

СТРУКТУРА АКЦІОНЕРНОЇ ВЛАСНОСТІ В УКРАЇНІ В КОНТЕКСТІ ДИСПРОПОРЦІЙ РОЗВИТКУ КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРУ

THE STRUCTURE OF STOCK OWNERSHIP IN UKRAINE IN THE CONTEXT OF DISPROPORTION OF CORPORATE SECTOR DEVELOPMENT

Віктор БАБІЧЕНКО,
кандидат економічних наук,
заступник голови правління, начальник
фінансово-економічного управління
ПАТ «Укртатнафта»



Victor BABICHENKO,
PhD in Economics,
Deputy Head, Chief of the Finance
and Economic Department,
PJSC «Ukratnafta»

Реформування української економіки торкнулося всіх без винятку засад та принципів здійснення економічної діяльності державою, суб'єктами бізнесу та пересічними громадянами. Після більш ніж 20 років економічних реформ, дуже різних за своїми наслідками, як і в більшості розвинутих країн світу, основою вітчизняної економіки став великий бізнес. Потужні промислові й фінансові корпорації швидко зайняли домінуюче місце в реальному та фінансовому секторах економіки України. Так, частка великих підприємств у обсязі реалізованої продукції (робіт, послуг) у промисловості коливається в межах 40-45%.

Водночас результати діяльності сучасних корпорацій у глобальному вимірі є неоднозначними з погляду як усього суспільства, так і окремих його членів. В українських реаліях така неоднозначність набуває особливих форм, пов'язаних зі складними процесами змін на теренах України. Значна частина громадян протягом тривалого часу жила в умовах панування комуністичної ідеології, яка розглядала приватну власність виключно як негативне явище. На жаль, подібні думки нав'язуються окремими політиками в Україні й нині, а слабка результативність економічних реформ стає для цього певним підґрунтям.

При цьому не слід забувати, що в країнах Заходу формування й розвиток корпоративного сектору відбувалися в рамках певного еволюційного процесу, що тривав протягом століть. Саме це й дало змогу західним корпораціям поступово виявити свої переваги у фінансовій сфері та забезпечило їх домінування у глобальному економічному середовищі. На Заході разом з корпораціями еволюціонували також і надзвичайно важливі для їх функціонування інфраструктурні елементи – фондові біржі, депозитарні установи і т. п.

Аналізуючи розвиток великого бізнесу в Україні, необхідно виходити з того, що кожна бізнес-одиниця виконує в економіці певну роль. Функціонування потужної промисловості, що існувала на момент початку реформ (90-ті роки минулого століття), об'єктивно потребувало відповідного організаційно-правового оформлення, що і проявилось в поширенні акціонерних товариств унаслідок приватизації.

Хоча процес сертифікатної приватизації закінчився більше ніж десятиліття тому, його наслідки в багатьох сферах є доволі відчутними навіть і сьогодні. Насамперед це стосується основних характеристик національної моделі корпоративного управління, в тому

числі – структури акціонерної власності. При цьому такий вплив є здебільшого деструктивним, а обґрунтування шляхів його подолання – важливим теоретичним та практичним завданням.

Питанням становлення й розвитку корпоративного сектору вітчизняної економіки присвячено праці багатьох провідних вчених, які, окрім усього, досліджували і вплив приватизації на розвиток акціонерних товариств в Україні. Зокрема, слід згадати роботи А. Кругляк [1], І. Панченко [2], О. Пасхавера [3], І. Радевої [4], М. Скиби [5], в яких розкрито різні теоретичні та практичні засади приватизаційних процесів, їх значення для становлення акціонерних товариств в Україні.

Відповідно **мета статті** – визначити взаємозв'язок структури акціонерної власності та фінансової діяльності вітчизняних АТ та обґрунтувати напрями вдосконалення вітчизняної моделі корпоративного управління.

Аналізуючи вплив приватизації на функціонування корпоративних фінансів в Україні, необхідно акцентувати увагу на тому, що період активних приватизаційних процесів (1994-2005 роки) охоплював два етапи, кожен з яких має характерні особливості, що в тій чи іншій мірі формували особливості постриватизаційного розвитку акціонерних товариств (**рис. 1**).

Модель сертифікатної приватизації в Україні, що передбачала «квазіринковий» обмін акцій корпоративованих державних підприємств на приватизаційні майнові сертифікати (ПМС) або компенсаційні майнові сертифікати (КМС) фізичних осіб, створювала передумови для формування в Україні «розпорошеної» акціонерної власності з кількісним домінуванням фізичних осіб. Так, відношення проданих акцій фізичним особам за приватизаційні майнові сертифікати до статутного фонду приватизованих підприємств становило всього 3,66%,

аналогічний показник для акцій, проданих за компенсаційні майнові сертифікати, – 11,41 % [6]. Але, зважаючи на надзвичайно низький рівень корпоративного управління у 1994–1999 роках, фізичні особи не могли повною мірою реалізувати свої управлінські повноваження як акціонери.

Ці процеси характерні для всіх без винятку провідних галузей української економіки, зокрема нафтопереробної, роль якої в економіці України складно переоцінити, оскільки у пострадянському періоді було сформовано надзвичайно високий рівень залежності України

У статті розглядається взаємозв'язок структури акціонерної власності та фінансової діяльності вітчизняних корпорацій. Визначено вплив приватизації на основні параметри національної моделі корпоративного управління в Україні. Виокремлено роль кожної групи акціонерів у формуванні та реалізації корпоративних стратегій. Обґрунтовано напрями подальшої розбудови моделі корпоративного управління з урахуванням потенційних змін у структурі акціонерної власності.

This article deals with correlation of the structure of stock ownership and financial activity of domestic corporations. The influence of privatization on the basic parameters of national model of corporate management in Ukraine is determined. The role of each group of shareholders in the formation and realization of corporate strategy is abstracted. The ways of further development of corporate management model taking into account the potential changes in the structure of stock ownership are justified.

від імпорту енергоносіїв (30-35% від усього імпорту в Україну). Негативне сальдо торговельного балансу за цією статтею робить розвиток нафтопереробних підприємств стратегічним завданням, від вирішення якого багато в чому залежить економічна безпека нашої країни.

Зазначимо, що всі без винятку нафтопереробні підприємства в Україні були корпоративні та приватизовані (ПАТ «Одеський нафтопереробний завод», ПАТ «Нафтохімік Прикарпаття», ПАТ «ТФПНК «Укртатнафта», ПрАТ «Херсонський нафтопереробний завод», ВАТ «НК – ГАЛИЧИНА», ПрАТ «ЛІНІК»). Це створює передумови для аналізу зв'язків між моделлю приватизації та подальшою корпоративною стратегією.

Характеризуючи структуру акціонерної власності нафтопереробних підприємств України, звернімо увагу на таке: для всіх них сукупний консолідований пакет у володінні великих власників становить понад 40%, у п'яти з них він перевищує 50%, на трьох підприємствах — більший за 80%, що фактично означає повний контроль над його діяльністю з боку окремих власників. Абсолютне значення даного показника — 99%.

На наш погляд, надзвичайно високий рівень концентрації акціонерної власності в Україні власності можна пояснити впливом кількох чинників:

□ по-перше, недостатньою ефективністю системи захисту прав акціонерів, що призвело до значного поширення практики «ворожих» поглинань, рейдерства і т. д. Концентрація пакета акцій розглядається як важливий елемент системи захисту інвестицій та зменшення ризиків «ворожого» поглинання;

□ по-друге, у формуванні мотивації великих власників домінують «доходи від контролю», а не дивіденди чи курсові різниці. Можливість їх отримання значною мірою залежить від наявності великого пакета акцій, адже це дає можливість встановити контроль за фінансовими потоками АТ;

□ по-третє, система розкриття інформації про структуру власників в Україні є недостатньо релевантною, тому навіть з використанням існуючих даних складно визначити, наприклад, зв'язки між існуючими акціонерами та кінцевими бенефіціарами. Звідси можна припустити, що більшість мажоритарних власників для кожного підприємства є пов'язаними особами.

Слід визнати, що приватизація не змогла розв'язати складних завдань, пов'язаних із залученням капіталів у корпоративний сектор. Реалізована схема сертифікатної приватизації взагалі ігнорувала цей чинник для акціонерних товариств, а механізм інвестиційних зобов'язань, що використовувався на грошовому етапі приватизації, на думку більшості фахівців, довів свою низьку ефективність, оскільки держава не має ефективних засобів для моніторингу їх дотримання [1-5].

Але саме в період приватизації в українській економіці були закладені основи для появи й розвитку потужних фінансово-промислових груп. Наслідки таких процесів є неоднозначними. З одного боку, ці процеси часто сприяють зміцненню позиції вітчизняного бізнесу у світі, а з другого — ФПГ в Україні часто реалізують власні стратегії всупереч суспільним інтересам.

Рис. 1. Вплив моделі приватизації на корпоративні фінанси в Україні



Джерело: розроблено автором.

Рис. 2. Цільові функції основних суб'єктів корпоративного управління в Україні щодо дивідендної політики



Такі висновки можна зробити виходячи з оцінки тенденцій ввозу-вивозу капіталу. Навіть у незначних масштабах процеси трансграничного руху капіталу дають підстави для негативних оцінок. Насамперед це пов'язано з географічною структурою ПІІ, яка свідчить про «штучний» характер їх значного обсягу. Фактично частина ПІІ відображає намагання українських фінансово-промислових груп обирати місцем реєстрації бізнесу насамперед країни з «м'яким» регуляторним та податковим режимом (Кіпр, Нідерланди).

Як свідчать дані депозитарної системи, у нафтопереробній галузі української економіки явно простежується домінування іноземного капіталу. При цьому привертає увагу юрисдикція більшості акціонерів — Кіпр, Британські Віргінські острови, а також надзвичайно високий рівень концентрації корпоративних прав у мажоритарних власників-нерезидентів — від 71% до 100%.

Під впливом структури акціонерного капіталу українські корпорації сформували певною мірою оригінальний підхід до вибору джерел фінансування, який у цілому релевантний складним умовам вітчизняного фондового ринку і водночас віддзеркалює уявлення та стереотипи про переваги й недоліки

того чи іншого джерела фінансування, що склалися серед акціонерів та менеджерів.

На основі оцінювання тенденцій в управлінні структурою капіталу вітчизняних підприємств можна зробити висновки щодо наявності істотних проблем у цій площині: по-перше, надзвичайно низька прибутковість не дає можливості використовувати внутрішні джерела фінансування; по-друге, через низький рівень прибутковості обмеженням залишається доступ до банківського кредитування; по-третє, структура акціонерного капіталу формує негативне ставлення до ринкових методів залучення акціонерного капіталу (у постприватизаційному періоді тільки 2 нафтопереробних підприємства здійснили випуски акцій).

Ігнорування ролі ринку акцій — характерна ознака фінансової стратегії більшості вітчизняних акціонерних товариств. У існуючій ієрархії джерел фінансування додаткова емісія займає останнє місце серед можливих варіантів залучення фінансування. Нині розірвано об'єктивний зв'язок між корпоративними фінансами та фондовим ринком. До того ж ця ситуація однаковою мірою стосується як публічних, так і приватних корпорацій.

Своєрідна фінансова стратегія в питанні управління структурою капіталу відбивається і в дивідендній політиці вітчизняних корпорацій. На сучасному етапі спостерігаємо повне ігнорування дивідендної політики як важливого чинника формування ринкової вартості корпорації та політики управління структурою капіталу. У середньому в корпоративному секторі дивіденди виплачують 10–15% акціонерних товариств, переважна більшість з яких — підприємства державного сектору економіки.

Значною мірою на формування особливостей дивідендної політики акціонерних товариств в Україні впливає економічна поведінка основних суб'єктів корпоративного управління та їх оцінка кількісних та якісних параметрів розподілу прибутку корпорації, а саме: акціонерного товариства, посадових осіб та органів управління, мажоритарних акціонерів, міноритарних акціонерів.

Ймовірні параметри цільової функції для виділених груп в Україні наведено на **рис. 2**.

Загалом основні порушення прав суб'єктів корпоративного управління, які обумовлені, окрім усього, існуючою структурою акціонерного капіталу на сучасному етапі в Україні, можна звести до такого:

1. Нерівноправність різних груп акціонерів щодо отримання їхніх майнових і немайнових прав. В Україні протягом тривалого часу часто ігноруються права міноритарних акціонерів, оскільки сформована модель корпоративного управління не дає можливості цій групі власників реалізувати свої управлінські повноваження.

2. Низький рівень транспарентності діяльності вітчизняних акціонерних товариств. У цьому зв'язку зазначимо, що значна частина вітчизняних корпорацій обмежується оприлюдненням тільки інформації, передбаченої чинним законодавством, ігноруючи роль фінансової комунікації в корпоративному менеджменті. Такі тенденції деструктивно впливають насамперед на публічних акціонерних товариства.

3. Отримання окремими групами мажоритарних акціонерів «доходів від контролю», а не дивідендів та курсових різниць. При цьому в Україні до цих пір не створено ефективної моделі контролю за менеджерами, яка враховувала б репутаційні ризики, управлінський досвід тощо.

4. Недостатня ефективність держави як власника корпоративних прав, ігнорування її інтересів щодо отримання немайнових і майнових прав.

У підсумку можна зробити висновок, що створена в Україні модель корпоративного управління не тільки не запобігає

порушенням прав акціонерів, а й безпосередньо сприяє їм, посилює негативний вплив інших чинників.

Основна проблема вітчизняної моделі корпоративного управління полягає не в наявності в ній одночасно ознак базових моделей (англосаксонської чи континентальної), а частіше за все в надзвичайно слабкій ефективності існуючих інститутів як на макро-, так і на мікрорівні. Тобто не ставиться завдання повністю сформувати модель корпоративного управління відповідно до існуючих у світі стандартів. Головна мета — забезпечити такий рівень фінансових відносин у корпоративному секторі української економіки, який давав би можливість сповна реалізувати переваги корпоративної форми організації бізнесу.

У таких умовах подальший розвиток корпоративного сектору можливий виключно в разі здійснення державою та іншими суб'єктами корпоративного управління, що передбачає такі заходи:

1. Забезпечення максимально можливого рівня захисту прав міноритарних акціонерів як на рівні законодавства, так і за допомогою інших інституційних чинників. Інвестор незалежно від обсягу сконцентрованого у нього пакета акцій має стати ключовою особою на ринку акцій.

2. За рахунок зростання рівня захисту прав міноритарних акціонерів, на наш погляд, можна не тільки подолати тенденції щодо концентрації акціонерної власності, а й певною мірою сприяти її «подрібненню», оскільки дрібні акціонери зможуть сповна реалізувати свої права.

3. Зниження деструктивного впливу «тіньового» сектору економіки на корпоративні фінанси в Україні, відновлення ролі дивідендів та курсових різниць як визначальних видів доходів від інвестицій у пайові цінні папери.

4. Посилення контролю над діяльністю менеджерів з боку як держави, так і інших стейкхолдерів. Створення умов для ефективного функціонування «ринку статусу» для менеджерів, що забезпечить зв'язок між результатами їхньої діяльності й отримуваними винагородами.

The main core factors for domestic model of corporate management are privatization, post-privatization redistribution of property, absence of developed stock market at the moment of the appearance of joint stock companies, weakness of state institutions. As a result, the role of individual shareholders was thwarted, and the absolute majority of managerial powers are concentrated in representatives of leading financial-industrial groups. It significantly deforms the corporate strategies and reduces competitive advantages of domestic joint-stock companies. In such conditions, the state should: firstly, promote «grinding» of stock of shares through rights protection of minority shareholders; secondly, form the incentives for changes in economic behaviour of majority owners and managers.

ЛІТЕРАТУРА

1. Кругляк А. М. Приватизація як спосіб виведення економіки з кризового стану / А. М. Кругляк // Інвестиції: практика та досвід. – 2009. – № 1. – С. 38–41.
2. Панченко І. Quo vadis itis? Казус «українська приватизація» / І. Панченко // Економіка України. – 2012. – № 2. – С. 46–58.
3. Радева М. М. Розвиток корпоративної власності в Україні в умовах інституціональних змін / М. М. Радева // Інвестиції: практика та досвід. – 2012. – № 2. – С. 8–11.
4. Українська приватизація: групи інтересів, причини кризи, шляхи її подолання: [аналітичний нарис] / [О. Й. Пасхавер, Л. Т. Верховодова, К. М. Агеєва]; Центр економічного розвитку. – К.: [б. и.], 2008. – 85 с.
5. Скиба М. Приватизація як інструмент структурних перетворень в економіці України: поняття, основні проблеми та шляхи їх вирішення / М. Скиба // Вісник Національної академії державного управління при Президентіві України. – 2010. – № 4. – С. 125–133.
6. Значення сертифікатної приватизації в процесі роздержавлення власності. Можливі напрямки використання позитивних результатів та мінімізації негативних аспектів сертифікатної приватизації // Науково-дослідна робота. – К.: ДАК «НАМЦ», 2000.