

ЭВОЛЮЦИЯ СТРУКТУРЫ КОРПОРАТИВНОЙ СОБСТВЕННОСТИ В УКРАИНЕ

В статье проводится исследование структуры корпоративной собственности в Украине. Подтверждается гипотеза относительно существования зависимости между структурой собственности и эффективностью производственно-финансовой деятельности предприятий. Повышение концентрации собственности и увеличение ее структуре доли инсайдеров негативно отражается на рыночных перспективах предприятий в Украине.

Ключевые слова: корпоративное управление, структура собственности, инсайдеры, аутсайдеры.

Постановка проблемы. Структура лишь зарубежных ученых, среди которых следует собственности украинских компаний складывалась в ходе приватизационных процессов, происходивших на протяжении последних десяти лет, со всеми их особенностями и недостатками. Процесс приватизации можно разделить на этапы, три из которых практически завершили к 1998 году.

На первом этапе приватизация проходила на своего рода экспериментальной основе лишь на тех предприятиях, которые выразили желание пойти на приватизацию. Затем приватизация фактически была приостановлена парламентом.

На втором этапе в основном обсуждались методы проведения приватизации. С таким нерешительным подходом было покончено в ноябре 1995 г., когда указом президента было положено начала третьего этапа - массовой приватизации.

Последовавший за ним следующий этап был нацелен на замену "ваучерной" приватизации на продажу государственной собственности за денежные средства, привлечение крупных инвестиций как внутренних, так и зарубежных, он также должен был способствовать улучшению финансового положения в стране.

Первые попытки проведения приватизации за денежные средства начались с апреля 1996 года в виде коммерческих и некоммерческих конкурсов, денежных аукционов и продаж пакетов акций на фондовых биржах. Этот процесс способствовал определению реальной рыночной стоимости государственного имущества, оценка которого иногда искажалась в ходе произвольной оценки стоимости фондов.

Эффективность реализации процесса приватизации в Украине во многом зависит от уровня и количества научных исследований в этой области. К сожалению, процесс приватизации в Украине привлекает внимание выделить С.

Эстрина, А. Розевеара, Д. Джанкова, А. Краковского.

Актуальность исследования структуры корпоративной собственности в Украине состоит в том, что база данных исследований, которые проводились ранее, является довольно ограниченной, а их результаты не отвечают на вопрос относительно зависимости эффективности производственно-финансовой деятельности предприятий в Украине от структуры собственности.

Целью данной работы является обобщение результатов исследований структуры корпоративной собственности в Украине и проведение более многогранного исследования на базе 270 ведущих открытых акционерных обществ.

Объект исследования - процесс трансформации структуры корпоративной собственности в Украине.

Предметом исследования является организация и результаты влияния процесса трансформации корпоративной собственности в Украине на эффективность производственно-финансовой деятельности открытых акционерных обществ.

1. Исследование структуры собственности в приватизационный период

Наиболее содержательное исследование структуры собственности украинских акционерных обществ было проведено Лондонской бизнес-школой и Институтом реформ (Украина). Исследование позволило проанализировать эволюцию структуры собственности средних и крупных украинских предприятий на протяжении периода с момента первого собрания акционеров до весны 1999 года, в течение которого имел место также известный российский кризис августа 1998 года

[3].

Важнейшей задачей было получить ответ на вопрос, кто доминирует в структуре собственности украинских компаний - инсайдеры или аутсайдеры, а также происходят ли какие-либо сдвиги в ту или иную сторону. Эти вопросы чрезвычайно важны для дальнейшего анализа корпоративного управления и корпоративного поведения украинских компаний в переходный период. Проведенное исследование показало, что собственность инсайдеров в целом осталась на прежнем уровне, и составляет около 55 %, однако можно проследить некоторую тенденцию продажи своих акций работниками менеджерам предприятий, а также сохранения своих пакетов акций при переходе на работу на другое предприятие (таким образом, они попадают в категорию "бывшие рабочие"). Вместе с тем, не наблюдается значительного перехода собственности от инсайдеров к аутсайдерам, а прослеживается лишь довольно незначительный переход от государства к аутсайдерам.

Украинским предприятиям вероятно еще предстоит пережить эволюцию структуры собственности. Трансформация структуры собственности, которая должна произойти на украинских предприятиях, прежде чем на них произойдет серьезная реструктуризация, как показывают результаты исследования, еще не наступила.

Более того, не наблюдается активной концентрации собственности в руках аутсайдеров. Так, в целом инвестиционные фонды владеют меньшими долями, чем на период первого собрания акционеров, в то время как доля украинских компаний и граждан в структуре собственности возросла. Одновременно, несколько выросла в целом доля зарубежных фирм, что само по себе является положительным моментом, однако рост был в пределах от 2 до 3,2 %.

Результаты исследования дают дополнительную информацию о корпоративном управлении и стратегическом собственнике. Установлено, что в агрегированной компании количество руководящих работников (менеджеров), владеющих акциями, составляет 15, в то время как рабочих - 599 человек. Собственность украинских граждан и фирм крайне расплывлена и их число в среднем составляет соответственно 1065 и 6.

Если считать смену высшего руководства важным элементом эффективного корпоративного управления, то следует обратить внимание на достаточно высокий показатель

компаний, на которых произошла смена генерального директора.

Следует отметить, что аутсайдеры обеспечивают более эффективное управление, чем инсайдеры, если брать за основу данные о смене генеральных директоров, начиная с 1994 года (соответственно 57,95 % - аутсайдеры и 39,20 % инсайдеры). Государство также пытается ввести эффективное управление на предприятиях, где преобладает доля государственной собственности, сменив с 1994 года большинство генеральных директоров (83,33 %) [4].

Другим важным индикатором корпоративных финансов является показатель инвестиционной активности предприятий (табл. 1). Независимо от формы собственности, 17 % предприятий, начиная с 1992 года, не делали инвестиций в основной капитал вообще. Те предприятия, которые инвестировали, значительно снизили объемы своих инвестиций, и лишь несколько увеличили объем инвестиций в реальном выражении.

Интересно, что среди предприятий, которые предпочли бы осуществить выпуск акций или облигаций, либо такие, где значительно высокая доля инсайдеров (в пределах 68 %) с существенным пакетом у менеджера (до 18 %), либо те, на которых доминируют аутсайдеры (украинские фирмы или инвестиционные фонды), которые владеют до 67 % акций.

Существует широко распространенная гипотеза о том, что компании, где преобладает инсайдерский контроль, из-за боязни прихода аутайдера откидают напроць саму идею о дополнительном выпуске акций для привлечения капитала. Эта гипотеза не получила полного своего подтверждения, равно как и противоположная. Те некоторые предприятия с преобладающей долей инсайдеров, которые допускают возможность дополнительного выпуска акций для привлечения капитала, возможно, являются исключением, и это нельзя считать достаточным основанием для опровержения гипотезы [2].

Более того, в некоторых случаях, когда менеджеры владеют более значительной долей, прибегая к услугам номинальных держателей, чем их официально зарегистрированная доля в реестре, они заинтересованы в дополнительном выпуске акций для выкупа их этой фирмой для получения большего контроля над своим предприятием. В целом понятно, что в большинстве случаев выпуск акций или

облигаций является чрезвычайно сложной процедурой, связанной с высокими транзакционными затратами, и в конечном итоге может не принести ожидаемого успеха. Это обусловлено несколькими факторами.

Во-первых, и это самое главное - в Украине нет большого спроса на корпоративные ценные бумаги, и, во-вторых, нет опыта в их рекламировании и размещении, что также усугубляет ситуацию.

Таблица 1

Предпочтительные источники инве

| Источники финансирования | В процентах от общего числа компаний |
|-------------------------------|--------------------------------------|
| Внутренние источники | 13,2 |
| Выпуск акций | 3,3 |
| Выпуск облигаций | 2,4 |
| Кредиты банков | 7,1 |
| Прямые иностранные инвестиции | 10,4 |

фования для украинских компаний

Отсутствие эффективного собственника на многих уже приватизированных предприятиях является платой за политизацию процесса быстрой приватизации в пользу инсайдеров. Распыленная собственность может стать препятствием на пути утверждения эффективного корпоративного управления, т.к. возможность влияния аутсайдеров на менеджеров предприятия возрастает строго пропорционально их доли. Можно обнаружить некоторые свидетельства незначительной реструктуризации на предприятиях, независимо от их формы собственности.

Следует отметить, что относительно изменения структуры управления, численности и состава Правления, компании с доминирующей долей государства более активны, чем остальные, а уже за ними следуют компании с доминирующей долей аутсайдеров. Явно заметно, что инсайдеры в этом

вопросе наиболее консервативны [8].

Официальные данные Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку по 379 компаниям представляют собой другой источник информации, который также позволяет оценить структуру собственности украинских компаний. В соответствии с этими данными можно выделить таких крупных собственников, как: физические лица, иностранные компании и банки, украинские компании и банки, украинские инвестиционные фонды, холдинговые компании и государство.

В таблице 2 представлена структура этих компаний и доля самых крупных акционеров (владеющих пакетами акций, которые превышают 5 %) [7].

Таблица 2

Крупные акционеры украинских компании

| Тип собственника | Крупнейший акционер | | Крупные акционеры больших компаний | |
|--|--------------------------|---------------------|------------------------------------|---------------------|
| | Количество компаний, ед. | В % от общего числа | Количество компаний, ед. | В % от общего числа |
| Менеджеры | - | - | 0 | 1,63 |
| Физические лица | 30 | 7,92 | 0 | 0,77 |
| Иностранные компании или банки | 26 | 6,86 | 6 | 17,06 |
| Украинские предприятия | 4 | 1,06 | 0 | 0,20 |
| Украинские банки | 2 | 0,53 | 0 | 0,00 |
| Украинские инвестиционные фонды или холдинговые компании | 25 | 6,60 | 1 | 2,58 |
| Другие украинские фирмы | 61 | 16,09 | 2 | 11,84 |

| | | | | |
|---------------------|-----|-------|----|-------|
| Государство | 183 | 48,28 | 11 | 32,14 |
| Мелкие собственники | 48 | 12,66 | 8 | 33,77 |
| Всего | 379 | 100 | 29 | 100 |

Как видно из таблицы 2, структура собственности 29 крупнейших компаний и всех 379 компаний, представленных в выборке, довольно различна. Прежде всего, иностранные компании и банки владеют более крупными пакетами в крупных компаниях, что соответствует результатам обследования 250 предприятий. Во-вторых, по данным Комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку, за государством остается значительно меньшая доля в крупных компаниях, чем по всем компаниям выборки, а распыленность собственности в крупных компаниях более значительная, что само собой понятно. Следует также отметить, что к распыленной собственности относятся пакеты акций, которые составляют менее 5 %. В-третьих, украинские инвестиционные фонды и холдинговые компании владеют меньшими пакетами в крупных предприятиях, чем по всей выборке. И, наконец, нет случаев, когда бы физическое лицо владело крупным пакетом акций в крупном предприятии.

Таким образом, за период с 1991 по 1998 г., т.е. в период массовой приватизации, в структуре собственности украинских предприятий произошли довольно значительные изменения лишь в отношении структуры инсайдеров, свидетельством чему является увеличение доли высшего руководства предприятий в структуре их собственности. Но при этом изменения в структуре собственности, произошедшие за этот период, не имели отчетливой связи с эффективностью корпоративного управления.

2. Исследование структуры собственности в постприватизационный период

Начиная с 1999 г., массовая приватизация трансформировалась в процесс, который все больше и больше напоминал инвестирование. В страну начали приходить крупные институциональные инвесторы с реальными, а не виртуальными, инвестициями, что, возможно, оказало влияние на структуру собственности.

Для ответа на вопрос, каким же образом так называемая "промышленная" приватизация оказала влияние на структуру собственности, учеными Украинской академии банковского дела было проведено исследование структуры собственности 270 украинских предприятий, акции которых представлены на фондовом рынке. Исследуемый период - с декабря 1998 г. по декабрь 2001 г.

Первый вывод, который следует сделать в результате исследования, состоит в том, что за период с 1998 по 2001 г. произошли заметные

Структура собственности в России и Украине

| Виды собственности | Россия | | | Украина | | |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 1999 г. | 2000 г. | 2001 г. | 1999 г. | 2000 г. | 2001 г. |
| Инсайдеры | 58 | 45 | 34 | 44 | 55 | 57 |
| Аутсайдеры | 33 | 48 | 55 | 36 | 34 | 35 |
| Государство | 5 | 7 | 6 | 20 | 11 | 8 |

изменения в структуре собственности украинских предприятий (табл. 3).

Так, значительно увеличилась доля инсайдеров в структуре собственности (с 44 до 57 %). При этом почти не изменилась доля аутсайдеров. Очевидно, что "промышленная" приватизация привела к переходу собственности из рук государства в руки крупных инвесторов- инсайдеров.

Таблица 3

Интересно, что в России изменения в структуре собственности предприятий имели иную направленность. За период с 1999 по 2001 г. структура собственности среднестатистического российского предприятия стала более распыленной, в отличие от украинских предприятий.

Тенденция развития структуры собственности украинских предприятий, которая характеризуется ее концентрацией, кроме активности институциональных инвесторов, объясняется также и активностью высшего руководства предприятий в отношении получения абсолютного корпоративного контроля.

Как свидетельствуют результаты нашего исследования, наибольшую активность в отношении получения абсолютного корпоративного контроля и доступа к инсайдерской информации продемонстрировали наряду с институциональными инвесторами и высшее руководство украинских предприятий. Так, доля высшего руководства предприятий в структуре собственности инсайдеров выросла с 6 до 15 %. Но, в отличие от институциональных инвесторов, право собственности на активы

украинских предприятий к ним переходило от государства, высшее руководство предприятий использовало рычаги корпоративного управления для приобретения активов предприятий у трудовых коллективов.

Таким образом, развитие процесса концентрации собственности украинских предприятий активно поддерживается двумя группами акционеров - высшим руководством предприятий и институциональными инвесторами. При этом состав акционеров украинских предприятий покидает государство, что можно считать довольно прогрессивным элементом процесса приватизации, а также рядовые работники предприятий, которым в условиях отсутствия законодательной базы защиты их прав, как мелких

акционеров, под давлением высшего руководства приходится выбирать между рабочим местом и долей собственности на предприятии.

Как показывают результаты проведенного исследования, рядовые рабочие - мелкие собственники делают выбор в пользу сохранения рабочего места, и продают свою часть собственности на предприятиях высшему руководству, которые кроме исполнительных рычагов управления предприятием, получают еще и "законотворческие" рычаги корпоративного управления.

На рис. 1 представлен механизм концентрации собственности украинских предприятий за период с 1998 по 2001 г.

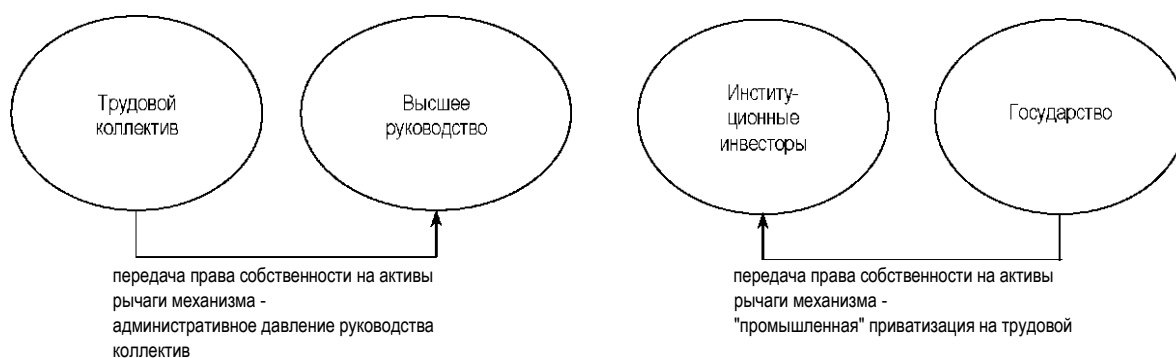


Рис. 1. Механизм концентрации собственности украинских предприятий

Увеличение в структуре собственности доли высшего руководства и институциональных инвесторов сопровождается изменениями в структуре источников финансирования деятельности предприятий. Так, за период с 1998 по 2001 г. предприятия с концентрированной собственностью в руках инсайдеров рассматривали акции как далеко не самый привлекательный источник финансирования деятельности предприятий. Лишь 6 % финансовых ресурсов было привлечено предприятиями с концентрированной формой собственности с помощью дополнительной эмиссии акций. Для сравнения, предприятия с распыленной структурой собственности чаще прибегали к дополнительным выпускам акций в обращение и за указанный период времени ими было привлечено 9 % финансовых ресурсов с помощью использования акций.

Особенно интересным представляется тот факт, что процесс концентрации акционерного капитала в Украине сопровождается разделением интересов инсайдеров - высшего руководства и институциональных инвесторов.

Так, среди исследуемых 270 украинских предприятий высшее руководство владеет

блокирующим пакетом на 42 предприятиях, институциональные инвесторы владеют аналогичным пакетом акций на 49 предприятиях. При этом обе группы акционеров являются владельцами блокирующего пакета акций в рамках одного предприятия лишь в 9 случаях.

В такой ситуации жизнеспособной представляется гипотеза Р. Меграна "блокирования агентами участия принципалов", согласно которой высшее руководство-инсайдеры предприятий блокирует участие в управлении предприятием других крупных акционеров [6]. При этом менеджеры предприятий пытаются максимизировать не прибыль предприятия, а размер его активов, используя денежные потоки в течение года на приобретение неликвидных, но надежных активов.

В балансах 82 из 270 исследуемых предприятий отсутствовала прибыль, но почти все из них (74) в течение финансового года приобретали либо движимое либо недвижимое имущество. Таким образом, менеджеры предприятий пытались лишить инсайдеров-принципалов доходов в виде дивидендов,

игнорируя тем самым их право на получение инвестиционного дохода.

Следует заметить, что в условиях, когда агенты-инсайдеры стремятся избежать сотрудничества с инсайдерами-принципалами и отсутствия какой бы то ни было активности с их стороны поддерживать ликвидность акционерного капитала, крайне интересным представляется вопрос относительно цели приобретения агентами крупных пакетов акций на своих предприятиях.

По результатам исследования, основным мотивом менеджеров предприятий, который побуждает их приобретать акции предприятия, является получение абсолютной свободы в отношении политики заработной платы на предприятии. На предприятиях с высокой концентрацией акционерного капитала в руках агентов менеджеры могут компенсировать свою пассивность в отношении использования принадлежащих им акций с помощью установления самим себе высокой заработной платы.

Последнее утверждение делает нежизнеспособной гипотезу Р. Меграна, согласно которой в случае концентрации собственности в руках агентов для последних вопрос заработной платы становится менее актуальным, так как агенты имеют возможность получать доход от владения акциями [1].

Еще одним доказательством несостоятельности вышеприведенной гипотезы является факт прямой зависимости между концентрацией корпоративной собственности в руках агентов (высшего руководства) и стоимостью акционерного капитала.

Концентрация собственности именно в руках менеджеров, а не институциональных инвесторов, приводит к росту акционерного капитала. Данный вывод частично подтверждает гипотезу "стоимости капитала" Ю. Фамы и М. Дженсена. Согласно этой гипотезе, повышение концентрации акционерного капитала в руках любого инвестора приводит к падению рыночной эффективности предприятия, также сопровождается ростом стоимости акционерного капитала по причине падения его ликвидности. Падение ликвидности является следствием нежелания крупных акционеров терять контроль над управлением предприятием, что возможно в случае активного участия крупных акционеров в сделках купли-продажи акций на бирже [5].

Результаты исследования структуры собственности на украинских предприятиях дают инвесторов, приводит к росту акционерного капитала.

возможность внести некоторые коррективы в гипотезу "стоимости капитала", а именно повышение концентрации акционерного капитала в руках агентов (высшего руководства) приводит к падению рыночной эффективности предприятия.

Объяснение разницы в эффективности корпоративного управления при концентрации акционерного капитала в руках агентов и принципалов состоит в том, что в Украине в течение приватизационного периода еще не сформировалось достаточное количество агентов, умеющих эффективно работать на рынке ценных бумаг корпораций. Именно поэтому институциональные инвесторы-инсайдеры и демонстрируют намного более впечатляющие показатели на рынке корпоративных ценных бумаг.

Разное направление трендов стоимости акционерного капитала на предприятиях с концентрированной собственностью, принадлежащей разным группам инсайдеров, говорит о том, что все они, во-первых, имеют разный уровень знаний в области инвестирования, во-вторых, имеют разные цели приобретения крупных пакетов акций, и в-третьих, имеют разную информационную эффективность в отношении развития как финансового рынка страны, так и непосредственно предприятия.

Все это говорит о том, что проблема агента-принципала появится в том случае, если в структуре собственности будут соседствовать: агенты и аутсайдеры; агенты-крупные акционеры и принципалы-крупные акционеры. Наиболее оптимальной структурой собственности будет такая структура, в которой будут присутствовать либо лишь аутсайдеры, либо принципалы-инсайдеры и аутсайдеры.

В результате проведенного исследования структуры корпоративного собственности в Украине были сделаны следующие **выводы**:

1. В постприватизационный период в Украине наблюдается процесс концентрации акционерного капитала, сопровождается разделением интересов инсайдеров - высшего руководства и институциональных инвесторов.
2. Основным мотивом менеджеров предприятий, который побуждает их приобретать акции предприятия, является получение абсолютной свободы в отношении политики заработной платы на предприятии.
3. Концентрация собственности в руках менеджеров, а не институциональных

4. Проблема агента-принципала появится на предприятии в том случае, если в структуре собственности будут соседствовать: агенты и аутсайдеры; агенты-крупные акционеры и принципалы-крупные акционеры.
5. Наиболее оптимальной структурой собственности будет такая структура, в которой будут присутствовать либо лишь аутсайдеры, либо принципалы-инсайдеры и аутсайдеры.

Список літератури

1. Demsetz H., K. Lehn. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // Journal of Political Economy. - 1998. - № 93. - P. 1155-1177.
2. Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States // The World Bank. Washington D.C. Technical paper. - 1999. - № 2047. - 29 p.
3. Estrin S., Rosevear A. Enterprise Performance and Ownership: The Case of Ukraine // European Economic Review. - 1999. - № 1. - P. 1125-1136.
4. Estrin S., Rosevear A. Ownership Changes in Ukraine and the Implications for Government Policy // Economic Essays, Issue 1. - Kyiv. - 2000.
5. Jensen M., W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure // Journal of Financial Economics. - 1976. - № 3. - P. 305-360.
6. Morck R., A. Shleifer, R. Vishny. Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis // Journal of Financial Economics. - 1988. - № 51. - P. 293-315.
7. Pivovarsky A., How does Privatization work? The Evidence from Ukraine. - 2000. - August, 16.
8. Rosenbaum E., F. Bonker, H.-J. Wagener, Eds. Privatisation, Corporate Governance and the Emergence of Markets. - London: MacMillan, Basingstoke, 1999. - 452 p.

Summary

The article narrates on the corporate governance practices in Ukraine. Thus, it concludes that the structure of corporate ownership structure influences corporate performance. Moreover, the higher concentration of corporate ownership the lower corporate performance.

Костюк О.В. Эволюция структуры корпоративной собственности в Украине / О.М. Костюк, О.В. Костюк // Вісник Української академії банківської справи. - 2004. - № 2 (17). - С. 13-19.

Вісник Української академії банківської справи № 2(17) 2004 р.