

жорсткі інституційні обмеження на здійснення податкового реформування і функціонування податкових систем. "Механічне" копіювання моделей оподаткування розвинених країн пов'язане з проблемами неконгруентності (незбіжності) інституцій, що імпортуються з розвинених економік, їхньої неспроможності в умовах ни-

зького рівня правової й економічної культури виконувати належні їм функції.

1. Олейник А.Н. Институциональная экономика: Учеб. пособие. – М., 2000. – С. 156–157. 2. Про внутрішнє та зовнішнє становище України у 2003 році: Послання Президента України до Верховної Ради. Розділ II "Підсумки соціально-економічного розвитку України у 2000-2003 роках і завдання на 2004 рік" // <http://www.niss.gov.ua/roz2.htm>

Надійшла до редколегії 11.10.04

Д.О. Баяра, канд. екон. наук

КОРПОРАТИВНЕ УПРАВЛІННЯ ЯК ФАКТОР ПОЖВAVЛЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ В КОРПОРАЦІЯХ

Розглянуто актуальні питання становлення й розвитку корпоративних та акціонерних відносин в Україні в умовах трансформації економіки. Наведено результати досліджень ефективності інвестиційних процесів залежно від розвитку системи корпоративного управління. Запропоновано низку власних обґрунтувань і висновків до питань сутності та процесу корпоративної інтеграції та диверсифікації корпорацій у сучасних умовах.

Author of this scientific work is considering questions about: formation of modern corporate management system in Ukraine; necessity of introduction of the international corporate management principles which are based on specificity of the share capital, revolution of shares and protection the rights of shareholders.

За даними Держкомстату, середньорічні темпи зростання ВВП України за останні три роки становлять 7,4 %, а промислового виробництва – 12,5. Інвестиції в основний капітал підприємств загалом зросли більше як на 190 %. Значно зросли також обсяги експорту вітчизняної продукції (на 70 %), а також вперше зріс такий важливий економічний показник, як продуктивність праці (в цілому на 185 %) [1]. Загалом макроекономічні показники економіки України свідчать про наявність нових можливостей для розвитку корпоративних відносин і поживлення інвестиційних процесів на мікрорівнях. Однак етап формування економіки країни до ринкової залишається до цього часу незавершеним. Особливо про це свідчать такі параметри, як слабкість ринкової інфраструктури, нестабільність і недосконалість нормативно-законодавчої бази, значне адміністративне втручання держави в процес прийняття рішень акціонерними товариствами. До цього часу в країні не сформувалися чіткі діючі механізми регулювання розвитку корпоративного сектору економіки, не існує також сформованої моделі корпоративного управління, що, безперечно, стримує розвиток фондового ринку.

У корпоративному секторі та управлінні склалися певні диспропорції, особливо на рівнях власності, взаємостосунків між дрібними й великими акціонерами та державою, яка теж виступає в ролі акціонера. У результаті приватизації державного майна підприємств на початку 90-х років минулого століття шляхом передачі в оренду та подальшого їх акціонування, у тому числі шляхом продажу акцій серед працівників підприємств, сформувалася велика кількість (понад 22 тис.) акціонерних товариств закритого типу порівняно з кількістю відкритих акціонерних товариств (близько 12 тис.), які були створені переважно в результаті сертифікатної приватизації та відкритого продажу акцій. Остання диспропорція ускладнює розвиток інвестиційних процесів у компаніях, а також стримує розвиток ринку цінних паперів. При цьому, за даними Держкомстату, із загальної кількості лише близько 550 акціонерних товариств відкритого типу та 194 товариства закритого типу налічують в середньому більше як 1000 працівників, тобто належать до великих підприємств. Решта – це дрібні та середні акціонерні товариства. Більше половини великих АТ сконцентровані в найбільш індустріально розвинених областях України (Донецька, Дніпропетровська, Запорізька, Луганська та Харківська області, а також м. Києві). За даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, станом на 01.01.03 загальний випуск зареєстрованих цінних

паперів становив 86,79 млрд грн. В Україні загалом налічується близько 17 млн акціонерів фізичних осіб. Тобто переважно більшість (понад 60 %) в Україні в корпоративному секторі на відміну від розвинених країн складають середні та малі підприємства.

Більшість акціонерних товариств України сьогодні переважно покладаються на власні джерела фінансування інвестиційних програм за рахунок прибутку. Другим джерелом фінансування є кредити банків і позики фінансових установ. І лише в останній період поширеним інструментом залучення зовнішніх інвестицій є додатковий випуск акцій, в останні два роки також зростає привабливість випуску облігацій. Певну зацікавленість в умовах традиційно високої концентрації виробництва в Україні викликає з погляду впливу на конкурентне середовище аналіз поширення інтегрованих корпоративних структур (ІКС) – холдингів, промислово-фінансових груп та інших формально організаційно неформованих структур корпоративного типу.

При цьому організаційним формуванням корпоративного типу як складним системам в економіках перехідного типу до цього часу присвячено досить мало наукових досліджень. Це стосується також розвитку вітчизняних інтегрованих корпоративних структур. З одного боку, саме специфічні риси та деякі особливості становлення та розвитку корпоративних структур досить часто виступають причиною конфліктів і виникнення криз на підприємствах, а з іншого – вони можуть відіграти (і окремі вже відіграють) роль факторів успіху та стимулювання розвитку підприємств. Прикладом може слугувати діяльність корпорації "Науково-виробнича інвестиційна група "Інтерпайп". Це багатогалузева група з транснаціональним характером діяльності. Корпорація спеціалізується на управлінні промисловими активами та прямими інвестиціями в різних галузях економіки – переважно в металургійній та агропромисловій сферах. Сукупний дохід, за даними корпорації, в 2002 р. становив близько 4,9 млрд грн. До показників ефективності роботи компанії слід віднести постійний і поступовий ріст курсової вартості акцій підприємств, які перебувають в управлінні компанії. Щорічно корпорація інвестує лише в розвиток вітчизняних трубних заводів не менш як \$25 млн. Інвестиційна політика визначається керівництвом підприємств разом із корпорацією. У перспективі можна прогнозувати, що можливо корпорація стане публічною компанією (акціонерним товариством), оскільки підприємства корпорації потребують значних додаткових ресурсів.

Невідповідність існуючої системи корпоративного управління розвиненим моделям зумовлює безперечну актуальність даної тематики наукового дослідження. На наш погляд, до сьогодишнього часу у вітчизняній практиці та науці залишаються малодослідженими такі напрямки, як:

- розробка теоретичних і методологічних засад взаємозв'язку та взаємовпливу корпоративного управління та інвестиційної поведінки відкритих акціонерних товариств (корпорацій), вплив на корпоративне управління інституціонального середовища;
- еволюція сучасних форм корпоративного контролю та управління інвестиціями в корпораціях;
- можливості взаємодії державного корпоративного сектору та приватного капіталу тощо;
- питання корпоративної інтеграції, диверсифікації та формування інтегрованих організаційних формуваль корпоративного типу в умовах трансформації економіки України.

У той же час окремі питання та напрями становлення сучасної системи корпоративного управління в Україні знайшли своє відображення в наукових працях відомих науковців і практиків. Зокрема, перспективи управління корпоративними правами держави окреслені в працях Є.Григоренка, дослідження особливостей і положень формування систем корпоративного управління, корпоративного контролю та розгалуження їх на інсайдерську та аутсайдерську, або англо-американську, західноєвропейську (німецьку), японську та перехідну, притаманну країнам з перехідною економікою, знайшло своє відображення в роботах В.Євтушевського, Г.Козаченка, А.Воронкової, М.Сіроша та ін. Окремі питання та особливості інвестування корпорацій у сучасних умовах розвитку економіки України відображені в працях Ю.Єханурова. Більшість вітчизняних науковців і практиків, праці яких присвячені проблемам корпоративного управління, зок-

рема І.Бондар, В.Геєць, В.Євтушевський, Ю.Єхануров, М.Гольцберг та інші, неодноразово наголошували на необхідності визначення концептуальних основ форсування національної моделі або системи корпоративного управління. Але теоретичні основи обґрунтування розвитку корпоративного управління та вплив його на інвестиційний процес в Україні поки що недостатньо представлені та потребують додаткових наукових досліджень.

До останнього часу наші знання про структуру акціонерного капіталу та капіталу підприємства загалом торкались переважно розвинених економік. При цьому, незважаючи на специфічні риси інсайдерських та аутсайдерських моделей корпоративного управління, розвинені економіки мають багато спільних інституціональних ознак, у той час як для України поки що залишається актуальним досвід розвитку компаній країн з перехідною економікою. У цьому зв'язку важливо виявити різницю в практиці прийняття корпораціями рішень про фінансові запозичення на ринку капіталу, а також фактори, які впливають на формування структури капіталу компаній.

Різні інституційні фактори (інвестиційні ризики, податкова система, рівень розвитку ринкової інфраструктури) спричинили значною мірою особливості у формуванні системи корпоративного управління та національних фінансових систем, які безпосередньо впливають на інвестиційну поведінку корпорацій. Рівень розвитку фінансових ринків у різних країнах досліджувала Міжнародна фінансова корпорація (див. табл. 1) [2]. Дані таблиці свідчать, що рівень капіталізації в багатьох країнах протягом останніх років зростає. При цьому за рівнем обороту цінних паперів на організованому фондовому ринку окремі країни з перехідною економікою наближаються до індустріально розвинених, наприклад США. Цього поки що не можна сказати про Україну.

Таблиця 1. Показники розвитку фінансового ринку в країнах з перехідною ринковою економікою порівняно із США, 2002 р.

Показники	Бразилія	Мексика	ІН-ДІЯ	Корея	Малайзія	Пакистан	Таїланд	Туреччина	США
Число компаній в лістингу	1193	199	6200	669	282	487	214	110	6342
Рівень капіталізації, \$млрд	16,3	32,7	38,6	110,6	48,6	2,9	23,9	19,0	3072
Коефіцієнт обороту цінних паперів*	39	75	63	100	18	9	82	18	68
ВВП на душу населення, \$	2680	2490	350	5400	2320	380	1420	1630	22380
Рівень капіталізації/ВВП, %	10	4,6	5,8	21,3	68,0	4,8	9,9	-	56,2
Ліквідні зобов'язання / ВВП, %	0,10	0,25	0,40	0,37	0,94	0,4	0,54	0,24	0,64
Ставка корпоративного податку, %	30	37	45	36	35	46	30	25	46
Верхня ставка прибуткового податку	25	40	40	50	40	35	37	55	36

*Розраховується як відношення вартості акцій, що обертаються на ринку, до вартості всіх цінних паперів, зареєстрованих на фондовій біржі.

Важливим показником, який характеризує інвестиційний процес у корпораціях, є коефіцієнт запозичень корпорацій (відношення всіх фінансових зобов'язань до суми зобов'язань та чистої вартості активів) [2]. Дослідження показують, що цей показник коливається в країнах, які розвиваються, від 30 % (Бразилія, Мексика) до 70 % (Корея). У той же час у розвинених країнах він більш стабільний і в останні двадцять років становить у США 58 %, Японії – 69 %, Німеччині – 73 %, Франції – 71 %, Італії – 70 %, Великобританії – 54 %, Канаді – 56 %.

У зарубіжній науковій літературі склалися три підходи до пояснення різниць щодо структури джерел фінансування корпорацій. Відповідно до першого підходу структура капіталу рухається до певної оптимальної моделі, яка відображає рівень оподаткування, структуру активів компанії, ступінь інвестиційних ризиків, прибутковість і характер законодавства з питань банкрутства компаній. Другий підхід пов'язаний з тим, що оптимальна структура джерел фінансування корпорації залежить від вирішення конфліктів інтересів між інвесторами-інсайдерами та інвесторами-аутсайдерами. Най-

важливішим фактором виступають агентські витрати порівняно із фінансовими витратами компанії. Третій підхід пов'язують із проблематикою недосконалості фінансових ринків. При цьому трансакційні витрати та асиметричність інформації відіграють важливу роль при залученні нових інвестицій. Уже традиційно інституціональною основою для покращення та підвищення інвестиційних процесів у корпораціях виступає корпоративне управління, яке в широкому розумінні являє собою систему, за допомогою якої здійснюється управління корпораціями та контроль за їх діяльністю. Шляхом розподілу прав та обов'язків між учасниками діяльності компанії корпоративне управління включає в себе елементи, які найбільш важливі для досягнення успішного результату на всіх стадіях інвестиційного процесу.

М.Ізакссон [3] вважає, що на першій стадії інвестиційного процесу основними елементами, які сприяють мобілізації та припливу капіталу в корпорації, є надійні та ефективні положення про захист прав власності, надійні методи реєстрації власності та можливості отримання ефективного юридичного захисту прав власності. На другій стадії головними для прийняття обґрунтованих рішень відносно розподілу фінансових ресурсів між альтернативними проектами є наявність надійної та прозорої звітності про діяльність компанії та про її фінансове положення. На третій стадії важливо здійснювати ефективний моніторинг наявності відповідних процедур прийняття внутрішніх рішень у компаніях, розподілу повноважень між органами управління компанії та визначення порядку звітності. Таким чином, слабка система корпоративного управління може завдати великої шкоди при реалізації інвестиційного процесу на всіх його стадіях.

Практика діяльності корпорацій розвинених країн світу свідчить, що інституціональна основа корпоративного управління складається з таких елементів:

- норми та правила, які можуть бути відображені в Статуті корпорації;
- угоди про добровільно прийняті стандарти та внутрішні норми, які регулюють корпоративне управління, наприклад Кодекс корпоративного управління компанії;
- соціальні норми та корпоративна культура ділових стосунків у корпорації.

Перший елемент належить до сфери державного регулювання або підтримки ефективних методів комерційної діяльності корпорацій. Важливим елементом, що впливає на інвестиційну діяльність корпорацій, є також система корпоративного контролю. Вона охоплює не тільки внутрішні управлінські взаємовідносини, але й зовнішні. Акціонери, кредитори, громадськість і державні органи не управляють АТ у загальноприйнятному сенсі, тобто виробництвом, збутом, персоналом корпорації, а лише впливають на нього переважно за рахунок тих елементів, що є об'єктами їхніх інтересів. Контроль здійснюється системою, яка за умови належного функціонування включає правовий режим прийняття управлінських рішень, права власників, надійну фінансову звітність та корпоративну культуру [4].

Корпоративна спеціалізація та інтеграція, як показує світовий досвід, ефективно впливає на інвестиційний процес, оскільки різні емпіричні дослідження, проведені в останні два десятиліття в різних корпораціях світу, свідчать, що саме корпоративна диверсифікація знижує ринкову вартість компанії. У першу чергу це відбивається на тому, що акції диверсифікованих компаній торгуються на ринку за нижчими цінами порівняно з акціями спеціалізованих корпорацій у тих же сегментах економіки [5]. Однак незважаючи на велику кількість акціонерних товариств, які функціонують в Україні, їхні цінні

папери досить рідко використовуються як інструмент залучення фінансів або інвестування. При цьому компанії не можуть використати також внутрішні джерела фінансування, оскільки близько 40 % підприємств, за даними Держкомстату, в минулому році були збитковими, а велика кількість акціонерних товариств мала дуже низькі показники прибутку. Як правило, позичкові кошти використовуються лише з метою управління короткотерміновою ліквідністю компанії або ж для поповнення оборотних засобів.

В Україні практика залучення дольових інвестицій поки що не набула значного поширення. Це пояснюється недовірою з боку інвесторів, яка викликана закритістю достовірної інформації про діяльність компаній, і низьким ступенем захищеності прав зовнішніх інвесторів. Хоча, як свідчать окремі дослідження, значна кількість акціонерних товариств зацікавлена в залученні зовнішніх інвестицій [6]. Близько 12,1 % досліджених ВАТ вказали, що протягом 2005 р. планують включити власні акції у лістинг бірж або торговельно-інформаційних систем.

В умовах глобалізації більшість інвесторів не обмежуються лише компаніями, які зареєстровані за місцем знаходження інвестора. Фінансові потоки все більше скеровуються далеко за межі національних кордонів. Це дозволяє значною мірою інвестору диверсифікувати інвестиційний портфель, а компанії перехідних ринків мають можливість залучити додаткові фінансові ресурси. Тому керівникам національних корпорацій необхідно володіти практикою застосування кращих міжнародних стандартів корпоративного управління.

Сучасні корпорації, які швидко розвиваються, мають досить специфічну структуру активів, орієнтовану перш за все на ринкове середовище та людський фактор. Майно сучасної корпорації залежить насамперед від вартості нематеріальних активів, таких як бренди, ноу-хау, патенти, нові технології в організації виробництва, ліцензії тощо. Сучасні корпорації також використовують систему гнучких контрактів із своїми співробітниками та партнерами по бізнесу. Саме такі компанії мають додаткові можливості в залученні інвестицій. Однак виникають і додаткові види робіт у процесі інвестування, які тісно пов'язані також з практикою корпоративного управління, оскільки рішення приймаються на рівні органів управління товариством і загальних зборів. Це стосується питань оцінки вартості майна компанії, стимулювання роботи найманих менеджерів і співробітників тощо. У той же час незважаючи на специфіку самої компанії організація корпоративного управління значно залежить від законодавства, рішень регулювальних органів, судової системи, асоціацій, які встановлюють специфічні норми поведінки компаній на ринку. Важливим елементом удосконалення інфраструктури корпоративного управління є бухгалтерський облік. Окремо слід підкреслити й те, що компанії та інвестори при взаємодії між собою використовують власні напрацьовані роками правила, які базуються на соціальних нормах і культурі ділового спілкування. Тому суспільні цінності виступають важливим фактором у процесі корпоративного управління. Аналогічно з технічного погляду законодавчі положення щодо корпоративного управління в різних країнах приводять до різних результатів.

На наш погляд, при оцінці моделі корпоративного управління в Україні слід також виходити з таких показників, як інтереси окремих груп акціонерів корпорації, вплив на корпорацію управлінської структури та афілійованих осіб, роль профспілок та ефективність державної політики в галузі, в якій функціонує корпорація. Результати реформ у корпоративному секторі України показують, що перехідний період став значно тривалі-

шим, ніж це передбачалось на початку 90-х років минулого століття. Виникнення нового корпоративного сектору залежить від низки ключових умов. Приватизація державного майна шляхом перетворення державних підприємств на відкриті акціонерні товариства – далеко не один із факторів, що впливає на розвиток корпоративного сектору.

Другим не менш важливим фактором є створення відповідного середовища, яке б сприяло довготерміновому підвищенню вартості активів сучасних товариств та їх привабливості для внутрішніх і зовнішніх інвесторів. І врешті третім фактором є формування адекватної системи корпоративного управління. В українській моделі приватизації на відміну від розвинених країн домінували фактори швидкості та масштабності передачі прав власності, а не створення прошарку ефективних власників. Загалом, у результаті приватизаційних процесів в Україні сформувалася перехідна система корпоративного контролю. Недооцінка активів державних підприємств у процесі приватизації призвела до того, що не було залучено значних коштів у модернізацію та реорганізацію виробництва. Фактично в процесі приватизації держава стимулювала портфельні інвестиції, які не можна розглядати як інвестиції в розвиток. Незважаючи на значне розпилення власності, контроль над приватизованими об'єктами отримали переважно інсайдери, що дозволило їм експлуатувати активи на свою користь без залучення суттєвих інвестицій. Тому етап масштабної реорганізації виробництва настане лише після періоду концентрації власності самими інсайдерами або зовнішніми інвесторами.

Проблеми корпоративного управління сьогодні притаманні найбільшим вітчизняним компаніям, і, як правило, вони концентруються навколо конфліктів між міноритарними та великими акціонерами, які практично контролюють діяльність компанії. Це означає, що в країнах з перехідною економікою потрібно виходити за рамки класичної теорії корпоративного управління, яка базується на конфліктах між акціонерами компанії та найманими менеджерами. Виходячи з порівняльного аналізу характеристик основних моделей корпоративного управління (англо-американської, німецької), слід констатувати, що англо-американська модель корпоративного управління не знайде свого застосування на теренах України в найближчий час. Про це свідчить нееліквідність сучасного ринку цінних паперів, непрозо-

рість прав власності, неефективна система правонаступництва в процесі продажу цінних паперів. У той же час більш наближеною є німецька або західноєвропейська модель корпоративного управління. Однак поки що відсутні такі важливі її елементи, як участь банківської системи в інвестиційних дольових процесах у корпораціях та участь стратегічних інвесторів як найбільш ших вкладників для підприємств і компаній.

Таким чином, для побудови сучасної моделі корпоративного управління, яка ефективно буде впливати на інвестиційний процес, необхідні такі елементи:

- прозора структура власності в товариствах (корпораціях);
- ефективна система захисту прав міноритарних (дрібних) акціонерів;
- інформованість акціонерів і безперешкодна участь їх в управлінні компанією;
- забезпечення всіх учасників корпоративного управління достовірною інформацією про діяльність компанії;
- дієвий моніторинг за діями менеджменту з боку міноритарних акціонерів;
- чітке визначення понять афільованих осіб, великих угод з ЦП;
- забезпечення рівноправності акціонерів у процесі реорганізації компаній та участі їх у придбанні акцій додаткової емісії;
- заборони оплати вартості акцій спеціальними активами компаній.

Досвід розвинених країн світу показує, що ті компанії, які забезпечили ефективну систему корпоративного управління, мають значні переваги в отриманні додаткових фінансових ресурсів.

1. Моніторинг макроекономічних і галузевих показників / Міністерство економіки та з питань європейської інтеграції України. – К., 2004. – Вип. № 10. – С. 14–42. 2. Корпоративное управление и инвестиционный процесс / В.Б.Кондратьев. – М., 2003. – С. 45–54. 3. Изакссон М. Инвестиции, финансирование и корпоративное управление: Роль и организация корпоративного управления в странах ОЭСР // Тезисы конф. "Корпоративное управление в России". – М., 1999. 4. Задихайло Д.В., Кібенко О.Р., Назарова Г.В. Корпоративне управління: Навчальний посібник. – Х., 2003. – С. 10. 5. Lang L., Stulz R. Tobin's Corporate diversification and firm performance // Journal of Political of Economics. – 1996. – Vol. 102. – P. 1248–1280. 6. Практика корпоративного управління в Україні / Міжнародна фінансова корпорація. – К., 2004. – С. 57–64.

Надійшла до редколегії 14.10.04

Г.М. Филук, канд. екон. наук

ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД ІНСТИТУЦІЙНО-ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ПРИРОДНИХ МОНОПОЛІЙ

Наведено порівняльну характеристику особливостей регулювання природних монополій у країнах з розвинутою ринковою економікою. Подано рекомендації щодо впровадження ефективної регуляторної політики на ринках природних монополій в Україні.

It was made the comparative characteristic of features of natural monopolies regulation in countries with developed market economy. The guidelines concerning an intrusion effective regulate policy in the markets of natural monopolies are conveyed in Ukraine

Більшість сучасних негараздів, які мають місце в галузях природних монополій в Україні, зумовлені тим, що з самого початку економічних перетворень була проігнорована одна з головних умов реформування – система правового регулювання та законодавчого забезпечення цього процесу, яка має формуватись перед початком проведення радикальних реформ. Численні прогалини залишаються і в теоретико-методологічній базі. Зокрема, не визначені оптимальні форми цінового регулювання підприємств, не розроблена цілісна концепція реформування відносин власності та впровадження елементів конкуренції в цих галузях, не вивчені мотиви поведінки

підприємств у процесі їх адаптації до ринкових умов господарювання, залишаються відкритими питання впровадження механізмів їх реструктуризації тощо.

Слід зазначити, що питання регулювання природних монополій в економічній науці розглядалися такими зарубіжними економістами: Дж.Кларком, Дж.Стіглером, Г.Демсецом, Р.Познером, М.Фрідменом, Дж.Гелбрейтом, Т.Ді Лоренцо та ін. На жаль, у сучасній вітчизняній економічній та юридичній науковій літературі проблемі правового регулювання та інституційного забезпечення діяльності суб'єктів природних монополій приділяється неналежна увага. З цього погляду теоретичне узагаль-