

УДК 334.716 (477)

СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ В СТРУКТУРІ ВЛАСНОСТІ УКРАЇНСЬКИХ ПРОМИСЛОВИХ ПІДПРИЄМСТВ

Венгер Л.А., м.н.с.

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

В статье исследована структура собственности в акционерных обществах украинской промышленности и обнаружена ее высокая концентрация. Проанализирована структура собственности по типу доминирующего собственника и отраслевого распределения.

Ключевые слова: акционерное общество, структура собственности, доминирующий собственник.

In the article the structure of the ownership in the joint-stock companies of Ukrainian industry is re-searched and its high concentration is revealed. The structure of the ownership according to the type of dominating proprietor and sectoral classification is analysed.

Key words: join-stock company, structure of the ownership, dominating proprietor.

Постановка проблеми. Теорія агентських відносин дає переконливі аргументи на користь того, що поведінка й результати діяльності фірм можуть коливатися залежно від того, яка категорія власників займає у них головні позиції. У країнах з перехідними економіками великі інвестори відіграють значно важливішу роль у розвитку компаній, ніж дрібні акціонери. Однак, надмірний захист дрібних акціонерів може збільшувати втрати від придбання контрольного пакету та управління підприємством великим власником, чим збільшуватиме трансакційні витрати на ринку корпоративного контролю.

Аналіз досліджень і публікацій. Дослідження проблеми концентрації власності започаткували А. Берлі та Г. Мінз, які сформулювали тезу про "розділення власності та контролю" в сучасній публічній корпорації. На їх думку, дрібні акціонери нездатні налагоджувати ефективний контроль за діяльністю менеджерів, і навпаки, концентрація основної частки акцій в руках одного чи вузької групи утримувачів допомагає дисциплінувати їх поведінку [1]. Новітні дослідження структури власності у великих корпораціях розвинених країн світу, показали відмінності систем корпоративного управління цілої низки країн від загальноприйнятої раніше класифікації, яка базувалася на законодавчих обмеженнях щодо банківського володіння акціями промислових корпорацій [2; 3; 4]. Більшість попередніх досліджень, присвячених еволюції структур власності й контролю в перехідних економіках, обмежувались аналізом розподілу акцій за групами власників, зокрема внутрішніх та зовнішніх [5; 6]. Питання концентрації акцій в руках окремих утримувачів, особливо з іноземним капіталом, залишалось поза увагою цих досліджень, тому ми визначили за необхідне враховувати в аналізі фактор концентрації власності залежно від типу домінуючого власника.

Мета статті. Дослідження структури власності української промисловості за концентрацією, типом домінуючого власника та галузевим розподілом.

Виклад основного матеріалу. У рамках масової приватизації в Україні була зроблена ставка на формування розпорошеної структури власності й розвиток фондового ринку. Така політика супроводжувалася цілеспрямованою трансформацією колишніх державних підприємств у відкриті акціонерні товариства, акції яких належали б широкому колу осіб та повинні були б котируватися на біржі. Однак така модель виявилася недієздатною. Загалом спостерігалась тенденція до закриття таких компаній для зовнішніх інвесторів, тобто формування інсайдерської моделі корпоративного управління, під якою розумілося зосередження реального контролю над підприємством у руках менеджменту (директорату старої номенклатури). З основними недоліками такої моделі пов'язують масовий вивід активів та грубі порушення прав акціонерів.

Структура власності, що склалася в умовах приватизації, носить трансформаційний характер. Така "розконцентрованість" (відносно рівномірна концентрація по різних пакетах акцій) створює перешкоди для адаптації корпоративного управління до вимог максимізації ефективності діяльності підприємств [7].

Вплив фактора власності на економічну поведінку підприємств пов'язаний з тим, що власники володіють правом на контроль за їх діяльністю. Таким чином, важливого значення набуває питання про переважні типи контролю в економіці, тобто в чиїх руках він знаходиться і наскільки повно його вдається реалізувати на практиці. Ключовими ознаками ефективності контролю над діяльністю компанії є ступінь концентрації акціонерної власності та ідентичність власників акціонерного капіталу. Тому в аналізі враховано фактор концентрації власності залежно від типу домінуючого власника.

Для визначення ступеню концентрації акціонерної власності та ідентифікації власників акціонерного капіталу була сформована вибірка із 80 великих промислових підприємств (ВАТ–80). Основними умовами формування вибірки стали:

- обсяг реалізації товарної продукції – входження підприємств до "Рейтингу 200 підприємств сфери діяльності Мінпромполітики України за реалізацією обсягу товарної продукції";
- форма функціонування підприємств – у вигляді відкритих акціонерних товариств;
- частка державної власності – не більше 25% станом на кінець досліджуваного періоду;
- прозора облікова політика – наявність звітності у Системі розкриття інформації на фондовому ринку України протягом всього досліджуваного періоду.

Період дослідження склав 7 років (2002–2008 рр.). Найбільше промислових підприємств, що увійшли до вибірки здійснюють свою діяльність у галузі металургії (23,8%) та машинобудування (37,5%), найменше – у виробництві іншої неметалевої продукції (5%). За обсягом реалізованої продукції питома вага вибірки склала від 14 до 19% по промисловості в цілому, в добувній промисловості – від 21 до 39% (по окремим видам діяльності частка сягає до 72%), у переробній – від 18 до 25% (по окремим видам діяльності частка сягає до 52%), що свідчить про високу достовірність досліджень.

Протягом періоду 2002–2008 рр. структура власності досліджуваних підприємств не була усталеною й з року в рік змінювалася. Для виявлення піків концентрації чи розпорошення власності підприємства згруповано за величиною пакету, яким володіє найбільший акціонер: до 50% і від 50% + 1 голос (рис. 1).

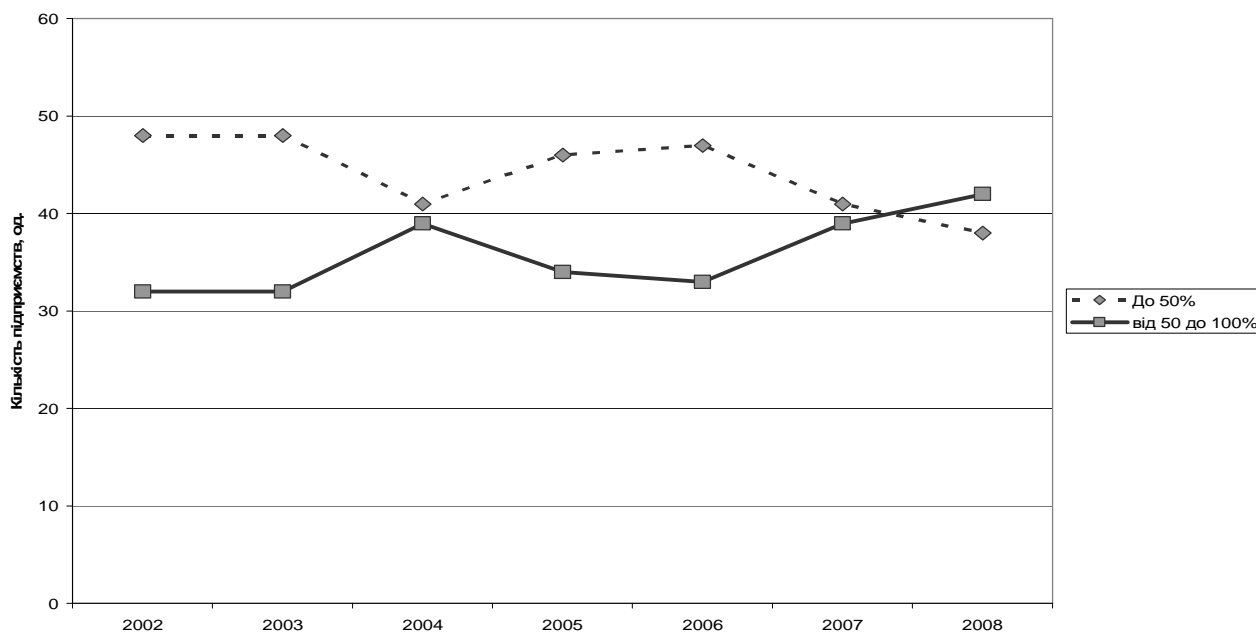


Рис. 1. Розподіл ВАТ за концентрацією власності, од.

Отриманий результат вказує на два пікових моменти щодо збільшення кількості підприємств з високою концентрацією власності – у 2004 році та 2008 році.

Динаміка розподілу підприємств за типом домінуючого власника¹ (табл. 1) вказує на те, що протягом досліджуваного періоду у значній кількості підприємств домінуючим власником була юридична особа. Найбільше таких підприємств було зафіксовано в 2004 р. Вагома частина підприємств відображає в системі розкриття інформації номінального утримувача, як домінуючого власника, хоча з 2002 до 2008 рр. кількість таких підприємств і зменшилася з 15 до 5. По суті номінальний утримувач не є власником, і така ситуація свідчить про значні прогалини в вимогах щодо розкриття інформації в українській системі розкриття інформації. Найменше підприємств мають домінуючого власника фізичну особу і протягом досліджуваного періоду значних коливань не спостерігалось.

¹ Домінуючий власник – акціонер, який володіє найбільшим пакетом акцій у акціонерному товаристві.

Таблиця 1

Розподіл відкритих акціонерних товариств (ВАТ-80) та середньої частки найбільшого пакету акцій за типом домінуючого власника

Найкрупніший акціонер	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Держава	17	12	0	0	0	0	0
Юридичні особи	31	36	44	41	41	34	34
Номінальний утримувач ²	15	14	14	12	9	3	5
Фізичні особи	5	6	6	6	7	6	4
Іноземний капітал	12	12	16	21	23	37	37

Джерело: розраховано за даними Системи розкриття інформації на фондовому ринку України [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://smida.gov.ua>

Особливої уваги заслуговує моніторинг динаміки кількості підприємств із домінуванням іноземного капіталу. Найбільш помітною тенденцією стало суттєве збільшення кількості таких підприємств. Якщо у 2002 р. їх нараховувалося 12, то у 2008 р. ця кількість збільшилась більше ніж у 3 рази і склала 37 підприємств. Це надзвичайно високий показник – частка підприємств з домінування іноземного капіталу у 2008 р. склала 46,3% від загальної кількості підприємств по вибірці. Таке стрімке збільшення відбувалося на фоні одночасного різкого зменшення кількості підприємств з домінуванням інших типів власників. Стосовно частки товариств, де домінуючим власником на початку досліджуваного періоду була держава, то зауважимо, що із 17 таких підприємств, у 2008 р. 11 мали іноземного домінуючого власника.

Аналіз середньої частки домінуючого власника дозволяє відстежити динаміку концентрації власності за типами власників (табл. 2). Так, при домінуванні власників "номінальний утримувач" (НУ) та "держава" (Д), середня величина пакету акцій надзвичайно велика. У більшості випадків вони мають контроль над товариством. Найвищий показник середньої частки домінуючого власника мають товариства з домінуванням НУ. З 2002 р. частка НУ в товариствах зростала і в 2004 р. досягла значення – 74,3%, тобто це значення майже абсолютного контролю над товариством. До 2007 р. ця частка зростає до 89,3%, однак на кінець 2008 р. склала вже 68,7%. Найнижчий показник середньої частки домінуючого власника мають підприємства з домінуючим власником "фізична особа" (ФО). Середня частка домінуючого власника з домінуванням власника "юридична особа" (ЮО) протягом досліджуваного періоду коливається в межах 40–50 %, лише в 2008 році цей показник зріс до 51,6%.

Таблиця 2

Частка домінуючого власника за його типом у відкритих акціонерних товариствах (ВАТ-80) (середнє значення по відповідному типу власника), %

Найкрупніший акціонер	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Держава	57,9	61,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Юридичні особи	42,0	40,3	49,8	47,9	45,4	47,5	51,6
Номінальний утримувач	51,8	61,5	74,3	74,2	71,9	84,9	68,7
Фізичні особи	19,9	20,6	21,1	25,2	23,9	20,3	19,4
Іноземний капітал	32,3	39,8	41,0	43,3	48,8	55,3	60,2

У 2007-2008 рр. спостерігається значний рух капіталів між Україною та Кіпром. У цілому по Україні в 2007 році майже вдвічі, у порівнянні з попереднім роком, збільшився приток капіталу із Кіп-

² Номінальний утримувач – депозитарій або зберігач цінних паперів зареєстрований у реєстрі власників іменних цінних паперів як юридична особа, якій ці цінні папери передано за дорученням та в інтересах власників цінних паперів для здійснення операцій у Національній депозитарній системі.

ру і склав 5941,8 млн. дол. У цей же період з України інвестовано в Кіпр близько 5825,5 млн. дол., причому приріст за 2007 рік склав 5821,1 млн. дол., за 2008 – 0,6 млн. дол.

За стрімкого збільшення у вибірці кількості товариств із домінування іноземного капіталу (ІК) до кінця 2008 р., відповідно спостерігалось збільшення середньої частки домінуючого власника майже у два рази – з 32,3% у 2002 р. до 60,2% у 2008 р. Для розуміння причин такого зростання середня частка іноземного капіталу була зображена в розрізі – закритий капітал (ЗК) та відкритий капітал (ВК)³. Враховуючи те, що протягом досліджуваного періоду республіка Кіпр кілька разів змінювала статус - включення чи виключення з переліку офшорних зон, та керуючись тим фактом, що мав місце прецедент належності до вказаного переліку, підприємства із домінуванням середньої частки кіпрського капіталу було віднесено до закритого капіталу. Також, зважаючи на стрімке зростання кількості підприємств із кіпрським капіталом такі підприємства було виділено окремо (табл. 3). Якщо в 2002 р. із 12 підприємств з домінуванням іноземного капіталу закритий капітал був присутній лише в чотирьох товариствах і до 2004 р. включно суттєвих змін не відбувалось, то збільшення кількості товариств із домінуванням іноземного капіталу в 2005 – 2006 рр., а також стрімке зростання у 2007–2008 рр. відбувалося здебільшого за рахунок закритого капіталу.

Таблиця 3

Динаміка розподілу іноземного капіталу

	2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	кількість	середня частка, %	кількість	середня частка, %	кількість	середня частка, %	кількість	середня частка, %	кількість	середня частка, %	кількість	середня частка, %	кількість	середня частка, %
ІК усього	12	32,3	12	39,8	16	40,7	21	43,3	23	48,8	37	55,3	37	60,2
ВК	8	37,8	9	43,0	11	39,5	10	49,8	11	54,2	18	61,1	16	69,9
ЗК	4	21,4	3	29,9	5	39,9	11	37,4	12	43,8	19	49,9	21	52,8
В т.ч. Кіпр	3	20,5	3	29,9	3	55,4	7	48,2	10	48,0	17	53,1	19	56,0

Середня частка домінуючого власника у ВК вища ніж у ЗК, лише у 2004 році цей показник майже зрівнявся – відповідно 39,5% і 39,9%, а по Кіпру середня частка домінуючого власника у 2004 році склала 55,4%, у 2008 – 56 %. Станом на кінець 2008 року у структурі іноземного капіталу питома вага підприємств із домінуванням закритого капіталу склала 56,8% проти 33,3% у 2002 році.

Причини відтоку капіталу на Кіпр пов'язані з ліберальним податковим режимом, а також з намаганням захистити власний капітал від недосконалого українського правосуддя, оскільки те, що Кіпр є членом Євросоюзу, гарантує захист європейським законодавством, прозорим і чітким.

Динаміка концентрації власності за галузевим розподілом (рис. 2) дозволяє відстежити піки концентрації власності у цілому по промисловості, які відбувалися у 2004 та 2008 рр. Середня частка домінуючого власника на початок періоду склала 44,4%, далі до 2004 року спостерігався ріст до 50,2%. Період 2005-2006 рр. позначився зниженням концентрації власності – середня частка домінуючого власника станом на кінець 2006 року склала 47,5%. Однак до кінця періоду дослідження концентрація власності знову зросла і досягла найбільшого значення – 55%.

Найбільша концентрація власності спостерігається у добувній галузі і співпадає з піками концентрації власності по промисловості взагалі – до 2004 року середня частка домінуючого власника зростає з 63,3% до 71,5%, далі – до 2006 року відбувалося зниження до 65,4%, а до кінця 2008 року набула найбільшого значення – 82,6. У 2002 році із 10 підприємств добувної промисловості на 8 домінуючим власником виступала держава, а наприкінці періоду стільки ж підприємств мали домінуючого власника ІК. Подібна ситуація спостерігалась у переробній промисловості за видами діяльності виробництво коксу та продуктів нафтоперероблення, металургійне виробництво та виробництво готових металевих виробів та виробництво машин та устаткування. Піки концентрації власності також припали відповідно

³ Мається на увазі, що закритий капітал – це капітал, який протягом досліджуваного періоду (2002 – 2008 рр.) мав походження з країн, що входили до переліку офшорних зон, відкритий капітал – відповідно навпаки.

но на 2004 і 2008 рр. У хімічній промисловості пік концентрації власності спостерігався у 2005 і 2008 рр., а по виробництву іншої неметалевої мінеральної продукції лише у 2005 році. Домінування іноземного капіталу на кінець періоду мало місце також і у металургійній галузі (12 із 19 підприємств) та виробництві коксу та продуктів нафтоперероблення (4 із 6).

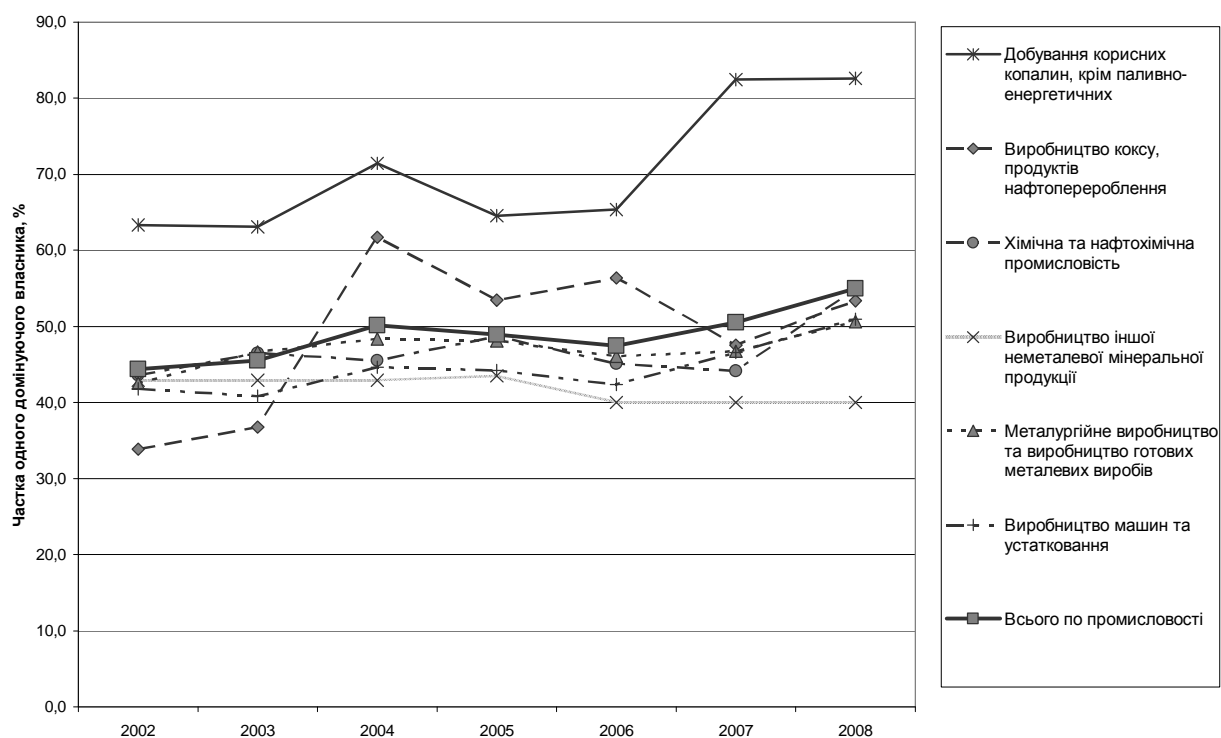


Рис. 2. Динаміка частки домінуючого власника в ВАТ за видами промислової діяльності, %

З вищевикладеного випливають проблеми недосконалості системи розкриття інформації; тенденції до збільшення концентрації власності як наслідок суперечливого корпоративного законодавства, незахищеності прав власності та недовіри до влади. На ринку існує як мінімум два методи приховування інформації про реальних власників. По-перше, власником в базах даних системи розкриття інформації відображається номінальний утримувач, по-друге, у число акціонерів входять офшорні компанії. Формально немає даних про тих, хто стоїть за тією чи іншою офшорною компанією чи чиї акції знаходяться в номінального утримувача. Навіть якщо Антимонопольний комітет України вирішить провести розслідування чи хтось із міноритаріїв звернеться в суд з метою отримати прозорий список акціонерів, то з'ясувати коло інсайдерів і пов'язаних осіб буде неможливо, оскільки слідство зіткнеться з офшорною стіною.

З 30 квітня 2009 року був введений в дію Закон України № 514–17 від 17.09.2008 "Про акціонерні товариства". Уведення даного закону в дію означає появу цивілізованих правил гри у сфері корпоративного управління. Новий Закон містить низку важливих нововведень щодо функціонування акціонерних товариств. Найважливіші з них – це вдосконалення захисту прав міноритарних акціонерів та захисту від рейдерства. Закон про акціонерні товариства в цілому відповідає сучасним міжнародним стандартам корпоративного управління. У довгостроковій перспективі цей документ матиме значний вплив на розвиток корпоративного сектора економіки України. Норми цього закону будуть діяти лише для новостворених акціонерних товариств, тоді як ВАТ і ЗАТ, створені раніше, матимуть термін у два роки для того, щоб привести свої статuti та інші внутрішні документи у відповідність до норм нового закону. Однак одна лише наявність вказаного Закону не гарантує виконання всіх нововведень прописаних в ньому. Висловлюються критичні зауваження з приводу перехідних положень Закону та правової невизначеності, що виникла навколо їх застосування. Проблемні аспекти нового Закону зосереджені навколо питань лістингу публічних акціонерних товариств на українських біржах; реалізації акціонерами приватних акціонерних товариств переважного права на придбання акцій цих товариств, що відчужуються; проведення зборів акціонерів; управлінні товариствами з єдиним акціонером.

30 жовтня 2009 року в Україні відбувся III Щорічний форум з корпоративного права, на якому різкої критики зазнали формулювання деяких положень Закону про акціонерні товариства. Зокрема,

стосовно питань власності та контролю в акціонерних товариствах, критики зазнали положення щодо визначення афілійованої особи; визначення контрольного пакету акцій; переважного права викупу акцій приватного АТ; переважного права акціонерів при додатковій емісії акцій; позбавлення права голосу акціонера тощо.

Висновки та пропозиції. Нинішня структура власності української промисловості характеризується як висококонцентрована. Динаміка структури власності виявляє два піки збільшення концентрації власності – у 2004 та 2008 рр. Перший пік – кінець 2004 року, з великою долею ймовірності було викликано, президентськими виборами та нестабільною політичною ситуацією в країні, що обумовило намагання власників укрупнювати свої капітали. Другий пік – початок 2008 року співпадає з першими проявами світової фінансової кризи. Прагнення власників до укрупнення капіталу в цей період зумовлене відчуттям незахищеності через недосконалий правовий захист власності та суспільну недовіру до влади.

Протягом досліджуваного періоду спостерігається тенденція до збільшення кількості ВАТ із домінуванням іноземного капіталу більше ніж у три рази – у 2002 році таких товариств було 12, а у 2008 р. – 37. За стрімкого збільшення кількості таких товариств відповідно спостерігалось збільшення середньої частки домінуючого власника майже у два рази – з 32,3 % у 2002 р. до 60,2% у 2008 р.

Для покращення структури власності і ефективності управління промисловими підприємствами в Україні необхідно забезпечити максимальне наближення українського корпоративного законодавства до сучасних міжнародних стандартів корпоративного управління, здійснювати подальше організаційно-технічне вдосконалення системи розкриття інформації через інтернет-ресурс, прискорювати перехід до обов'язкового застосування міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (IAS) та Міжнародних стандартів аудиту (ISA).

Враховуючи досвід ЄС, необхідно внести зміни до Закону України "Про акціонерні товариства" щодо обов'язкового дотримання принципів корпоративного управління, зафіксувавши цю норму як відомий принцип *comply or explain* (виконай або поясни), що вимагатиме у компанії, яка не прийме і не буде слідувати встановленим принципам корпоративного управління, обов'язкового пояснення регулятору чи інвесторам, чому компанія утримується від прийняття й наслідування загально розповсюдженої практики. Таке регулювання покликане посилити значення "м'якого права" – норм поведінки, що панують на міжнародному рівні й не мають обов'язкового характеру.

Необхідно посилити персональну відповідальність директорів акціонерних товариств за несвоєчасне подання або зумисне приховування інформації, що підлягає обов'язковому розкриттю, використовуючи досвід світової практики, а також зобов'язати власників відкритих акціонерних товариств (публічних акціонерних товариств), які володіють пакетом акцій більше ніж 10%, розкривати свою фінансову інформацію, незалежно від типу їх власності.

ЛІТЕРАТУРА

1. Berle A., Means G. *The Modern Corporation and Private Property*. – N.Y.: Macmillan, 1932.
2. Ла Порта Р., Лопе-де-Силанес Ф., Шлейфер А. Корпоративная собственность в различных странах мира // *Российский журнал менеджмента*. – 2005. – № 3. – С. 97–148.
3. Капелюшников Р.И. Концентрация собственности и корпоративное управление: Препринт WP1/2005/03. – М.: ГУ ВШЭ, 2005. – 40 с.
4. Лукашов А.В. Сравнительные корпоративные финансы и корпоративное управление // *Управление корпоративными финансами*. – 2005. – № 3(9). – С. 2–12.
5. Кузнецов П.В., Муравьев А.А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России: анализ "голубых фишек" фондового рынка. – М.: РПЭИ, 2002. – 64 с.
6. Акімова І., Швьодіауер Г. Структура власності, корпоративне управління та показники роботи підприємств: результати емпіричного дослідження українських підприємств // *Наукові матеріали* № 21, 2003. – 17 с. [Електронний ресурс]. – Доступний з: <http://ierpc.org/ierpc/wp/wp_21_ukr.pdf>.
7. Венгер Л.А. Особливості структури власності в промисловості України // *Наукові праці Донецького національного технічного університету*. Серія: економічна. Випуск 31-2 (117). – Донецьк, ДонНТУ, 2007. – С. 101–105.