

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ ТРАНСФОРМАЦИОННОГО ПЕРИОДА

Е.М. ЛУППОЛ,
А.И. СТРЕЛЕЦ, *ДонНТУ*

ФОРМИРУЮЩАЯСЯ СТРУКТУРА СОБСТВЕННОСТИ И ТЕНДЕНЦИИ УСТАНОВЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ НА МЕТАЛЛУРГИЧЕСКИХ ПРЕДПРИЯТИЯХ РЕГИОНА

Результатом осуществленной в Украине модели приватизации было первоначальное распределение акций средних и крупных промышленных предприятий среди большого количества собственников.

Реформирование отношений собственности имело массовый характер с предоставлением больших льгот трудовым коллективам и администрации приватизируемых предприятий. Так, с целью привлечения широких слоев населения - прежде всего работников приватизируемых предприятий и лиц, пользующихся льготами, - органы приватизации могли им продать 100% акций открытых акционерных обществ (далее ОАО), созданных на базе объектов группы Б, не менее 70% акций ОАО, созданных на базе объектов группы В, и до 70% акций ОАО группы Г [1]. А уже после этих мероприятий оставшиеся акции реализовывались на сертификатных аукционах прочим гражданам Украины и другим потенциальным покупателям за приватизационные бумаги. Лишь с 2000 г. Фондом государственного имущества выставлялись на продажу контрольные пакеты акций предприятий, а приватизация начала осуществляться в индивидуальном порядке и только за денежные средства.

Вышеперечисленные льготы задали направление приватизации - имущество из государственных рук перешло, преимущественно, в руки внутренних акционеров - т.н. инсайдеров - работников и менеджеров предприятий. По данным информационно-консалтинговой компании "Ольвия" в

ходе приватизации к началу 2001 г. более половины (51%) предприятий Донецкой области и 42% аналогичных в целом по Украине было выкуплено трудовыми коллективами.

Еще одной особенностью украинской приватизации (за исключением объектов малой приватизации) было недопущение создания коллективных предприятий, хозяйственных обществ, кроме открытых акционерных обществ [2, ст. 15, п.2].

В результате к началу 2001 г. подавляющее большинство металлургических предприятий перешло из государственной собственности в коллективную, а именно стало собственностью акционерных обществ (см. табл. 1).

Формирование эффективной системы корпоративного управления и контроля диктуется необходимостью учета различных интересов, переплетающихся в акционерном обществе или связанных с ним. При этом корпоративное управление можно определить как систему организационно-правовых, финансово-экономических и информационных взаимоотношений участников акционерных обществ, устанавливающую механизмы и способы их взаимодействия и защиты интересов.

Это могут быть интересы:

- акционеров, заинтересованных в увеличении стоимости вложенных капиталов (стоимости акций), росте доходов (дивидендов), в усилении властных позиций (для крупных собственников) и стабильности доходов (для мелких акционеров);

Таблица 1

Распределение металлургических предприятий по формам собственности в 2000 г.
(в процентах к общему количеству предприятий каждой отрасли)

Формы собственности	Вся промышленность	В том числе	
		черная металлургия	цветная металлургия
Государственная	14,7	7,3	17,6
из нее коммунальная	2,3	-	-
Частная	1,6	-	5,4
Коллективная	83,3	92,2	77,0
из нее акционерных обществ	48,7	74,0	37,8

Источник: Данные информационно-консалтинговой компании "Ольвия" (<http://www.oon.com.ua>)

- менеджеров, которые могут быть к тому же собственниками, но вместе с тем иметь другие интересы, связанные не столько с увеличением дивидендов, сколько с благополучным развитием фирмы;

- наемных работников, стремящихся к сохранению рабочих мест и росту заработной платы;

- кредиторов, желающих вовремя и сполна возвратить предоставленные займы, а потому заинтересованных в стабильно эффективной работе компании;

- поставщиков и потребителей продукции, заинтересованных в долгосрочном и взаимовыгодном сотрудничестве;

- местных органов власти, стремящихся к повышению экономического потенциала и недопущению социальной напряженности в регионе (пополнению местного бюджета для осуществления социальных программ: предотвращения загрязнения окружающей среды, снижения уровня безработицы и т.п.);

- государства, заинтересованного в эффективной работе предприятия с целью пополнения бюджета за счет налоговых поступлений, а в случае, если государство к тому же является акционером, – в увеличении дивидендов на свою долю участия либо как можно более выгодной продажи имеющихся у него акций опять же с целью увеличения доходной части бюджета.

Формирование системы корпоративного управления и контроля в акционерном обществе происходит под воздействием первоначально сложившейся структуры прав собственности, а также при влиянии дальнейших процессов перераспределения этих прав. В то же время формирующаяся модель корпоративного управления оказывает обратное воздействие на динамику структуры собственности.

В мировой практике можно выделить две основных модели корпоративного управления: англо-американская (островная) и германо-японская (романо-германская, континентальная) [3, 4, 5]. Вообще различными авторами выделяется до четырех разновидностей таких моделей: американская (англосакская), германская и японская [6], французская, германская и англо-американская [5], французская, германская, скандинавская и англо-американская [5].

Англо-американская модель сформировалась на основе распыленной структуры прав собственности. Собственники – владельцы небольших пакетов акций: небанковские финансовые институты (пенсионные и инвестиционные фонды, страховые компании) и физические лица. Участие акционеров в управлении компанией строго оговорено.

Рассматриваемая система корпоративного управления еще называется аутсай-

дерской, так как права аутсайдеров надежно защищены.

Источник внешнего инвестирования – развитый фондовый рынок. Обеспечена открытость (прозрачность) работы общества для акционеров, которые, используя высокую ликвидность акций, могут поддерживать совет директоров или протестовать против его действий, продавая свои акции.

Германо-японская модель корпоративного управления сформировалась под воздействием концентрированной структуры прав собственности. Более 90% свободно обращающихся акций компаний представлены институциональными инвесторами. Большой частью акционерного капитала владеют юридические лица. Широко распространено взаимное участие компаний во владении акциями.

В целом модель отличается некоторой жесткостью и негибкостью. Но вместе с тем она устанавливает четкие правила, сбалансировано учитывающие интересы разных типов акционеров. Однако нередко интересы мелких акционеров проигрывают интересам прочих участников корпоративных отношений – кредиторов, служащих, поставщиков, покупателей и пр. Это происходит потому, что основной принцип функционирования модели заключается не в защите прав одних групп акционеров от посягательств других, а в подчинении частных интересов – общим: поддержанию постоянной конкурентоспособности и обеспечению "здоровья" компании на длительную перспективу [6].

Модель характеризуется как инсайдерская, поскольку ей присущ сильный внутренний контроль. Акции мало привлекательны для потенциальных инвесторов из-за низких дивидендов и невозможности приобретения достаточно больших пакетов [6]. Это обуславливает в значительной степени меньшую развитость фондового рынка, чем в американской модели. Малоликвидный рынок акций не может выступать адекватным внешним источником финан-

сирования акционерных обществ. Проблема инвестирования решается привлечением коммерческих банков, которые выполняют функцию средне- и долгосрочных кредиторов предприятий и одновременно являются акционерами данной компании, входящими в наблюдательный совет и выполняющими функцию жесткого внешнего контролера работы общества.

Рассмотренные модели корпоративного управления не являются взаимоисключающими. Скорее всего, наоборот, в ведущих странах мира наблюдается их переплетение и взаимопроникновение.

На формирование отечественной модели корпоративного управления значительное влияние оказала реализованная модель приватизации, а также ряд специфических условий, в которых оказалась экономика нашей страны к концу 90-х годов XX века:

- к началу реформ предприятия характеризовались низким промышленно-производственным потенциалом: высокая степень морального и физического износа производственных фондов дополнялась низкой степенью рыночной культуры менеджеров. Требовались значительные инвестиции для проведения крупномасштабной реструктуризации предприятий и обучения менеджмента принципам эффективного хозяйствования в условиях переходной к рынку экономики. В частности, лишь для преодоления технической отсталости предприятий черной металлургии требовалось около \$3 млрд. инвестиций [7]. Как государство, так и сами предприятия не имели столь необходимых денежных средств;

- приватизация госимущества проходила, как правило, без подготовки каждого объекта, без его санации, структурной реорганизации. То есть предприятия из-за отсутствия у государства денежных средств передавались новому собственнику, по сути, со всеми своими проблемами и долгами. К примеру, концерн "Индустриальный Со-

юз Донбасса" приобрел акции ОАО "Харьковский трубный завод" за 126 млн. грн. и вместе с этим ему достались долги завода, которые он должен ликвидировать, на сумму 88 млн. грн. [8];

- предоставление значительных льгот при приватизации трудовым коллективам в целом и администрации в частности привело к созданию "инсайдерских" предприятий, характеризующихся отсутствием необходимых средств для проведения реструктуризационных мероприятий;

- в результате осуществления массовой модели приватизации, основанной на бесплатном наделении каждого гражданина частью государственной собственности, первоначально сложилась слабо концентрированная структура прав собственности внешних акционеров, когда большому количеству собственников принадлежат небольшие пакеты акций;

- значительная доля участия государства в собственности предприятий на начальных этапах приватизации не способствовала появлению в компаниях внешних, в частности зарубежных инвесторов, опасющихся возможной реприватизации;

- присутствие нескольких крупных акционеров (особенно, если один из них – государство) приводит к корпоративным конфликтам, сопровождается острой борьбой за установление корпоративного контроля, резко усиливает несогласованность их действий. К примеру, в результате дополнительной эмиссии акций, осуществленной ОАО "Мариупольский металлургический комбинат им. Ильича" 28.02.2000 г., доля государства – владельца контрольного пакета акций – значительно уменьшилась. Доля же второго по величине акционера – ЗАО "Ильич-Сталь" – увеличилась с 40% до 81,1103%. Однако государство в лице председателя Фонда госимущества Украины А. Бондаря заявило, что общее собрание акционеров не утвердит итоги эмиссии, что и произошло [9];

- продажа небольших пакетов акций компаний вплоть до принятия государственной приватизационной программы на 2000-2002 гг. не содействовала появлению стратегических инвесторов-аутсайдеров, способных осуществить действенный внешний контроль работы менеджеров;

- вследствие низкой ликвидности акций многих приватизированных предприятий слабо развитый фондовый рынок нельзя рассматривать в качестве эффективного внешнего контроллера работы менеджмента предприятий. Так, в 2000 г. в листинге ПФТС (ассоциация "Перша Фондова Торговельна Система") значились акции лишь 22 металлургических предприятий (лидеры фондового рынка – Запорожский ферросплавный завод и Нижнеднепровский трубопрокатный завод) [10];

- участие банков в процессе приватизации было ограничено законодательством. Согласно абзацу 1, п. 3, ст. 8 [2] покупателем госимущества не могли быть юридические лица, в уставном фонде которых доля государственной собственности не превышала 25%. Участие банков в акционерном капитале наблюдается только с 1998 г.;

- в силу незначительного участия коммерческих банков в акционерном капитале предприятий, они, в настоящее время, пока еще не могут осуществлять адекватный надзор за работой менеджеров компаний.

Воздействие вышеприведенных факторов привело к формированию в Украине специфической модели корпоративного управления. С одной стороны, вследствие социально-массовой приватизации в ущерб инвестиционной направленности процессов первоначально сформировалась модель корпоративного управления со слабо концентрированной структурой прав собственности, характерной для модели англо-американского типа. Однако медленное развитие фондового рынка и непривлекательность акций большинства украинских

предприятий не позволили сформировать механизм сильного внешнего контроля работы акционерных обществ, свойственного вышеупомянутой модели.

С другой стороны, предоставление трудовому коллективу приоритетного права на приватизацию привело к формированию инсайдерских предприятий, свойственных германо-японской модели корпоративного управления. Однако многолетнее воздействие психологических факторов отчужденности украинских работников от активного участия в управлении компанией не позволило членам трудового коллектива, как множеству отдельных мелких акционеров, почувствовать себя хозяевами. Нередко они выполняют функцию пассивных держателей акций, передоверяя свои корпоративные права администрации.

В результате украинская модель корпоративного управления характеризуется слабым внутренним контролем действий менеджеров, что уже несвойственно германо-японской модели. В то же время вследствие слабого, хотя и реально усиливающегося, участия в акционерном капитале отечественных банков, они пока не могут эффективно выполнять функции внешнего корпоративного контролера капитала, а также стратегического владельца акций, что свойственно коммерческим банкам Германии. Это связано как с корпоративной политикой администрации приватизированных предприятий, так и с отсутствием связи стратегический держатель акций – промышленный инвестор (согласно трактовке 11) применительно к банкам.

Скорее всего, поиск внешнего инвестора в отечественной модели корпоративного управления будет связан не столько с банками, как в континентальной Европе, а с крупными отечественными фирмами. Такими компаниями, активно скупающими крупные пакеты акций металлургических предприятий, становятся:

- корпорация "Индустриальный Союз Донбасса" (с объемом валового дохода в

2000 г. 6088918 тыс. грн., [12]), выигравшая конкурс по продаже 76%-ного пакета акций ОАО "Харьковский трубный завод" – монопольного производителя труб для магистральных газопроводов на рынке СНГ [8], владеющая 32,5% пакетом акций ОАО "Алчевский металлургический комбинат" [13, 14];

- научно-производственная инвестиционная группа "Интерпайп" (2730436 тыс. грн. валового дохода в 2000 г. [12]), контролирующая ряд крупных горно-металлургических предприятий: ОАО "Нижнеднепровский трубопрокатный завод" (11% акций), ОАО "Новомосковский трубный завод", Могилевский металлургический завод, Алчевский Металлургический комбинат (32,5% акций), Никопольский завод бесшовных труб "НИКО TUBE", ОАО "Никопольский завод ферросплавов", ЗАО "Никопольский южнотрубный завод" [8, 15];

- "Донецкий Индустриальный Союз" (получивший 2439109 тыс. грн. валового дохода в 2000 г. [12]);

- АО "Данко" (1370362 тыс. грн. валового дохода в 2000 г. [12]), скупающая акции у работников комбината, которые владели 37,95% пакетом [16, 17] и др.

Однако вплоть до 2000 г. концентрация прав собственности в руках юридических лиц практически не оказывала влияние на показатели работы предприятий региона. Так, по выборке из 12 металлургических ОАО Донецкой области было проведено исследование влияния на их финансово-экономическое состояние в 1999 г. показателей реформирования собственности, достигнутых к этому году.

По разработанной нами методике на основе факторного анализа из показателей реформирования собственности было выделено два обобщающих фактора – концентрация прав собственности в руках юридических лиц (Z1) и она же, но в руках физических лиц (Z2).

Исследовалось влияние этих факторов на 19 финансовых показателей, отражен-

ных в приложении 1 к Положению о порядке осуществления анализа финансового состояния предприятий, подлежащих приватизации.

Было выяснено, что при увеличении Z2 улучшаются показатели, характеризующие деловую активность, повышаются коэффициенты рентабельности активов и собственного капитала, а также увеличивается коэффициент абсолютной ликвидности. Однако при этом ухудшается имущественное состояние предприятия в результате увеличения коэффициента износа основных фондов.

Концентрация прав собственности в руках юридических лиц до 2000 г. осуществлялась очень вяло, поэтому в исследуемом периоде не наблюдается существенного влияния Z1 на показатели работы металлургических предприятий, за исключением негативного влияния этого фактора на коэффициент оборачиваемости собственного капитала.

Результаты факторного анализа были использованы для моделирования зависимости девяти финансовых коэффициентов от показателей реформирования собственности. В целом было установлено, что глубина приватизации оказывает благоприятное воздействие на финансовое состояние предприятий. В то же время собственники-физические лица, а это в силу вышеописанных причин – работники и менеджеры предприятий – показали себя более эффективно работающими собственниками, чем аутсайдеры. Наблюдаемая концентрация прав собственности у физических лиц происходит путем приобретения 5% и более весомых пакетов акций должностными лицами ОАО. В целом, эта тенденция благоприятно сказывается на финансовых показателях работы предприятий. Однако такие собственники склонны к "проеданию" полученных средств. То есть они занимаются удовлетворением сиюминутных потребностей, недостаточно уделяя внимания обновлению основных фондов, долгосрочному

вложению средств. Напротив, акционеры-юридические лица – отечественные фирмы – заботятся о повышении производственного потенциала предприятий, активно заменяют устаревшее оборудование новым, что в будущем будет способствовать улучшению финансового состояния таких ОАО. Поэтому актуально отслеживать влияние факторов концентрации собственности и в перспективе. Следует ожидать, что в будущем, предприятия, контролируемые фирмами, будут эффективнее инсайдерских.

Итак, основные проблемы, связанные с формированием отечественной модели корпоративного управления заключаются в следующем:

- недостаточно четко законодательно зафиксированы полномочия органов управления и контроля АО: общего собрания акционеров, наблюдательного совета и правления;
- слабая защита корпоративных прав мелких и внешних акционеров. В частности, в отчете Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку Украины за 1999 г. отмечен рост количества жалоб акционеров на действия менеджеров. В результате 720 проверок эмитентов, проведенных за этот период, зафиксировано 505 нарушений в сфере корпоративного управления. Нередки случаи нарушения правил эмиссии акций;
- отсутствие источника финансирования реструктуризационных проектов акционерных обществ (исходя из вышерассмотренного это может быть, преимущественно, внешний источник);
- низкий уровень корпоративной культуры (устоявшейся практики корпоративного управления, не закрепленной законодательно и базирующейся на общем культурном уровне общества), затрудняющий и затягивающий процесс принятия управленческих решений при условии присутствия нескольких достаточно крупных собственников.

Список литературы

1. Ехануров Ю. Состояние приватизации в Украине: проблемы и пути их решения // Экономика Украины. – №3. – 1996. – С.4-13.
2. Закон України №2163-ХІІ від 4.03.92 р. Про приватизацію державного майна / Відомості Верховної Ради. – 1992. – №24. – С.348.
3. Бугаева Т. Корпоративное управление: проблемы и способы повышения эффективности (стратегия) // Экономика и жизнь (Сибирь). – №149 от 17.09.2001 (<http://www.ecolife.krsk.ru>).
4. Радыгин А.Д., Гутник В.П., Мальгин Г.Н. Постприватизационная структура акционерного капитала и корпоративный контроль: "контрреволюция управляющих"? // Вопросы экономики. – 1995. – №10. – С.47-69.
5. Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – ИЭПП. – М. – 1999. – 285 с.
6. Прохоров В. Независимые директора (Корпоративное управление) // Экономика и жизнь (Сибирь). – №146 от 03.07.2001 (<http://www.ecolife.krsk.ru>).
7. Черная металлургия Украины. Июль, 2001. Резюме. Обзоры сайта www.finance.com.ua.
8. "Индустриальный союз Донбасса" пока не может овладеть производителем больших труб. Аналитика компании Атланта Капитал (<http://atlanta.com.ua>).
9. Новости компании от 7 мая 2000 года. Интерфакс-Украина. Аналитические обзоры фондовой компании Украинет-траст (<http://www.ukrtrust.com>).
10. Орляка В., Кулик А. Экономический портрет Украины в 2000 году. Март 2001 г. Обзор, подготовленный финансовыми аналитиками компании Атланта Капитал (<http://atlanta.com.ua>).
11. Державна програма приватизації на 2000-2002 роки / Про Державну програму приватизації: Закон України // Відомості Верховної Ради України. – 2000. – №33-34. – Ст. 272.
12. Рейтинг предприятий по объемам валового дохода в 2000 г. от 10.12 2001 от сайта ПРОМЕТАЛЛ (www.prometal.com.ua).
13. Кудрявцев Ю. Хватит ли на всех горно-металлургического "пирога"? Аналитика сайта ПРОМЕТАЛЛ (www.prometal.com.ua).
14. Матросов Ф. АМК: "Судные дни" позади. Аналитика сайта ПРОМЕТАЛЛ (www.prometal.com.ua).
15. "Интерпайп не собирается продавать свои акции российской "Альфа-групп". Интерфакс-Украина. Архив новостей сайта ПРОМЕТАЛЛ от 19.10.2001. (www.prometal.com.ua).
16. Астахова Е. Компания "Данко" с помощью фондовой компании "Керамет" начала скупать акции у работников Макеевского металлургического комбината. ВІН-новости от 23.05.2001. от интернет-газеты "ForUm" (<http://www.for-ua.com>).
17. Правительство Украины утвердило условия продажи 60,86% акций ОАО "Макеевский металлургический комбинат" Новости от сайта УКРМЕТАЛЛ от 13.08.2001. (<http://ukrmetal.com.ua>).