізичних осіб – громадян України. Держава створила інструменти активного залучення громадян до цього процесу за допомогою мобільного додатку Дія, але також не створила належного механізму для фактичного дотримання взятих на себе фінансових зобов'язань. Це викликає занепокоєння щодо можливості повторення сценарію з неповернення громадянам України їх депозитів у Ощадбанку СРСР, але вже на ринку цінних паперів. Отже, це ще раз ставить питання про створення ефективної системи публічного управління ринком цінних паперів в Україні, де всі учасники відносини перебували б у рівних та захищених умовах.

Висновки. Підбиваючи підсумки нашого дослідження варто сказати, що повага до людини у ринковому суспільстві тотожна повазі до її власності. Відповідно, питання про права власника є основоположними для побудови ефективної системи управління демократичною державою.

Створена в Україні система публічного управління ринком цінних паперів передбачає нерівноправність їх власників. Архітектура соціальної нерівності була закладена на основі організаційно-правового вакууму реалізації майнових прав у процесі приватизації державного майна та закріплення легальних механізмів монополізації володіння, таких як *squeeze-out*.

Підготовлена та здійснена деформація системи захисту прав власників стимулювала їх самоорганізацію та самозахист, але якщо мажоритарні акціонери можуть отримати належну правову підтримку, то міноритарні акціонери завжди надані тільки самі собі. Ця ситуація нівелює можливості побудови цілісної та збалансованої системи публічного управління ринковим суспільством у майбутньому, коли в нашій країні настануть мирні часи.

Сучасна система публічного управління створюється на основі державних стандартів адміністративного обслуговування. Це має бути вірно і для ринку цінних паперів. Будь-який власник акцій повинен мати можливість захищати своє майно в Україні та за кордоном незалежно від обсягів власності та соціального впливу.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ:

1. Дорошенко Л. Щодо відповідності процедури обов'язкового продажу акцій (*squeeze-out*) принципу непорушності права власності. *Господарське право і процес*. 2020. № 7. С. 76–82.
2. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»: станом на 02.09.2020. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> (дата звернення: 22.02.2023).
3. Закон України «Про акціонерні товариства»: станом на 29.04.2021. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/514-17#Text> (дата звернення: 22.02.2023).
4. Зловживання на ринку капіталів: економіко-правові аспекти / За ред. О. Г. Кошового, д. ю. н., проф. В. М. Тертишника, д. е. н., проф. Н. М. Шелудько. Дніпро: ЛІРА, 2019. 532 с.
5. Правозастосування у НКЦПФР із початку 2021 року. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/register/nahliad/enforcement/> (дата звернення: 22.02.2023).
6. Конституція України: станом на 03.09.2019. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80#Text> (дата звернення: 22.02.2023).
7. Киндзерский Ю. В. Деформация института собственности в Украине и проблемы формирования эффективного собственника в неэффективном государстве. *Вопросы экономики*. 2010. № 7. С. 123–134.
8. Яроцький В. Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин : автореф. дис. ... д-ра. юрид. наук : 12.00.03. Харків, 2007. 34 с.
9. Siegel D. Privatization Without Capitalism: The Social Relations of Property in Post-Communist Transitions. *Polity* 2021. № 53. P. 6–40.
10. Squeeze-out: копії публічних безвідкличних вимог. URL: https://www.csd.ua/index.php?option=com_easytable&view=easytable&id=48&Itemid=342&lang=ua (дата звернення: 22.02.2023).
11. Helmore E. WallStreetBets' founder on GameStop: 'I did not think it would go this far. URL: <https://www.theguardian.com/business/2021/jan/29/wallstreetbets-founder-jaime-rogozinski-gamestop-shares-reddit> (дата звернення: 22.02.2023).

REFERENCES:

1. Doroshenko, L. (2020) Shchodo vidpovidnosti protsedury obov'yazkovoho prodazhu aktsiy (*squeeze-out*) pryntsyphu neporushnosti prava vlasnosti [Regarding the compliance of the procedure of mandatory sale of shares (*squeeze-out*) with the principle of inviolability of property rights]. *Hospodars'ke pravo i protses*. № 7. 76-82. DOI <https://doi.org/10.32849/2663-5313/2020.7.13> [in Ukrainian].

2. Parliament of Ukraine. (2006) [Constitution of Ukraine]. Retrieved from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80#Text> [in Ukrainian].
 3. Parliament of Ukraine. (2006) [Law of Ukraine «About the price of the paperwork and the stock market»]. Retrieved from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15#Text> [in Ukrainian].
 4. Parliament of Ukraine. (2010) [Law of Ukraine «About joint stock companies»]. Retrieved from: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/514-17#Text> [in Ukrainian].
 5. Kindzersky, Y. (2010) Deformatsiya instituta sobstvennosti v Ukraine i problemy formirovaniya effektivnogo sobstvennika v neeffektivnom gosudarstve. [Deformation of the institution of property in Ukraine and the problem of forming an effective owner in an ineffective state]. *Voprosy ekonomiki*, 7, 123-134 [in Russian].
 6. Koshovy, O. G, Tertishniko, V. M, Sheludko, N. M. (2019). Zlovzhyvannya na rynku kapitaliv: ekonomiko-pravovi aspekty [Capital market abuse: economic and legal aspects]. Dnipro : LIRA [in Ukrainian].
 7. Yarotsky, V.L. (2007) Tsinni papery v mekhanizmu pravovoho rehulyuvannya maynovykh vidnosyn [Securities in the legal mechanism regulation of property relations. Extended abstract of candidate's thesis]. Kharkiv [in Ukrainian].
 8. Siegel, D. (2021). Privatization Without Capitalism: The Social Relations of Property in Post-Communist Transitions, *Polity* 53. 6–40.
 9. Squeeze-out: kopiyyi publichnykh bezvidklychnykh vymoh [Squeeze-out: copies of public irrevocable claims. Stock Bulletin of the National Depository of Ukraine] (2021). Retrieved from: https://www.csd.ua/index.php?option=com_easytable&view=easytable&id=48&Itemid=342&lang=ua [in Ukrainian].
 10. Pravozaastosuvannya u NKTSPFR z pochatku 2021 roku. [Enforcement NSSMC] (2021). Retrieved from: <https://www.nssmc.gov.ua/register/nahliad/enforcement/> [in Ukrainian].
 11. Helmore, E. (2021). WallStreetBets' founder on GameStop: 'I did not think it would go this far. Retrieved from: <https://www.theguardian.com/business/2021/jan/29/wallstreetbets-founder-jaime-rogozinski-gamestop-shares-reddit>
-