

Верескун М.В.*

АНАЛИЗ ФОРМИРОВАНИЯ УКРАИНСКОЙ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Рассматриваются основные типы моделей корпоративного управления, а также анализируются основные черты модели, созданной в Украине. По результатам анализа разработаны предложения о направлениях дальнейшего развития украинской модели корпоративного управления.

Существуют две основные модели корпоративного управления: система акционеров (shareholder system) и система соучастников (stakeholder system). Первую модель называют также англо-американской, вторую – японо-германской. Относительно акционерного капитала различаются эти системы: во-первых, по распределению акций и концентрации собственности, во-вторых, в зависимости от реальных прав, вытекающих из владения акциями. В первом случае акции принадлежат в незначительных объемах широкому кругу инвесторов. Эта система более открытая и прозрачная для всех участников. Ситуация противоположна, когда акциями владеет узкий круг участников, каждому из которых принадлежит крупный пакет акций. Это типично для японо-германской модели. Существуют также различия в системе голосования. Для англо-американской модели характерна наиболее демократическая система «одна акция – один голос». В странах, где доминирует система соучастников существуют различные виды акций, одни из которых дают право голоса, другие - нет.

В среде учёных и практиков давно ведутся споры о том, какая система является наиболее подходящей для стран с переходной экономикой. Так, Дж.М.Литвак на основе анализа работ, посвященных вопросам корпоративного управления в переходных экономиках, заключает, что «финансовые системы японского или германского образца, основанные на финансовых и промышленно-финансовых группах, могут наиболее подойти для успешного развития экономики переходного периода»[1].

Целью данной статьи является определение основных черт украинской модели корпоративного управления и определение оптимального пути её дальнейшего развития с учётом мировых тенденций.

В настоящее время существует уже целый ряд эмпирических исследований о структуре собственности в различных странах с переходной экономикой. Практически все они достаточно условны для межстрановых сравнений (в силу проблем выборки, различных размеров предприятий, закрытости респондентов, невозможности выявить аффилированные структуры). Тем не менее, они позволяют с высокой долей достоверности оценить наиболее общие тенденции, характерные для стран с переходной экономикой. На основе полученных в этих исследованиях [2-6] результатов можно сделать следующие (иногда противоречивые) обобщенные выводы.

В странах, где с самого начала был взят курс на привлечение реальных внешних инвесторов, а не оффшорных компаний, (Польша) и высокую концентрацию собственности (Чехия), борьба за контроль по понятным причинам не получила заметного развития. В итоге наиболее острая борьба развернулась там, где доминировала “распыленная” собственность как итог массовой приватизации или инсайдерской модели. Практически во всех странах с переходной экономикой в ходе и/или после приватизации наблюдается тенденция к высокому уровню концентрации АК.

Концентрация собственности в постприватизационный период (у менеджеров или аутсайдеров) создает определенные преимущества для эффективного корпоративного управления и реструктурирования. В частности, на примере деятельности 706 чешских предприятий в 1991-1995 гг. было доказано, что концентрированная собственность приводит к

* ПГТУ, канд.экон.наук

повышению рыночной стоимости предприятий. Концентрация собственности, вместе с тем, сопровождается острыми корпоративными конфликтами, которые негативно влияют на финансовое состояние и перспективы развития предприятия. Инвестиционная привлекательность предприятия для аутсайдеров в значительной степени (гораздо более высокой, чем в развитых моделях корпоративного управления) определяется наличием внутрикорпоративных рисков.

Для того чтобы определить место Украины в мировой системе корпоративных отношений, необходимо рассмотреть этапы и специфику развития украинской модели корпоративного управления и интеграции на основе акционерного капитала. Первоначально этапы развития украинской модели совпадали с этапами приватизации в стране. В настоящее время Украина находится на этапе перераспределения прав собственности и формирования интегрированных корпоративных структур (ИКС).

Если в административно-плановой экономике для объединения предприятий существовал критерий технологической целесообразности, в рыночной — критерий прибыльности, то критерий, которым руководствовались предприниматели, участвующие в приватизации, не является ни тем, ни другим. Кроме традиционных предпосылок интеграции в процессе приватизации присутствовали мотивы, которые в экономической литературе были названы желанием «сесть» на денежные потоки различных предприятий. В силу разных причин не у всех получилось создать устойчивый диверсифицированный бизнес, поэтому многие холдинги первой волны на настоящий момент уже распались.

На сегодняшний день основная роль, которая отводится акционерному капиталу (АК) — это обеспечение контроля над предприятием, а не финансирование его развития. Этим объясняются характерные черты текущего периода: перераспределение прав собственности на уже приватизированных предприятиях и теневая приватизация пакетов акций, еще находящихся в собственности государства.

Перераспределение прав собственности осуществляется с целью создания вертикально-интегрированных структур с законченным циклом производства (в металлургии, машиностроении, нефтепереработке и химической промышленности) и формирования монополий путем горизонтальной интеграции (в энергетике). Этот процесс сопровождается нарушением прав акционеров со стороны менеджмента компаний и корпоративными конфликтами.

С другой стороны, пакеты многих стратегических и инвестиционно-привлекательных объектов находятся в государственной собственности. ИКС, производственный цикл которых предусматривает включение данных предприятий, активно используют теневые схемы приватизации, такие как: банкротство АО; санация предприятий, при которой имущество должника реализовывалось по ликвидационной стоимости ниже рыночной; обращение кредиторов с иском в суд для отчуждения имущества государственных предприятий; наложение ареста налоговыми органами и продажа активов госпредприятия по заниженным ценам; продажа акций государственными холдинговыми компаниями.

Таким образом, большинство украинских ИКС осуществляло и осуществляет агрессивную стратегию в отношении консолидации собственности интересующих их компаний, максимальной концентрации акционерного капитала с целью достижения контроля при вертикальной и горизонтальной интеграции. Вместе с тем, реформирование экономики изначально шло с ориентацией на классическую модель рыночной экономики, в терминологии корпоративного управления — на англо-американскую модель корпоративного управления. Предполагалось, что акционирование государственной собственности своим итогом будет иметь создание механизма контроля и регулирования со стороны фондового рынка, структурирование экономики через переливы капиталов в акционерной форме. Для достижения этой цели был осуществлен ряд мероприятий:

- проведение массовой приватизации с целью возникновения мелкого, дробного акционера, и как следствие неэффективная распределенная структура АК [7];
- создание Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку Украины (1995г.), прообразом которой была американская SEC (Security and Exchange Commission);
- создание 7 фондовых бирж и 2 торгово-информационных систем и др.

Индикатором положения страны относительно мировых моделей корпоративных отношений являются объемы фондового рынка, и в частности рынка акций. До 1998г. наиболее популярными инструментами по объемам купли-продажи были государственные облигации, с 1999г по 2005г. – векселя. С середины 90-х гг. удельный вес акций в общем объеме торгов ценными бумагами на организованном и неорганизованном рынках не превышал 35 %. Однако количественные характеристики эмиссионной активности не совсем точно отражают инвестиционную динамику в корпоративном секторе: участились регистрации выпусков, связанных с консолидацией, дроблением акций, проведенной переоценкой и т.д. По данным ГКЦБФР доля акций, выпущенных с целью реального привлечения средств, в 2005г. составила 59 %.

Таким образом, высокие показатели роста фондового рынка в Украине фактически не отражают реальной ситуации, которая характеризуется слабостью рынка ценных бумаг и рынка акций, как способа перелива капитала. Результаты анализа украинской системы корпоративного управления и рынка акций показывают, что ожидания развития украинской модели по принципам модели «акционеров» не оправдались. Действительно, в настоящее время в отечественной модели доминируют черты японо-германской модели, что подтверждают показатели фондового рынка, концентрации и структуры собственности.

Сравнивая источники финансирования предприятий, можно сделать вывод: для Украины характерны такие же пропорции, как и для японо-германской модели. В Украине рынок кредитных ресурсов и рынок ценных бумаг не сопоставимы, о чем свидетельствует таблица 1, рассчитанная по данным ГКЦБФР, НБУ и ПФТС.

Таблица 1 - Удельный вес выпущенных акций, облигаций и полученных кредитов в ВВП Украины, 2001-2004гг.

Годы	Капитализация фондового рынка, % к ВВП	Эмиссия акций, % к ВВП	Эмиссия облигаций, % к ВВП	Кредиты субъектам предпринимательской деятельности, % к ВВП
2001	3,9	10,6	0,34	14,9
2002	12,1	5,9	1,9	19,6
2003	14,8	6,1	2,5	25,1
2004	15,2	7,2	3,0	27,1

Постоянный прирост объемов кредитования субъектов предпринимательской деятельности банками Украины объясняется ограниченным их доступом на фондовый рынок. В настоящее время дешевые и избыточные ресурсы украинских банков направляются не на рынок ценных бумаг, а идут на выдачу кредитов.

Учитывая, что украинские предприятия нуждаются в долгосрочных ресурсах для обновления основных фондов, внедрения современных технологий, именно выпуск акций может обеспечить такие инвестиции. Основным недостатком такого привлечения средств является вероятность утраты контроля над предприятием действующими акционерами. Этим объясняется высокая концентрация собственности в украинских акционерных обществах – более 70 %. В странах модели «соучастников» этот показатель варьирует от 40 до 60 %.

Результаты вышеприведенного анализа украинской модели корпоративного управления в контексте мировых тенденций могут быть систематизированы. Предложенные российскими и украинскими авторами [8-11] характеристики модели «соучастников» и модели «акционеров» рассматривают только некоторые группы показателей для каждой из моделей такие как: законодательное регулирование, ключевые участники, структура органов управления АО, права акционеров. В этих работах также отсутствуют статистические данные, подтверждающие правильность определения общих характеристик национальной и мировых моделей.

На основании проведенных исследований сформирован массив данных, характеризующих отечественную модель корпоративного управления в сравнении с основными типами существующих моделей (табл.2). Данные, приведенные в таблице, позволяют сделать вывод о развитии отечественной модели в сторону японо-германской модели «соучастников».

Таблица 2 - Основные черты англо-американской, японо-германской корпоративных моделей и модели, построенной в Украине.

Англо-американская модель	Японо-германская модель	Модель в Украине
1. СТРАНЫ, ПРИДЕРЖИВАЮЩИЕСЯ МОДЕЛИ		
США, Великобритания, Канада, Австралия, Нидерланды, Швеция	Германия, Япония, Австрия, Италия, Франция, Бельгия, Дания	Украина
2. ПРИНЦИПЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА		
2.1. Население, как держатель акций		
25-50% взрослого населения владеет акциями	Незначительный удельный вес населения, имеющего в собственности акции – не более 15%	более 35% населения стали акционерами в процессе приватизации
2.2. Структура акционерного капитала по типу инвесторов*		
Структура собственников (доля в АК в среднем по стране)*: <u>Финансовые учреждения:</u> банки – до 1% страховые компании- 5-15% другие институциональные инвесторы – 25-35% <u>Нефинансовые учреждения:</u> государство – 2-12% нефинансовые компании – 3-5% домохозяйства – до 40% иностранные инвесторы – 7-10%	Структура собственников (доля в АК в среднем по стране)*: <u>Финансовые учреждения:</u> банки – до 25% страховые компании- 10-20% другие институциональные инвесторы – 2-4% <u>Нефинансовые учреждения:</u> государство – 1-7% нефинансовые компании – 15-25% домохозяйства – 1-7% иностранные инвесторы – 5-17%	Структура собственников (доля в АК в среднем по стране): <u>Финансовые учреждения:</u> банки – до 1% страховые компании и другие институциональные инвесторы – до 1% <u>Нефинансовые учреждения:</u> государство – 20% нефинансовые компании – 25-40% физ. лица – до 18-25% иностранные инвесторы – до 6% оффшорные компании– 15%
2.3. Степень концентрации собственности		
средний размер пакета акций, принадлежащего крупнейшему собственнику		
20-30% акционерного капитала	40-60% акционерного капитала	40-70% акционерного капитала
2.4. Источники финансирования		
Преобладание привлечения ресурсов посредством фондового рынка и внутренних источников финансирования. Банковские депозиты, % к ВВП, <i>меньше</i> капитализации фондового рынка, % к ВВП, в 2 раза	Значительный удельный вес банковского кредитования, выпуск акций и облигаций имеет второстепенное значение. Банковские депозиты, % к ВВП, <i>больше</i> капитализации фондового рынка, % к ВВП, в 2 раза	Значительный удельный вес банковского кредитования (2002г. – 19,6% к ВВП), выпуск акций и облигаций имеет второстепенное значение (2002г. 5,9% и 1,9% к ВВП соответственно). Банковские депозиты, % к ВВП, <i>больше</i> капитализации фондового рынка, % к ВВП, в 2 раза (в 2002г. – 22,7% и 12,1% соответственно)
2.5. Участие финансово-кредитных учреждений в АК компаний		
Ограничения на портфельные инвестиции в крупные пакеты акций одной компании. В Великобритании банки обязаны получить согласие Центрального банка Англии на приобретение существенного пакета акций нефинансовых корпораций. К небанковским финансовым учреждениям предъявляются требования в основном по диверсификации активов.	Ограничения на использование небанковских источников внешнего финансирования. Например, в Германии, Франции для банков не существует ограничений на инвестиции в уставные фонды компаний.	Косвенные ограничения на инвестиции банков в акции. Банки не имеют право на инвестиции без письменного разрешения НБУ, если инвестиция в какое-либо юр.лицо составляет более 5% регулятивного капитала банка, и банкам запрещается инвестировать более 15% собственного капитала в уставный фонд нефинансовой компании. Ограничений на участие небанковских финансовых учреждений в капиталах нефинансовых компаний нет.
2.6. Организационные формы интегрированных корпоративных структур		
Доминирование классических холдингов. Перекрестное владение акциями законодательно запрещено, как сдерживающее конкуренцию и свободное перемещение акций.	Доминируют классические холдинги, система взаимочастия. Введены законодательные ограничения на перекрестное владение акциями. Например, в Германии если каждая компания владеет более 25% акций другой, то их голосующая сила ограничивается 25%.	Доминируют распределенные холдинги с элементами перекрестного владения акциями, в государственном секторе – классические холдинги.
2.7. Система управления интегрированными корпоративными структурами		
Материнская компания, как правило, является АО. В этом случае высший орган управления холдингом – общее собрание акционеров материнской компании. Оперативное управление компанией осуществляют исполнительные структуры под руководством генерального директора	«Аутсайдерская» модель формирования совета директоров: в составе совета большой вес имеют представители внешних инвесторов, не являющиеся сотрудниками холдинга.	Материнской компанией выступают обычно компании «закрытого» типа (ООО, ЗАО, оффшорные компании). Доминирование «инсайдерского» контроля объясняется процессом приватизации, который обеспечил получение контрольных пакетов акций трудовыми коллективами и сосредоточение контроля у менеджмента предприятий. Этому также способствовало широкое использование торговых кредитов.
3. ФОНДОВЫЙ РЫНОК		
3.1. Капитализация фондового рынка в процентах к ВВП		
более 70%	менее 70%	до финансового кризиса 1998г. – 25,6%, в 2004г. – 35,2%

Однако существует фундаментальное противоречие в формирующейся системе корпоративного управления. Суть его состоит в том, что в ней сосуществуют два противоположных подхода: концентрация акционерного капитала, которая предполагает минимум правовых средств защиты акционеров и англосаксонская традиция, для которой характерно распыление собственности среди индивидуальных миноритарных акционеров.

Выводы

1. Анализ опыта построения моделей корпоративного управления в странах с переходной экономикой свидетельствует, что для таких стран наиболее подходящей является система участников или инсайдерская модель.
2. Формирующаяся модель украинского корпоративного управления также тяготеет к модели участников, однако в начале её формирования (на этапе проведения массовой приватизации) использовались принципы, характерные для модели акционеров.
3. Одной из основных задач украинский предприятий на данный момент является привлечение инвестиций, чему в большей степени соответствует модель акционеров. Поэтому в ближайшее время необходимо применение комплекса мер, направленных на стимулирование привлечения инвестиций посредством эмиссии акций. Основными мерами в этом направлении могут быть:
 - предоставление налоговых, инвестиционных и прочих льгот открытым акционерным обществам, привлекающим инвестиции посредством выпуска акций;
 - стимулирование предприятий к выплате дивидендов;
 - доработка законодательства в направлении усиления защиты прав миноритарных акционеров.

Перечень ссылок

1. Корпоративное управление в переходных экономиках: Инсайдерский контроль и роль банков // Под ред. М. Аоки и Х. К. Кима. — СПб.: Лениздат, 1997. — 385с.
2. Радыгин А., Энтов Р., Архипов С. Подготовка и проведение опроса предприятий по проблемам финансового поведения и корпоративного управления (включая выборочный анализ и проверку гипотезы на примере отдельных групп предприятий): Отчет ИЭПП при поддержке USAID / Институт экономики переходного периода – М., 2000. – 247с.
3. *Радыгин А.* Собственность, корпоративные конфликты и эффективность/ *А. Радыгин, С. Архипов* // Вопросы экономики. – 2000. - №11.- С.114-132.
4. *Капелюшников Р.* Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности / *Р. Капелюшников* // Вопросы экономики. – 2001. - №12. – С. 102-116.
5. *Claessens S.* Politicians and Firms: Evidence From Seven Central and Eastern European Countries / *S. Claessens, S. Djankov* // - Washington.: The World Bank, 1997 – P.196-242.
6. *Claessens S.* Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic / *S. Claessens, S. Djankov, G. Pohl* // – Washington.: World Bank Policy Research Working Paper N 1737., 1997. – P.86-104.
7. *Сірош М. В.* Національна модель корпоративного управління / *М.В. Сірош* // Державний інформаційний бюлетень про приватизацію. – 2003. - №6. – С.4-6.
8. *Храброва И.А.* Корпоративное управление: вопросы интеграции. / *И.А. Храброва* - М.: «Альпина». 2000 – 198с.
9. *Євтушевський В.А.* Основи корпоративного управління / *В.А. Євтушевський* - К.: Знання-Прес, 2002. – 320с.
10. *Мендрул О.Г.* Корпоративне управління: усталені характеристики та особливості їх реалізації в національній моделі / *О.Г. Мендрул* // Ринок цінних паперів України. – 2002. - №9-10. - С.51-58.
11. *Шапран В.* Банки на ринку цінних паперів. Боротьба двох моделей закінчилась перемогою системою контролю за ринком цінних паперів / *В. Шапран* // Цінні папери України. – 2002. - №9. – С.6-7.

Статья поступила 28.02.2006