

УДК 334.722.8 : 658.114.3

КАПІТАЛ ЯК ФАКТОР ПОШИРЕННЯ І КОНЦЕНТРАЦІЇ КОРПОРАТИВНИХ ПРАВ В УМОВАХ ТРАНСФОРМАЦІЙНОЇ ЕКОНОМІКИ

В.В.КОРОЛЬКОВ

Запорізький національний технічний університет, факультет економіки та управління м. Запоріжжя, Україна

Проведено аналіз використання капіталу для отримання корпоративних прав. Розроблено багаторівневу економіко-математичну модель оцінки рівня корпоративного впливу. За допомогою моделі на прикладі галузі постачання електричної енергії визначено вплив власника корпоративних прав на галузь і рівень концентрації корпоративних прав для використання на обраному підприємстві. Запропоновано методологію визначення рівня концентрації корпоративних прав у природних монополіях для запобігання загрози недоброякісної конкуренції.

Сучасний стан розподілу корпоративних прав (КП) формувався на протязі усього періоду трансформаційних перетворень в Україні і відбиває як позитивні так і негативні рішення та помилки, які було здійснено в ході приватизації. Спроби виправити помилки шляхом реприватизації разом з вирішенням одних проблем створювали інші. Разом із тим нові умови використання капіталу для поширення і концентрації КП та їх реалізації на рівні підприємства, кластеру і держави в цілому потребують вивчення і систематизації, тому що вони з одного боку дозволяють сконцентрувати зусилля власників, а з іншого – дозволяють придбати контрольні пакети акцій підприємств-конкурентів з наступною монополізацією впливу на підприємства галузі, регіону або ресурсу. Результат нових умов реалізації КП може створювати умови для економічного зростання, а може бути загрозою втрати економічної незалежності. Тому моделювання процесів розподілу КП і дослідження наслідків їх концентрації, або розпорошеності є актуальною задачею, вирішення якої може надати інструментарій щодо моніторингу процесів корпоратизації в Україні.

Об'єкти та методи дослідження

Світовий досвід у сфері корпоративного управління висвітлено в працях П.Друкера, Д.Кея, Д.Кортена, Р.Коуза, Ф.Лопез, Г.Мінза, С.Пішпека, Т.Пітерса, Р.Раяна, М.Роу, С.Соссьє, Ю.Фама та інших зарубіжних дослідників даної проблеми. Проте нові умови розвитку та можливості реалізації КП раніше не досліджувались.

Дослідження в даному напрямку в Україні також проводились багатьма економістами. Серед них К.Агеєва, П.Буряк, Л.Верховодова, Т.Воронкова, А.Гальчинський., В.Геєць, В.Голиков, М.Долішній, М.Козоріз, Т.Момот, О.Носова, О.Пасхавер, Л.Пашенко, А.Педько, А.Пушкар, С.Румянцев, А.Сірко, О.Сохацька, Н.Супрун, Н.Татарин, Н.Терещенко, Г.Штерн, В.Щербина і багато інших.

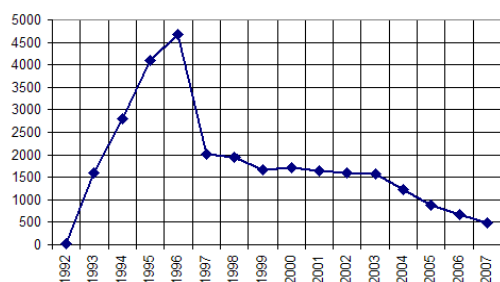
Водночас слід наголосити, що вивчення літератури за тематикою дослідження корпоративного впливу свідчить про відсутність економіко-математичних моделей багаторівневих ієрархій корпоративних зв'язків, які вкрай необхідні для проведення досліджень .

Мета роботи

Мета статті – провести аналіз і дослідження можливостей використання КП у багаторівневих структурах за допомогою моделювання.

Результати та їх обговорення

Головна мета перших етапів приватизації полягала в максимально швидкому створенні критичної маси недержавної власності у виробничому секторі економіки. Масова приватизація проводилась через використання приватизаційних майнових сертифікатів. Це дозволило до 1998 року приватизувати основну масу підприємств (рис.1). Масова приватизація змінювала форму власності, але використання КП було ускладнено розпорошеністю акцій. Це надало поштовх для розвитку процесів концентрації КП. Але корумповане середовище, слабкий державний та громадський контроль над процесом відчуження державного майна стимулювали різке збільшення масштабів застосування неприватизаційних способів його привласнення [1].



Джерело: http://www.spfu.gov.ua/ukr/reports_spfu.php

Рис. 1. Динаміка кількості об'єктів, що змінили державну форму власності

Одним із способів концентрації КП є покупка акцій. Акція має цілий ряд специфічних, тільки їй притаманних, властивостей. У бухгалтерському обліку акцію ототожнюють із КП. Разом із тим фактичний рівень КП має суттєві якісні зміни, які залежать від розміру пакету у відсотках статутного фонду (СФ). Відповідно до законів України можна визначити угруповання пакетів з КП, які починаються з мінімальних прав участі в загальних зборах і отримання дивідендів (до 5% СФ) до прав володіння контрольним пакетом акцій (50% СФ + 1 акція) і повного володіння зі самостійним вирішенням усіх питань (100%). Можна визначити до 10 угруповань, кожне з яких додає власникові пакету додаткові можливості впливу на корпоративне управління, що доводить до збільшення теоретичної ціни. З точки зору використання корпоративного впливу (КВ) таке збільшення теоретичної ціни може розглядатися як плата за нові можливості придбання додаткових КП. Сучасне інституційне середовище розвитку АТ в Україні знаходиться в стані формування [2]. Відповідно до існуючої законодавчої бази розподіл КП АТ здійснюється пропорційно кількості акцій. Власником акцій може бути як фізична особа, так і юридична. Кожна юридична особа має своїх власників, які також можуть бути як фізичними, так і юридичними особами [3]. Таким чином, складається можливість створення багаторівневих структур корпоративного управління, в яких кінцевими ланками є фізичні особи (Рис.2). У такий спосіб КП одного рівня знаходяться під КВ кожного наступного рівня. КВ кожного власника наступного рівня може оцінюватися пропорційно його долі КП поточного рівня. Кожний окремий власник має можливість придбати акції будь якого АТ. Він може мати пакети акцій різних АТ. Якщо перший рівень має структуру дерева, то багаторівнева структура (рис.2) має мережні зв'язки, які дозволяють одному власнику мати як безпосередні КП, так і опосередкований вплив на АТ, використовуючи КВ на іншого власника багаторівневої структури. Ці зв'язки можуть розглядатися як зв'язки афілійованих осіб. Така

багаторівнева структура більш адекватно відбиває корпоративні зв'язки в бізнес середовищі. Так як управлінське рішення з корпоративного управління приймає фізична особа, то виникає необхідність визначення сумарного КВ для кожної фізичної особи. Як що власниками акцій будуть закордонні інвестори, офшорні компанії, товариства з обмеженою відповідальністю, то визначення кінцевих фізичних осіб утруднюється (Рис.3). Це заважає визначенню рівня концентрації КП. Ще більш ускладнюють схему взаємовідносини, при яких два АТ набувають корпоративний вплив одне до одного за рахунок багаторівневого розподілу таких прав. Такі багаторівневі структури ускладнюють прозорливість впливу де яких фізичних осіб на прийняття корпоративного рішення. У цих умовах, задача створення моделі оцінки впливу фізичних осіб на прийняття корпоративних рішень є досить актуальною. Її вирішення дозволить прогнозувати прийняття корпоративних рішень, а також визначати привабливість процесу концентрації пакету акцій у відповідній фізичної особи й обрати тактику поведінки на ринку цінних паперів.

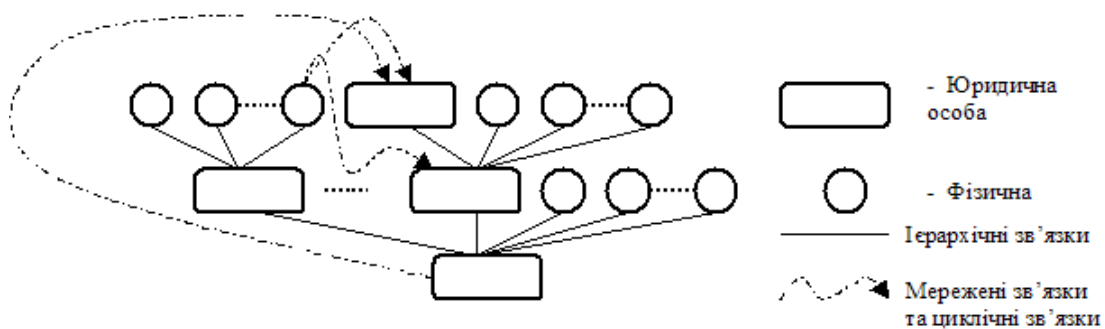


Рис. 2. Багаторівнева структура розподілу корпоративних відношень між власниками і АТ

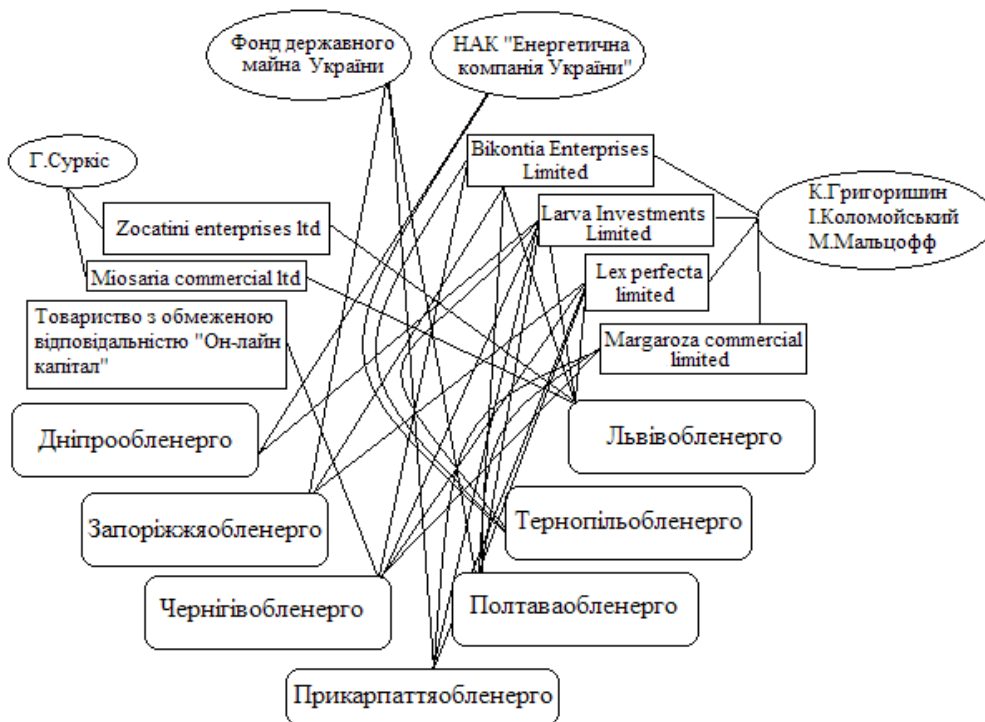


Рис. 3. Фрагмент багаторівневої структури участі фізичних осіб у корпоративному управлінні

Згідно із законодавством, інформація про кожний рівень, тобто про безпосередніх акціонерів товариства зберігається в незалежного реєстратора. Для оцінки впливу фізичної особи наступного рівня, яка впливає на корпоративне рішення опосередковано виникає необхідність звернення до інформації іншого незалежного реєстратора, який веде облік акціонерів товариства – власника акцій товариства попереднього рівня. Кожний зв'язок на кожному рівні має оцінку – відсоток кількості акцій, якими володіє акціонер. Якщо акціонер - фізична особа, то це і є оцінка впливу цієї фізичної особи. Для оцінки наступного рівня можна визначити наступні стратегії: якщо серед акціонерів є такий, що володіє контрольним пакетом акцій (більш ніж 50%), то його оцінка дорівнює оцінці всієї юридичної особи попереднього рівня. В інших випадках визначається як добуток відсотків обох рівнів. Якщо фізична особа є акціонером двох або більше акціонерних товариств різних рівнів структури, то загальна оцінка є сумою оцінок, які здобути по всіх шляхах. Цей алгоритм може бути основою системи імітаційного моделювання, яка дозволяє виконати розрахунок оцінки для кожної фізичної особи після кожної зміни в реєстрі акціонерів.

Модель зв'язків між власниками акцій і товариствами математично може бути описано графом $G(u, v)$, який має u вузлів і v ребер. У такому графі власники представлено вузлами графа, а зв'язки – ребрами. За визначенням власники можуть бути як фізичними, так і юридичними особами. Якщо власник є юридичною особою, то має місце підпорядкованість наступному рівню власників. Тобто вузол власника юридичної особи може мати зв'язки, як із вузлами потомками, так і з вузлами предками. Натомість вузол власника фізичної особи може мати зв'язки тільки з вузлами потомками.

Якщо всі вузли пронумерувати, то зв'язки між вузлами графа можна задати матрицею суміжності. Елементи матриці дорівнюють нулю, якщо зв'язок між вузлами відсутній у напрямку від вузла i до вузла j . Зв'язок має направленість, тому $v_{ij} \neq v_{ji}$. Для кожного вузла можна визначити особисту власність, яка складається з 100% свого СФ плюс відсотки СФ АТ що знаходяться у його власності. Якщо АТ не має КП з управління іншими АТ, то його можна вважати коренем дерева КП. Уведемо поняття визначеного КВ - VKP . Для кожного вузла j , який пов'язаний із заданим вузлом i , тобто має право власності на відсотки його СФ, установимо наступне правило визначення VKP :

$$VKP_j = P_{ji} * C\Phi_i \& VKP_i, \quad (1)$$

де: $C\Phi_i$ – літеральне зазначення статутного фонду i -го АТ, яке складається з назви АТ і його розміру; P_{ji} – частка $C\Phi_i$, яка знаходиться у власності j -го АТ (оцінка розміру його КП); VKP_i – таблиця літеральних значень накопиченого VKP попередніх рівнів, для кореня VKP_i є нульовою множиною (має значення «пусто»). Позначка $\&$ з'єднує елементи в один кортеж (рядок таблиці).

Фактично VKP_j є таблиця, яка має наступні стовпці: P_{ji} частка статутного фонду i -го підприємства, якою володіє j -е підприємство; Найменування i -го підприємства; Розмір статутного фонду i -го підприємства (рис.4). Таблиця має кількість рядків відповідно для кожного рівня. На кожному рівні до таблиці надається рядок, який відбиває взаємовідносини акціонера і АТ, та додаються рядки (якщо вони є) попереднього рівня. Для кожного рядка частка СФ перераховується за правилом:

$$P_{nj} = P_{ji} * P_{ni}, \quad (2)$$

де: P_{nj} – n -й рядок таблиці вузла j ; P_{ji} – частка $C\Phi_i$, яка знаходиться у власності j -го АТ; P_{ni} – n -й рядок таблиці вузла i .

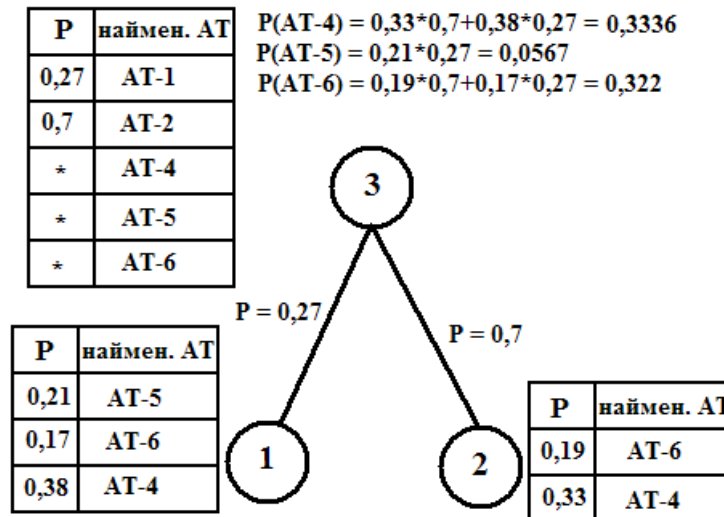


Рис. 4. Приклад розрахунку таблиць *VKP*

Якщо для кожного вузла, починаючи з кореня розрахувати значення *VKP*, то для кожної фізичної особи по всіх вузлах ланцюга ми будемо мати таблицю з *VKP* по всіх вітках дерева зв'язків даної фізичної особи зі всіма АТ, на які розповсюджуються його КВ.

У випадку двох (або більш) попередніх вузлів проводиться з'єднання таблиць попередніх рівнів. При з'єднанні рядки нових АТ додаються, а для однакових АТ частка СФ перераховується за правилом:

$$P_{nj} = (P_{ji} * P_{ni})_{t1} + (P_{ji} * P_{ni})_{t2} + \dots + (P_{ji} * P_{ni})_{tm}, \tag{3}$$

де: $t1, t2, \dots, tm$ – номери таблиць у вузлах-предках.

Для зменшення рангу графа до уваги будемо брати тільки власників значних пакетів акцій (більш 10% СФ +1 акція), а в якості предмету власності будемо брати тільки відкриті (або публічні за новим законом) АТ. Така інформація розміщена на сайті ДКЦПФР (<http://www.smida.gov.ua/emittents/>) і є загальнодоступною та щорічно відновлюється на підставі обов'язкових звітів АТ .

Запропонована модель може мати декілька призначень.

По-перше, якщо при розгляді ВАТ (ПАТ) не брати до уваги особисті КП над іншими АТ, то ВАТ (ПАТ) може розглядатися як корінь дерева розподілу КП, а фізичні особи – як листя. Існуюча законодавча база бере до розгляду тільки перший рівень власників i , якщо фізична особа має опосередкований КВ через декілька рівнів, то такий вплив безпосередньо не визначається. Разом із тим концентрований КВ може бути визначений, як сума впливів за всіма шляхами зв'язку між фізичною особою i ВАТ (ПАТ). По кожному шляху КВ може бути визначено, як кортеж VKP_j отриманий за формулою (1). Такий кортеж дозволяє визначити рівень концентрації КП по кожному ВАТ (ПАТ), які знаходяться в ньому. На підставі цього кожному ВАТ (ПАТ) можна надати оцінку рівня концентрації, яка визначається як максимальний відсоток КП що має фізична особа – безпосередній, або опосередкований власник акцій.

По-друге, Для кожної фізичної особи за допомогою кортежу можна визначити сумарний КВ фізичної особи на декілька ВАТ (ПАБ). У цьому випадку можна визначити рівень корпоратизації, тобто кількість підприємств, які знаходяться під КВ однієї фізичної особи, або групи афілійованих осіб.

Висновки

Економіко-математична модель визначення КВ дозволяє надати оцінку новим можливостям використання капіталу, а саме придбання КП для створення господарчих кластерів за регіональною або галузевою ознакою, для конкурентної боротьби шляхом захоплення власності конкурентів через опосередкований КВ. Прикладом використання моделі може бути побудова моделі для фрагмента корпоративних зв'язків багаторівневої структури в сфері постачання електричної енергії (рис.3). Використання моделі дозволило визначити КВ на АТ з боку фізичних осіб в галузі місцевого постачання електричної енергії (Табл.1), та визначити підсумковий КВ фізичних осіб на зазначені АТ облэнерго.

Таблиця 1. Результати визначення рівня концентрованого корпоративного впливу на АТ

Найменування АТ	Відсоток	Власник	Відсоток	Власник
Дніпрообленерго	75,00	Держава	15,8934	К.Григоришин, І.Коломойський, М.Мальцофф
Запоріжжяобленерго	60,2475	Держава	28,8303	К.Григоришин, І.Коломойський, М.Мальцофф
Львівобленерго	26,9842	Г.Суркіс	51,9678	К.Григоришин, І.Коломойський, М.Мальцофф
Полтаваобленерго	25,00	Держава	65,6699	К.Григоришин, І.Коломойський, М.Мальцофф
Прикарпаттяобленерго	25,0209	Держава	42,5333	К.Григоришин, І.Коломойський, М.Мальцофф
Тернопільобленерго	50,999	Держава	40,0902	К.Григоришин, І.Коломойський, М.Мальцофф
Чернігівобленерго	25,3187	ТОВ «Он-лайн капітал»	65,1171	К.Григоришин, І.Коломойський, М.Мальцофф

Інформація, яку отримано з інформаційної системи дозволяє визначити рівень концентрації КП у власників для прогнозування результатів корпоративних рішень із багатьох питань. Угрупування підприємств, які знаходяться під КВ одного власника дозволяє прогнозувати створення корпорацій, кластерів, олігополій, а також визначити ступень монополізації і впливу природних монополій на розвиток регіону.

ЛІТЕРАТУРА

1. Українська приватизація: групи інтересів, причини кризи, шляхи її подолання. / О.Й.Пасхавер, Л.Т.Верховодова, К.М.Агеева. В надзаг.: Центр економічного розвитку. – Київ, 2008 - 85 с.
2. Закон України від 17.09.2008 року N 514-VI «Про акціонерні товариства»// Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2008, N 50-51, с. 384
3. Румянцев С.А. Українська модель корпоративного управління: становлення та розвиток. – К.: Т-во «Знання», КОО, 2003. — 149 с.

Надійшла 25.10.2010