



ЯК ЗА ДОПОМОГОЮ ПРИВАТИЗАЦІЇ ЗБІЛЬШИТИ ІНВЕСТИЦІЇ В ЕКОНОМІКУ УКРАЇНИ?

Підготували: Дмитро Яблоновський, заступник директора
Андрій Тарасенко, інтерн
Дата: 4 вересня 2018 р.

Зміст

1	Головне	3
2	Приватизація як джерело інвестицій.....	4
3	Хто та як має приватизувати для збільшення інвестицій?	6
4	Чи буде приватизація іноземним власником корисною для України?	10
5	Висновки та рекомендації	13

Центр економічної стратегії – незалежний центр досліджень державної політики. Завдання ЦЕС – підтримка реформ в Україні з метою досягнення стійкого економічного зростання країни. Центр робить внесок у розробку стратегії економічного зростання України, здійснює незалежний аналіз найбільш важливих аспектів державної політики, а також працює над посиленням громадської підтримки реформ.

Наші принципи:

- Економічна свобода (лібералізація, дерегуляція, приватизація)
- Вільна та чесна конкуренція
- Менша роль держави за підвищення її ефективності
- Інформаційна прозорість та свобода слова
- Верховенство права та захист приватної власності
- Здорові та стабільні державні фінанси
- Економіка, що створена на засадах знань

Заснований у травні 2015 року.

Для більш детальної інформації про ЦЕС просимо звертатися до Валерії Селезеневої, директора з комунікацій (тел.: (044) 492-7970, office@ces.org.ua). Також запрошуємо відвідати наш сайт www.ces.org.ua та слідкувати за нами у соціальних медіа [facebook.com/cesukraine](https://www.facebook.com/cesukraine) чи twitter.com/ces_ukraine.



1 Головне

Приватні інвестиції – ключовий рушій економічного зростання. Приватизація державних підприємств може стати джерелом їх притоку, як безпосередньо через придбання підприємства новим власником, так і завдяки додатковим інвестиціям, необхідним для реструктуризації переважно неефективних державних підприємств.¹ Причому інвестиції можуть надходити як від вітчизняних, так і від зовнішніх інвесторів у разі покращення інвестиційного клімату внаслідок економічної лібералізації та залучення іноземних покупців до приватизації.

Світова практика показала: сама по собі приватизація не завжди призводить до нових інвестицій та реструктуризації задля підвищення ефективності. Важливий як метод приватизації, так і те, хто буде новим власником підприємства. На відміну від приватизації через повернення та масової приватизації, єдиним методом, що призводив до нових капіталовкладень та значного покращення фінансових результатів, була приватизація через продаж державного майна.

Ключові фактори, що стимулювали післяприватизаційну реструктуризацію:

- Купівля підприємства іноземним інвестором;
- Відсутність попередніх зв'язків покупця з діяльністю та менеджментом компанії;
- Заміна попереднього управлінського персоналу;
- Мінімізація контролю та частки підприємства у власності держави після приватизації;
- Збільшення конкурентного тиску внаслідок втрати державної підтримки та вирівнювання правил гри;
- Надання гарантій та повага до прав власності покупців державних підприємств;
- Прозорість угоди та зменшення інформаційної асиметрії.

Іноземний досвід свідчить, що саме приватизація іноземним власником призводить до найкращих фінансових результатів та збільшення обсягу капіталовкладень. Доступ іноземного інвестора до міжнародних ринків ресурсів та технологій і широкі бізнес-зв'язки дозволяють йому не тільки зробити підприємство більш прибутковим, а й збільшити обсяги інвестицій, виробництва та зайнятості. Емпіричні дослідження в Україні показали, що продуктивність фірм, приватизованих іноземним інвестором, зросла набагато більше порівняно з підприємствами, приватизованими вітчизняними інвесторами.

Ми вважаємо, що приватизацією можна прискорити економічне зростання за таких умов:

1. Активне залучення до приватизації іноземних інвесторів;
2. Зниження рівня інформаційної асиметрії за допомогою залучення інвестиційних радників;
3. Прив'язка системи фінансових та нефінансових стимулів для топ-менеджменту до виконання планів приватизації;
4. Першочергово приватизувати підприємства, що працюють на конкурентних ринках;
5. Держава не залишатиме собі у власності частки державних підприємств.

¹ <https://ces.org.ua/chy-ye-derzhavni-pidpryemstva-mensh-prybutkovymy-za-pryvatni/>



2 Приватизація як джерело інвестицій

«Економічне зростання – найбільш впливовий інструмент для зниження бідності та підвищення якості життя в країнах, що розвиваються»², свідчить аналіз Міністерства міжнародного розвитку Великої Британії. Зазвичай під економічним зростанням розуміють зростання реального ВВП на душу населення та його складових: споживання, інвестицій, державних витрат та чистого експорту. Зростання кожної складової збільшує ВВП, але зростання інвестицій не закінчується на збільшенні капітальних витрат власників підприємств.

Основною відмінністю інвестицій від інших витратних компонентів ВВП є створення вартості. Наприклад, коли завод, побудований на інвестиції, починає функціонувати, він приносить прибутки власникам, податкові доходи державі та створює нові робочі місця. Таким чином, інвестиції збільшують інші компоненти ВВП, враховуючи приватне споживання, державні замовлення та споживання з боку іноземних покупців. Саме через це інвестиціям як головному драйверу економічного зростання приділяється така велика увага.

Що мотивує інвесторів вкладати більше? Класична економічна теорія стверджує, що головним фактором попиту на капітал є його ціна або відсоткова ставка. Коли вона збільшується – інвестори вже не хочуть інвестувати у проект, що приносить нижчий відсоток прибутку. Їм доводиться або шукати більш ризиковий бізнес (задня отримання більшого прибутку), або вкладати вільні кошти у депозити, ставки за якими стають більш привабливими. Цікаво, що зі збільшенням контролю держави над економікою та пов'язаним збільшенням державних витрат, ціна капіталу зростає за рахунок ефекту витіснення³. Як наслідок, чим більше коштів витрачає держава на утримання власних збиткових підприємств, чим більше допомагає їм, тим більше інвестицій недоотримує національна економіка.

Зменшення державних витрат та тиску на ціну капіталу – далеко не єдиний канал впливу на інвестиції та економіку країни загалом. Як «будь-яка транзакція, що знижує частку державної власності у корпоративних структурах»⁴, приватизація сприяє зростанню інвестицій через такі канали:

1. **Збільшення ефективності:** Коли державна компанія стає приватною та виходить на конкурентний ринок, вона прагне збільшити прибутки за рахунок зростання ефективності та конкурентоздатності⁵. Приватний вітчизняний інвестор є більш схильним до мінімізації витрат шляхом звільнень, тим часом іноземний інвестор досягає кращих результатів збільшенням інвестицій та капіталомісткості виробництва⁶;
2. **Збільшення прибутковості:** Коли приватизована фірма збільшує прибутковість⁷, в неї виникають додаткові можливості реінвестувати частину чистого прибутку у розвиток підприємства.

2 Great Britain. (2008). Growth: Building jobs and prosperity in developing countries. London: Department for International Development.

3 Збільшення державних витрат потребує збільшення грошової маси. Це змушує Центральний банк країни підвищувати облікову ставку з метою стримування інфляції.

4 <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/43449100.pdf>

5 Ferreira, J. V. (2011). DETERMINANTS OF PERFORMANCE OF PRIVATIZED FIRMS: THE ROLE OF THE ECONOMY, COMPETITION, RESTRUCTURINGS FINANCIAL MARKETS, CORPORATE OWNERSHIP AND GOVERNANCE. Risk Governance and Control: Financial Markets & Institutions, 1 (4). doi:10.22495/rgcv1i4art4

6 Okten, C., & Arin, K. P. (2006). The Effects of Privatization on Efficiency: How Does Privatization Work? World Development, 34(9), 1537-1556. doi:10.1016/j.worlddev.2006.01.004

7 Hodge, G. (2018). Privatization: An International Review of Performance.



3. **Ефекти поширення:** Модернізація та потоки інвестицій у приватизоване підприємство збільшують ефективність його діяльності. Це мотивує конкурентів, що не хочуть втрачати продажі, також інвестувати, модернізуючи виробничі процеси загалом по галузі⁸.
4. **Активність на фінансових ринках:** Коли фірма стає приватною, вона втрачає право на фінансування з боку держави. Для того щоб отримати додатковий капітал, їй потрібно випускати нові фінансові інструменти, акції та облигації. Нові фінансові інструменти поживляють фінансові ринки, збільшують ринкову капіталізацію фірм та обсяг угод на ринку⁹, створюючи нові інвестиційні можливості.

Отже, приватизація може бути джерелом інвестицій у двох напрямках. По-перше, самі грошові потоки від приватизації є інвестиціями, оскільки так само створюють додану вартість та прискорюють зростання ефективності. По-друге, необхідність у подальшій модернізації підприємства та ефекти поширення для галузі загалом стимулюють нові капіталовкладення. Але, якщо ми говоримо про економічне зростання, інвестиції з боку вітчизняних інвесторів менше сприяють цьому, аніж надходження прямих зовнішніх інвестицій. Про це говорить ООН¹⁰, про це пишуть аналітики ОЕСР¹¹ та саме на цьому наголошував экс-прем'єр-міністр Сінгапуру Лі Куан Ю під час візиту до України¹².

Як отримати такі інвестиції? В які країни інвестують більше та як Україні стати більш привабливою для інвесторів? Одне з головних питань, на яке ми маємо відповіді: навіщо іноземним інвесторам вкладати у нашу країну? Навіщо їм взагалі додавати до свого інвестиційного портфелю іноземні активи? Світовий Банк¹³ відповідає на це, виділяючи чотири категорії прямих зовнішніх інвестицій:

- **Інвестиції, спрямовані на доступ до природних ресурсів:** якщо клімат або природно-ресурсний потенціал іншої країни є більш сприятливим для виробництва або надання послуг – інвестор розміщує виробничі потужності в цій країні;
- **Інвестиції, спрямовані на вихід на ринок:** іноземні інвестори, які шукають виходи на іноземні ринки, будують виробничі потужності в інших країнах, якщо вигоди від цього є більшими, аніж від виробництва у власній країні, враховуючи транспортні витрати;
- **Інвестиції, спрямовані на підвищення ефективності:** якщо нові технології та дешевші людські й матеріальні ресурси в іншій країні дозволяють зробити виробництво більш ефективним, інвестори більш зацікавлені вкладати в економіку цієї країни;
- **Інвестиції, спрямовані на пошук стратегічних активів:** бренди, нові технології та якісніші канали розподілу в певній країні приваблюють зовнішні капіталовкладення.

Україна може розраховувати на значно більші обсяги прямих іноземних інвестицій, враховуючи порівняно низьку вартість трудових і матеріальних ресурсів та багатий природно-ресурсний потенціал. Але наразі потоки іноземних інвестицій в Україну залишаються низькими через високий рівень корупції та бюрократії, слабе правовладдя та вплив воєнних ризиків¹⁴. Але чи стимулюють приватизаційні процеси відкриття нових бізнесів та побудову нових виробничих потужностей за рахунок прямих зовнішніх інвестицій?

8 Sengupta, J. (2014). Theory of Innovation: A New Paradigm of Growth. (Theory of innovation.) Cham: Springer.

9 Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. Journal of Economic Literature, 39(2), 321-389. doi:10.1257/jel.39.2.321

10 http://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2015/08/AAAA_Outcome.pdf

11 <https://www.oecd.org/investment/investmentfordevelopment/1959815.pdf>

12 https://www.ukrinform.ua/rubric-polytics/1049281-nozemn_nvestits_suchasn_tehnolog_menedgment_spriyatimut_priskorenomu_rozvitku_ukrani__l_kuan_yu_940816.html

13 <http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/327-Attracting-FDI.pdf>

14 <https://www.kyivpost.com/special/despite-promises-ukraines-officials-little-attract-significant-new-foreign-map.html>



Світова практика свідчить: звільнення економіки від державного контролю є одним з каналів її притоку. Останні емпіричні дослідження показали, що приватизаційні процеси мають двосторонній вплив на прямі зовнішні інвестиції¹⁵. З одного боку, лібералізація та зменшення частки держави в економіці створюють сприятливий клімат для нових іноземних капіталовкладень¹⁶. З іншого боку, приватизаційні процеси прискорюються зі зростанням впливу іноземних інвесторів на економіку, продовжуючи звільняти ринок від держави¹⁷. Такі інвестиції збільшують міжнародні резерви, укріплюють валютний курс та збільшують ефективність всередині країни, що сприяє економічному зростанню.

Підсумовуючи: приватизація стимулює економічне зростання через поживлення інвестицій, як вітчизняних, так і іноземних. Але світова практика показала, що сама по собі приватизація навряд чи призведе до позитивних зрушень, якщо держава не відповість правильно на питання, як приватизувати і хто приватизує. В більшості емпіричних досліджень подальша реструктуризація та обсяг нових капіталовкладень залежали як від того, хто був фінальним покупцем підприємства, так і від того, як воно продавалось і наскільки прозорим був продаж.

3 Хто та як має приватизувати для збільшення інвестицій?

Світова практика показує: чарівної формули приватизації не існує, її дизайн безпосередньо залежить від самого державного підприємства¹⁸. Але коли мова йде про одночасну приватизацію великої кількості об'єктів, держава вже не може розробляти окрему процедуру для кожного об'єкту. Якщо ми хочемо зробити приватизацію джерелом нових інвестиційних надходжень, то повинні розуміти, які саме риси процесу сприяли поживленню інвестицій в інших країнах.

Перше, на що слід звернути увагу, – застосований метод приватизації. В світовій практиці виділяють три найбільш поширені методи приватизації: приватизація через повернення, приватизація шляхом продажу державного майна та масова, або ваучерна, приватизація¹⁹ (див. Таблицю 1).

Основна проблема приватизації через повернення: знайти колишніх власників об'єктів дуже складно. В Європі цей метод здебільшого застосовували для повернення сільськогосподарських ділянок, а не для передачі бізнесу. Хоча масова, або ваучерна, приватизація мала високу публічну підтримку²⁰, розсіювання власності не мотивувало власників до реструктуризації задля збільшення ефективності²¹. Навіть коли ваучери були придбані спеціальними інвестиційно-приватизаційними фондами, неповага до прав інвесторів та низький рівень громадського контролю не дозволив їм здійснити нові капіталовкладення²².

15 Tüzüntürk, S., İnam, B., & Giray, F. (2016). Analyzing the relationship between foreign direct investment and privatization in the European Union Founder Nations by using panel data approach. *Panoeconomicus*, (00), 1-1. doi:10.2298/pan160106001t

16 Boubakri, N., Cosset, J., Debbab, N., & Valéry, P. (2009). The Dynamics of Foreign Direct Investment and Privatization: An Empirical Analysis. *Management international*, 13(2), 81. doi:10.7202/029781ar

17 Mukherjee, A., & Suetrong, K. (2009). Privatization, strategic foreign direct investment and host-country welfare. *European Economic Review*, 53(7), 775-785. doi:10.1016/j.euroecorev.2009.02.004

18 Brada, J.C. (1996). Privatization Is Transition – Or Is It? *Journal of Economic Perspectives*, 10(2), 67-86. doi:10.1257/jep.10.2.67

19 Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321-389. doi:10.1257/jel.39.2.321

20 Appel, H. (1997). Voucher privatisation in Russia: Structural consequences and mass response in the second period of reform. *Europe-Asia Studies*, 49(8), 1433-1449. doi:10.1080/09668139708412508

21 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/06/nellis.htm>

22 Pistor, K., Spicer, A., & Harvard Institute for International Development. (1996). *Investment funds in mass privatization and beyond: Evidence from the Czech Republic and Russia*. Cambridge, MA: Harvard Institute for International Development, Harvard University.



Таблиця 1. Види приватизації

Вид приватизації	Сутність	Країни застосування
Приватизація через повернення	Повернення раніше експропрійованого майна приватному власнику	Східна Європа
Приватизація через продаж державного майна	Продаж державою частини прав власності приватним особам за готівку. Може проходити як у формі безпосереднього продажу, так і в формі продажу частини акцій.	Широко застосовується у всьому світі
Масова приватизація	Вид приватизації, коли правомочні громадяни мають право отримати ваучери, що можуть бути обмінені на частку у приватизованому підприємстві	Застосовувалась в Східній та Центральній Європі

Джерело: Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321-389. doi:10.1257/jel.39.2.321

На думку Яноша Корнаї²³, приватизація через продаж – найкращий спосіб приватизації державних активів у країнах з перехідною економікою. Саме цей метод застосовується найбільш часто в світовій практиці. Крім того, саме ця процедура застосовується в Україні та прописана в новому законі «Про приватизацію державного і комунального майна»²⁴.

Закон окремо розрізняє об'єкти великої та малої приватизації. Об'єкти великої приватизації включають всі об'єкти державної власності з вартістю активів за останній рік понад 250 мільйонів гривень. Об'єкти меншого розміру вважаються об'єктами малої приватизації. Якщо перші об'єкти продаються із залученням інвестиційних радників методом вивчення цінових пропозицій потенціальних покупців, то друга категорія об'єктів продається із застосуванням відкритого аукціону через «Прозоро.Продажі»²⁵.

Як саме вплине нова процедура на обсяг інвестицій, ми дізнаємось лише через тривалий проміжок часу після продажу об'єктів. Але можна впевнено стверджувати, що відкриті та прозорі аукціони та сприяння залученню іноземних інвесторів здатні підвищити кількість потенційних покупців, що дозволить підвищити ціну продажу підприємств. Але як саме буде розвиватись підприємство після приватизації – залежить від того, хто його купить. Іноземний досвід показує, що інтенсифікація виробництва та реструктуризація через збільшення капіталовкладень відбувалась, коли підприємство купував:

- **Власник з іншої країни:** іноземний власник має більше капіталу, кращі менеджерські здібності, більший доступ до міжнародних ринків ресурсів та технологій, а також ширші бізнес-зв'язки. Всі ці фактори сприяють реструктуризації приватизованого підприємства²⁶;

23 Kornai, J. (1991). The road to a free economy: Shifting from a socialist system : the example of Hungary.

24 <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2269-19>

25 <http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2269-19>

26 Mygind, N., & OECD. (1999). Privatisation, governance and restructuring of enterprises in the Baltics: Summary : Seminar on Corporate Governance in the Baltics, Vilnius, Lithuania, 21-22 October, 1999. Vilnius.



- **Власник, раніше не пов'язаний з діяльністю підприємства:** фірми частіше проходили післяприватизаційну реструктуризацію та несли пов'язані з нею капітальні витрати, коли опинялись у руках осіб, раніше не пов'язаних з підприємством²⁷;
- **Власник, який замінить топ-менеджмент на місцях:** старий менеджерський персонал, вірогідно, буде опиратися приватизації та пов'язаній з нею реструктуризації, адже це може призвести до зниження доходів або навіть втрати посад²⁸. Аналітики Світового Банку вважають, що саме концентрація власності в руках інсайдерів заважала прогресивній реструктуризації на приватизованих підприємствах Росії²⁹;
- **Коли держава не залишає у своїй власності значну частку:** якщо держава продовжує володіти значною часткою в державному підприємстві, процес реструктуризації загальмовується. Це дозволяє фірмі зберігати надмірну зайнятість³⁰.

Крім того, сучасні дослідження виділяють ряд умов, що сприяють післяприватизаційній реструктуризації та припливу нових інвестицій:

1. **Конкурентна позиція та структура ринку:** якщо підприємство є монополією або отримує суттєву державну допомогу, в нього не буде стимулів підвищувати ефективність. Але якщо після приватизації вирівнюються правила гри та конкурентний тиск збільшується, власник підприємства розуміє, що його ефективності недостатньо, та інтенсифікує виробництво через реструктуризацію³¹;
2. **Розвинуті фінансові ринки:** активний та розвинутий фінансовий ринок надає доступ до капіталу, без якого реструктурувати підприємство буде складніше³²;
3. **Розвиток організацій,** що займаються управлінськими тренінгами, менеджмент-консалтингом, а також розвиток зв'язків з іноземними покупцями³³;
4. **Зобов'язання та бажання держави приватизувати власні активи:** якщо держава не надає гарантій поваги до прав власності інвесторів, це знижує мотивацію інвестувати³⁴;
5. **Реструктуризація підприємства перед приватизацією:** якщо держава виплатить борги приватизованого підприємства та зробить мінімальну реструктуризацію, це не тільки збільшить його привабливість для інвесторів, а й зробить капіталовкладення після приватизації більш ймовірними³⁵. Причому, якщо держава довірить реструктуризацію незалежному приватизаційному органу, який не буде втручатись у реструктуризацію після приватизації, це підніме як ціну продажу, так і обсяг інвестицій від нового власника³⁶;
6. **Рівень прозорості та обізнаності покупців щодо приватизації:** коли новий власник приходить на приватизоване підприємство – він ніколи не знає реальний стан речей краще, аніж колишні менеджери³⁷. Причому, емпірично доведено, що зі збільшенням рівня подібної інформаційної асиметрії³⁸ як вартість підприємства, так і його післяприватизаційні результати лише знижуються³⁹.

Найбільш часто дискутоване питання при розробці механізму приватизації – чи надавати пріоритетний доступ до приватизації іноземним інвесторам. В українців є різні думки з цього приводу. Одні очікують власника, що приїде з Заходу, привезе нові технології та перетворить збиткове державне підприємство у General Motors. Інші не довіряють іноземцям, вважаючи, що олігархи будуть скуповувати стратегічні підприємства з офшорних рахунків або купуватимуть підприємства заради усунення конкурентів. У цьому дослідженні ми хотіли би спростувати деякі міфи, базуючись на аналізі міжнародного досвіду.

Врізка 1. Приватизація «Криворіжсталі»

Одним з яскравих прикладів успішної приватизації є купівля «Криворіжсталі» концерном Mittal Steel Germany GmbH Company за \$4,8 млрд⁴⁰ в 2005 році. Це один із небагатьох випадків, коли організатори використали відкритий аукціон із залученням іноземних інвесторів⁴¹.

Попередня спроба приватизації «Криворіжсталі» у 2004 році стала промовистою ілюстрацією впливу корупції та олігархії на приватизаційні процеси. Незважаючи на двічі вищі суми,



запропоновані за стратегічне підприємство іноземними покупцями, підприємство придбали зять президента Віктор Пінчук та власник СКМ Рінат Ахметов за \$800 млн⁴². Коли в результаті Помаранчевої революції Віктор Ющенко став Президентом України, однією з його перших задач стало скасувати угоду 2004 року та продати «Криворіжсталь» за справедливою вартістю. Що і було зроблено в 2005 році.

В результаті угоди Державний бюджет отримав \$4,8 млрд (найбільша в історії України сума, сплачена за приватизацію)⁴³, а саме підприємство отримало нового іноземного власника. Попри всі хвилювання, приватизація призвела до загалом позитивних результатів. Зобов'язаний додатково проінвестувати \$500 млн до 2015 року, Лакшмі Міталл вклав \$877 млн, провівши значну модернізацію підприємства. Замість оплати праці на рівні мінімального прожиткового мінімуму підприємство сплачувало найбільшу заробітну плату в галузі⁴⁴. І хоча за наступні 7 років

27 Megginson, W. L., & Netter, J. M. (2001). From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature*, 39(2), 321-389. doi:10.1257/jel.39.2.321

28 Blanchard, O., & Aghion, P. (1996). On insider privatization. *European Economic Review*, 40(3-5), 759-766. doi:10.1016/0014-2921(95)00086-0

29 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/06/nellis.htm>

30 Ferreira, J. V. (2011). DETERMINANTS OF PERFORMANCE OF PRIVATIZED FIRMS: THE ROLE OF THE ECONOMY, COMPETITION, RESTRUCTURINGS FINANCIAL MARKETS, CORPORATE OWNERSHIP AND GOVERNANCE. *Risk Governance and Control: Financial Markets & Institutions*, 1(4). doi:10.22495/rgcv1i4art4

31 Ferreira, J. V. (2011). DETERMINANTS OF PERFORMANCE OF PRIVATIZED FIRMS: THE ROLE OF THE ECONOMY, COMPETITION, RESTRUCTURINGS FINANCIAL MARKETS, CORPORATE OWNERSHIP AND GOVERNANCE. *Risk Governance and Control: Financial Markets & Institutions*, 1(4). doi:10.22495/rgcv1i4art4

32 D'Souza, J., Megginson, W. L., & Nash, R. C. (2000). Determinants of Performance Improvements in Privatized Firms: The Role of Restructuring and Corporate Governance. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.243186

33 Mygind, N., & OECD. (1999). Privatisation, governance and restructuring of enterprises in the Baltics: Summary : Seminar on Corporate Governance in the Baltics, Vilnius, Lithuania, 21-22 October, 1999. Vilnius.

34 Jones, S.; W. Megginson; R. Nash; and J. Netter. "Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends." *Journal of Financial Economics*, 53 (1999), 217-253

35 Ferreira, J. V. (2011). DETERMINANTS OF PERFORMANCE OF PRIVATIZED FIRMS: THE ROLE OF THE ECONOMY, COMPETITION, RESTRUCTURINGS FINANCIAL MARKETS, CORPORATE OWNERSHIP AND GOVERNANCE. *Risk Governance and Control: Financial Markets & Institutions*, 1(4). doi:10.22495/rgcv1i4art4

36 Börs, D., & International Monetary Fund. (1996). *Privatization and restructuring: An incomplete-contract approach*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, Fiscal Affairs Dept.

37 Estrin, S. (2008). Privatization Impacts in Transition Economies. *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 1-12. doi:10.1057/978-1-349-95121-5_2547-1

38 Інформаційна асиметрія – характеристика угоди, при якій покупець та продавець володіють різним рівнем обізнаності щодо стану товару. Через це очікувані збитки від купівлі неякісного товару призводять до зниження його вартості.

39 Li, H., & Rozelle, S. (2004). Insider privatization with a tail: the screening contract and performance of privatized firms in rural China. *Journal of Development Economics*, 75(1), 1-26. doi:10.1016/j.jdeveco.2003.08.001

40 <https://www.nytimes.com/2005/10/25/business/worldbusiness/worlds-biggest-steel-maker-is-acquiring-ukrainian.html>

41 Shatokha, V. (2017). COMPARATIVE STUDY OF IRON AND STEEL INDUSTRY TRANSITION IN THE COUNTRIES OF CENTRAL-EAST EUROPE AND FORMER SOVIET UNION. *European Journal of Sustainable Development*, 6(4). doi:10.14207/ejsd.2017.v6n4p155

42 <https://www.nytimes.com/2005/10/25/business/worldbusiness/worlds-biggest-steel-maker-is-acquiring-ukrainian.html>

43 Eberhardt, Adam, Konończuk, Wojciech, Łabuszewska, Anna, ... Sławomir. (2012). The oligarchic democracy: The influence of business groups on Ukrainian politics. *OSW Study* 42/2012.

44 <http://www.spfu.gov.ua/en/news/Na-Krivorizhstal-pislya-privatizacii-nadijshlo-majzhe-870-mln-investicij-465.html>



ArcelorMittal зменшила кількість працівників з 57 до 35 тисяч^{45 46}, обсяг випуску зріс, а щорічний дохід державного бюджету збільшився на 1 млрд грн⁴⁷.

4 Чи буде приватизація іноземним власником корисною для України?

Коли іноземний інвестор виявляє бажання купити підприємство в певній країні – не всі зацікавлені сторони раді такому покупцеві. Держава зацікавлена в такому інвесторі, очікуючи підвищення податкових надходжень та зростання прямих зовнішніх інвестицій в економіку. Водночас, працівники підприємства не завжди підтримують приватизацію, адже нові інвестиції та очікуване зростання продуктивності праці зменшує потребу у робочій силі.

Досвід Туреччини свідчить, що саме підприємства, приватизовані іноземними інвесторами, збільшували ефективність завдяки новим капітальним інвестиціям та інтенсифікації виробництва⁴⁸. Крім того, вони випереджали компанії, приватизовані вітчизняними інвесторами, за обсягом випуску та прибутковістю⁴⁹. Досвід Чехії повністю спростовує негативні очікування працівників, адже фірми, приватизовані іноземними інвесторами, навіть збільшували зайнятість, підвищуючи випуск у результаті реструктуризації⁵⁰. Але чи можна очікувати таких самих результатів в Україні? Досвід показує, що можна, адже вчені вже виявили статистично значущий та позитивний вплив іноземного покупця на результати приватизованих підприємств у нашій країні.

У 2015 році Девід Браун, Джон Ірл, Соломія Шпак та Володимир Вахитов⁵¹ вивчили вплив приватизації на продуктивність українських підприємств, приватизованих вітчизняними та іноземними покупцями. Результати дослідження показали, що в середньому за 6 років колишні державні підприємства змогли наростити продуктивність на 16-18%. Причому, ефект від приватизації для підприємств, придбаних іноземними покупцями, був на 17-33% вищий порівняно з підприємствами, придбаними вітчизняними власниками. Цікаво, що цей ефект був значно слабшим для підприємств, придбаних власниками з офшорних країн та Росії. Крім того, коли в результаті приватизації власник отримував 100% вартості фірми, зростання продуктивності було значно більшим, аніж коли власникові надавалась лише частка акцій підприємства (див. Рисунок 1).

⁴⁵ <https://www.kyivpost.com/article/content/business/arcelor-mittal-cuts-workforce-by-17-percent-at-fla-26697.html>

⁴⁶ <https://www.humaniteinenglish.com/spip.php?article2197>

⁴⁷ <https://www.unian.info/society/89477-mittal-steel-fulfilled-its-obligations-tymoshenko.html>

⁴⁸ Okten, C., & Arin, K.P. (2006). The Effects of Privatization on Efficiency: How Does Privatization Work? *World Development*, 34(9), 1537-1556. doi:10.1016/j.worlddev.2006.01.004

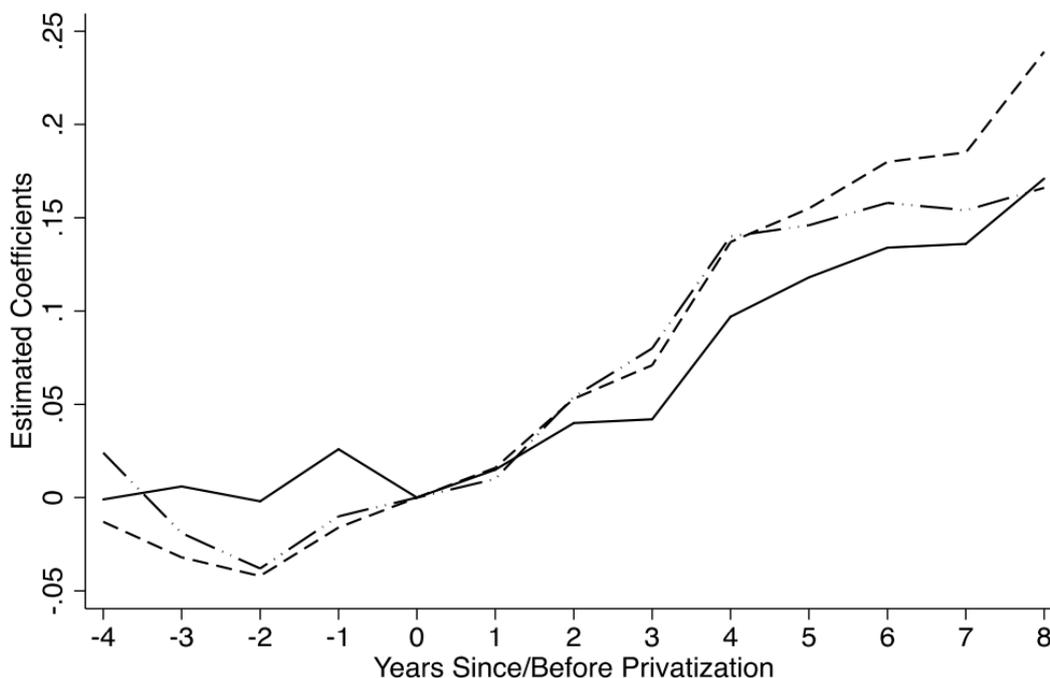
⁴⁹ Li, W., & Xu, L. (2004). The Impact of Privatization and Competition in the Telecommunications Sector around the World. *The Journal of Law and Economics*, 47(2), 395-430. doi:10.1086/422984

⁵⁰ Kaminski, B., & Riboud, M. (2000). Foreign investment and restructuring. *World Bank Technical Papers*. doi:10.1596/0-8213-4594-x

⁵¹ Brown, J.D., Earle, J.S., Shpak, S., & Vakhitov, V. (2015). Is Privatization Working in Ukraine? New Estimates from Comprehensive Manufacturing Firm Data, 1989-2013. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.2641200



Рисунок 1. Відсоток збільшення продуктивності залежно від річного періоду до і після приватизації



Джерело: Brown, J. D., Earle, J. S., Shpak, S., & Vakhitov, V. (2015). Is Privatization Working in Ukraine? New Estimates from Comprehensive Manufacturing Firm Data

Врізка 2. Приватизація компанії Skoda

До 1990 року чеська автомобільна індустрія перебувала в жалюгідному стані. Компанія Skoda була державною монополією з річним випуском, що ледве сягав 200 тисяч автомобілів на рік. Приватизація була єдиним засобом для галузі вийти із занепаду, тому 1990 року влада Чехословаччини продала Volkswagen частку 30% у Skoda. Зі свого боку Volkswagen пообіцяв провести реструктуризацію на підприємстві, додатково вклавши 8 млрд німецьких марок та збільшивши випуск вдвічі протягом наступних 10 років. Згодом Volkswagen зміг докупити ще 40%, що було тільки на користь Чехії⁵².

Результати приватизації перевершили всі очікування. За 12 років Volkswagen вклав \$1,2 млрд у реструктуризацію підприємства. Завдяки іноземним зв'язкам німецького концерну, компанія отримала достатньо фінансування та управлінської експертизи, щоб стати сильним гравцем на ринку Західної Європи. Крім того, зі збільшенням якості продукції посилились і технологічні вимоги до сировини та матеріалів, що спричинило якісні зрушення та модернізацію у постачальників автовиробника⁵³. Вже через 7 років після приватизації Skoda генерувала 7% чеського експорту до Євросоюзу⁵⁴. А вже 2014 року обсяг річних продажів досяг мільйона автомобілів⁵⁵ (що більше ніж у 5 разів перевищує річний випуск до приватизації).

⁵² The World Bank. (1998). Case-by-case Approach to Privatization: Techniques and Examples. World Bank Group.

⁵³ Dierkes, M. (2011). Handbook of organizational learning and knowledge. Oxford [u.a.: Univ. Press.]

⁵⁴ http://siteresources.worldbank.org/INTRANETTRADE/Resources/Kaminski-Premnote_1.pdf

⁵⁵ <https://www.skoda-storyboard.com/en/press-releases/skoda-2014-record-breaking-sales-financial-results/>



Таблиця 2. Вплив іноземного інвестора на результати діяльності приватизованого об'єкта

Рік	Країна	Назва роботи	Результати
1998	Угорщина, Словенія	Kaminski, B. "Foreign Trade and FDI in Hungary and Slovenia: Different Paths – Different Outcomes,"	Активний пошук закордонного інвестора окупається завдяки підвищенню конкурентоспроможності та виробництву продуктів з більшою доданою вартістю ⁵⁶
1999	Грузія, Казахстан, Киргизстан, Молдова, Росія, Україна	Djankov, S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States.	Придбання частки приватизованого підприємства іноземним покупцем призводить до значно більшого покращення результатів порівняно з іншими приватизованими підприємствами ⁵⁷ .
2000	Угорщина	Mihályi, Peter "FDI Through Cross-Border M&A – The Post-Communist Privatization Story Re-considered"	Результати підприємства іноземної власності після приватизації виявились кращими порівняно з фірмами, що перебували у суто вітчизняній власності. Причому, більша частка, отримана іноземними інвесторами, призводила до швидшого покращення результатів ⁵⁸ .
2006	Угорщина, Румунія, Росія, Україна	J. David Brown, John S. Earle and Álmos Telegdy «The Productivity Effects of Privatization: Longitudinal Estimates from Hungary, Romania, Russia, and Ukraine»	Приватизація підприємства іноземним власником призводить до швидшого підвищення продуктивності порівняно з приватизацією вітчизняним власником. В Угорщині, Румунії та Україні позитивний ефект на продуктивність збільшує продуктивність у рік приватизації, тимчасом як у Росії позитивні зрушення можна побачити лише після 5 років ⁵⁹

Отже, приватизація фірм з участю іноземних інвесторів дозволяє не тільки збільшити надходження прямих іноземних інвестицій, а й покращити результати діяльності об'єктів приватизації (див. Таблицю 2). Країні це вигідно, адже збільшення чистих прибутків призводить до нових потоків інвестицій та збільшення податкових надходжень до бюджету.

Врізка 3. Приватизація компанії Petrom

На початку XXI століття енергетичний сектор Румунії складався з кількох державних підприємств, що тримались на державній допомозі. Державна допомога не лише спотворювала конкуренцію в галузі, а й негативно впливала на самі підприємства, які залишались низькоефективними та вже давно підлягали реструктуризації. Світовий Банк, МВФ та ЄС звернули увагу на цю проблему і в 2001 році розпочали спільний проект, який, між іншим, передбачав приватизацію п'яти

56 Bartłomiej Kaminski, "Foreign Trade and FDI in Hungary and Slovenia: Different Paths – Different Outcomes," Transition, The World Bank and The William Davidson Institute, December 1998

57 Djankov, S. (1999). Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States. Comparative Economic Studies, 41(1), 75-95. doi:10.1057/ces.1999.3

58 Mihályi, Peter. "FDI Through Cross-Border M&A – The Post-Communist Privatization Story Re-considered," UNCTAD working paper.

59 Brown, J., Earle, J., & Telegdy, Á. (2006). The Productivity Effects of Privatization: Longitudinal Estimates from Hungary, Romania, Russia, and Ukraine. Journal of Political Economy, 114(1), 61-99. doi:10.1086/499547



найбільших підприємств галузі. Одне з них, Petrom, приватизували 2004 року, при цьому 51% підприємства викупив австрійський концерн OMV⁶⁰.

Спершу результати приватизації не задовольняли румунів. Австрійці розуміли, що підприємству потрібна значна реструктуризація, тому тимчасово знизили рівень випуску, що спричинило підвищення цін на бензин у 2005 році⁶¹. Проте, державу результати повністю задовольнили. Вже наступного року вона отримала 16 млрд євро податкового доходу. Крім того, OMV став найбільшим інвестором в Румунії, за 9 років вклавши понад 10 млрд євро у підприємство. У 2017 році Petrom залишалась найбільшою компанією Південно-Східної Європи та найбільшим приватним працедавцем країни⁶².

5 Висновки та рекомендації

Чи потрібна Україні приватизація? Так, адже це допоможе Україні зібрати додаткові кошти від продажу державних підприємств, зменшити державний контроль в економіці та збільшити податкові надходження в довгостроковій перспективі. Але, якщо ми хочемо, щоб приватизація привела нас до стійкого економічного зростання, нам потрібно, щоб вона збільшила обсяг інвестиційних надходжень. Вітчизняний та світовий досвід показує, що приватизація здатна привести до нових інвестицій за умови виконання таких кроків:

1. Активне залучення іноземних інвесторів до торгів за державні підприємства, що підлягають продажу (за винятком інвесторів з Російської Федерації та офшорних країн);
2. Недопущення впливу на процес приватизації колишніх працівників та менеджерів підприємств державної власності;
3. Зниження рівня інформаційної асиметрії між інсайдерами та потенційними покупцями за допомогою залучення інвестиційних радників;
4. Мотивування менеджерів державних підприємств до підготовки підприємств до приватизації;
5. Продаж усього підприємства, не залишаючи частки в управлінні держави;
6. Першочергово приватизувати підприємства, що працюють на конкурентних ринках;
7. Надавати новим власникам гарантії того, що приватизацію не буде скасовано;
8. За можливості, здійснювати попередню реструктуризацію підприємств, що готуються до приватизації.

⁶⁰ Hunya, G. (2007). *Privatization disputes in Romania - the Petrom case*. Wien: WIIW - Wiener Inst. für Internat. Wirtschaftsvergleiche.

⁶¹ Hunya, G. (2007). *Privatization disputes in Romania - the Petrom case*. Wien: WIIW - Wiener Inst. für Internat. Wirtschaftsvergleiche.

⁶² Nicolescu, O., In Pleșoianu, G., & In Cîrstea, A. C. (2017). *New approaches and tendencies in entrepreneurial management: International conference proceedings*.

