УДК 33

ФАКТОРИ ГЕНЕЗИ МОДЕЛІ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В УКРАЇНІ

FACTORS OF GENESIS OF CORPORATE GOVERNANCE MODEL IN UKRAINE

Микола Гапонюк
к.е.н., професор, завідувач кафедри Фінансові ринки ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

Mykola Gaponyuk
PhD, Professor, Head of Financial market Department SHEI «Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman»

В статті аналізуються фактори формування та розвитку моделі корпоративного управління в Україні. Визначено вплив приватизації на її основні характеристики. Проведено порівняльний аналіз параметрів національної моделі з ознаками англосаксонської та континентальної моделі корпоративного управління. Визначено домінуючі ознаки моделі корпоративного управління, сформованої в Україні, які визначатимуть розвиток корпоративного сектору в середньостроковій перспективі. Обґрунтовано окремі заходи, спрямовані на розвиток корпоративного сектору економіки в Україні.

In this article the factors of formation and development of corporate governance model in Ukraine are analyzed. The influence of privatization and its main characteristics are determined. A comparative analysis of parameters of national model with features of Anglo-Saxon and Continental models of corporate governance is made. The dominant features of the corporate governance model that is formed in Ukraine and will determine the development of the corporate sector in the medium term are determined. The individual measures that are directed on the development of corporate sector in Ukraine's economy are justified.

Ключові слова: корпорація, модель корпоративного управління, корпоративний менеджмент, фондовий ринок, акція, облігація, приватизація, структура акціонерної власності.

Keywords: corporation, corporate governance model, corporate management, stock market, share, bond, privatization, structure of stock ownership.

Постановка проблеми. Формування національних моделей корпоративного управління у світі є надзвичайно показовим процесом, за допомогою аналізу якого можна: по-перше, охарактеризувати вплив корпорацій на економічні тенденції на рівні окремих держав та на глобальному рівні; по-друге, окреслити важливість реформ корпоративного сектору з погляду як розвинених, так і «транзитивних» економік; по-третє, визначити напрями подальших реформ вітчизняної економіки з врахуванням тієї ролі, яку відіграють у ній корпорації.

Не секрет, що саме на корпоративний сектор в Україні покладалися значні надії в контексті реформування вітчизняної економіки. Такий підхід мав підстави для існування – світовий досвід свідчить, що саме потужні корпорації можуть і повинні стати своєрідним «локомотивом» економічних реформ. В той же час, в Україні склалася багато в чому парадоксальна ситуація – масштабний за економічними показниками корпоративний сектор діє на принципах, які зовсім йому не властиві в розвинених економіках. Фактично ми маємо справу з особливими характеристиками національної моделі корпоративного управління в Україні, які з об'єктивно на сучасному

етапі суттєво стримують розвиток вітчизняної економіки.

Питання становлення і розвитку національної моделі корпоративного управління досліджувалося багатьма вітчизняними вченими. Зокрема, слід відзначити наукові надбання В. Бабіченка, А. Бандурки, О. Білик, Н. Болгарової, О. Мендрула, Н. Рязанової, В. Суторміної, Б. Стеценка, О. Шатілової та інших авторів.

В тім, слід об'єктивно визнати, що на цей час національна модель корпоративного управління перебуває в динамічному стані, а її характеристики постійно видозмінюються. Таким чином, держава має можливість за рахунок різноманітних механізмів нівелювати деструктивний вплив окремих ключових ознак на економічний розвиток, сформувати інституційні передумови, які б дали можливість корпораціям у повній мірі використати переваги, що притаманні цій організаційно-правовій формі бізнесу.

Мета статті – охарактеризувати фактори, що зумовили формування ключових ознак та сучасний стан національної моделі корпоративного управління в Україні, а також окреслити подальші шляхи її розвитку.

Виклад основного матеріалу. Досліджуючи ґенезу української моделі корпоративного управління насамперед слід акцентувати на її головних характеристиках. На наш погляд, однією із таких базових ознак сучасного стану моделі корпоративного управління в Україні є поступове скорочення кількості акціонерних товариств в Україні з вираженою тенденцією до «закриття» акціонерного капіталу (рис. 1).

На наш погляд, виходячи з наведених даних (насамперед, привертає увагу скорочення загальної кількості акціонерних товариств в Україні на 43,5 % та домінування закритих та приватних акціонерних товариств), можна зробити кілька надзвичайно важливих висновків щодо особливих характеристик національної моделі корпоративного управління в Україні. Чим можна пояснити різке скорочення кількості акціонерних товариств в Україні?З одного боку, це свідчить, що таким чином бізнес реагує на складність та високий рівень витрат, що виникають в процесі функціонування цієї організаційно-правової форми бізнесу. З іншого, не треба виключати, що вказані тенденції є серед іншого наслідком впливу несприятливого бізнес-середовища.

З самого початку формування української моделі корпоративного управління відбувалося переважно під впливом приватизаційних процесів. Зокрема, дані Фонду державного майна України свідчать, що більше 10 тис. акціонерних товариств в Україні виникли саме шляхом акціонування та корпоратизації державних підприємств з подальшим продажем їх акцій (рис. 2).

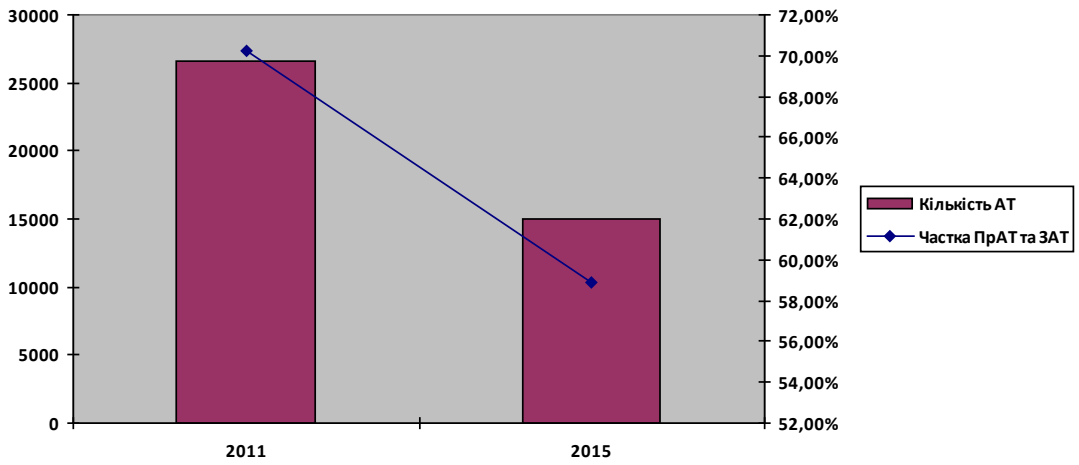

Рис. 1. Кількісні показники розвитку корпоративного сектору в Україні у 2011-2015 рр., од., %

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [1].

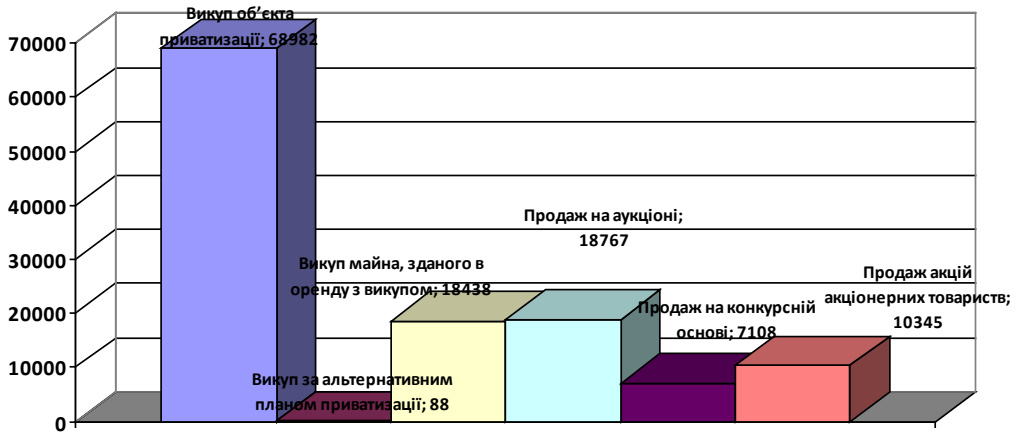

Рис. 2. Кількість об'єктів за способами приватизації в Україні станом на 1 січня 2016 року

Джерело: систематизовано автором за [2].

При цьому, в основі таких процесів – сертифікатна приватизація, яка передбачала продаж акцій за приватизаційні майнові сертифікати та компенсаційні сертифікати (з перевагами на користь діючих працівників підприємств). Основні параметри сертифікатної приватизації можна описати наступними цифрами [3]:

✓ загальна кількість фізичних осіб, що взяли участь в аукціонах за приватизаційні майнові сертифікати - 3 496 878 осіб;

✓ частка компенсаційних сертифікатів, що виграли, поданих фізичними особами – 44,6 %;

✓ відношення акцій, проданих фізичним особам за приватизаційні майнові сертифікати до статутних фондів АТ, які приватизувалися – 3,66 %.

Як наслідок – виникнення цілого прошарку дрібних акціонерів в Україні, що об'єктивно «наблизило» вітчизняну модель корпоративного управління до параметрів англосаксонської моделі. Разом з тим, міноритарні акціонери об'єктивно не відіграють важливої ролі у вітчизняному корпоративному секторові, а їх вплив як власників невпинно знижується. Проаналізуємо ситуацію в цій площині більш детально станом на кінець 2016 року (рис. 3).

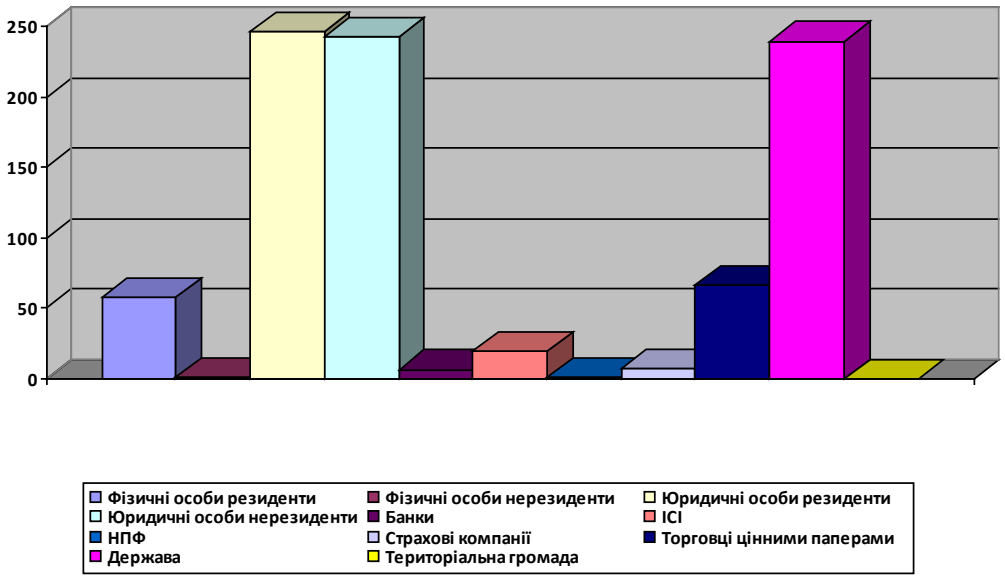

Рис. 3. Номінальна вартість цінних паперів, що належать різним групам депонентам в Україні, станом на кінець 2015 року, млн. грн.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [1].

Як видно з рис. 3, станом на кінець 2015 року найбільшими власниками цінних паперів в Україні були: юридичні особи-резиденти, юридичні особи-нерезиденти, держава. З нашої точки зору, існуюча структура власності на цінні папери є найбільш симптоматичним фактом, який характеризує і фактори розвитку національної моделі корпоративного управління, і наслідки таких процесів для економіки в цілому. Привертають увагу наступні тенденції:

- слабка інвестиційна активність на ринку цінних паперів інституційних інвесторів – банків, страхових компаній, ІСІ та НПФ. Зокрема, станом на кінець 2015 року сумарна номінальна вартість цінних паперів, що їм належать, складає лише 34,9 млрд. грн. Така інвестиційна позиція на перший погляд видається ірраціональною, проте аналіз робіт вітчизняних вчених дає цілком однозначні оцінки цим явищам [4-5]. Відсутність на ринку привабливих цінних паперів (в т.ч. – корпоративних), змушує вітчизняних інституційних інвесторів обирати альтернативні напрямки інвестування. Зокрема, до останнього часу доволі значними були вкладення у банківські депозити, але системна банківська криза призвела до відтоку ресурсів з цього сегменту;
- цілком зрозумілою є позиція юридичних осіб-нерезидентів. «Офшоризація» української економіки досягла безпрецедентних масштабів. При цьому, чи не основним інструментом, який використовується в процесах «виводу» капіталу є акції. З цілого ряду причин державі так і не вдалося зупинити деструктивні тенденції у цій сфері – використання різноманітних офшорних схем є природною ознакою вітчизняних фінансово-промислових груп;
- активна приватизація кінця XX – початку XXI ст. не похитнула позицій держави-власника в корпоративному сегменті. З нашої точки зору, наявність крупних корпорацій під контролем держави є однією із визначальних рис вітчизняної моделі корпоративного управління. Яким чином можна пояснити небажання держави проводити приватизацію навіть в умовах, коли ефективність управління державною власністю залишається дуже низькою.

На наш погляд, більшість факторів є суб'єктивними та відображають позиції вітчизняного політикуму та крупного бізнесу (рис. 4).

Рис. 4. Причини відмови від приватизації в Україні та зацікавленості у збереженні державного сектору економіки

Джерело: розроблено автором

Надзвичайно симптоматичними є характеристики національної моделі корпоративного управління з позиції взаємозв'язку «корпоративний сектор – фондовий ринок». На протязі багатьох років державі так і не вдалося створити передумов для активізації емісійної діяльності вітчизняних корпорацій. Якщо однією із базових характеристик англосаксонської моделі є орієнтація на використання ресурсів фондового ринку, то для континентальної моделі властива домінуюча роль банківського кредитування у корпоративному фінансуванні.

В Україні ж ні ринок акцій, ні ринок облігацій не розглядаються акціонерними товариствами в якості пріоритетних механізмів залучення капіталу. Обсяги банківського кредитування хоча і є значними, але лише в порівнянні з іншими зовнішніми джерелами фінансування, тоді як більшість вітчизняних корпорацій намагаються використовувати виключно внутрішні фінансові ресурси. Про це свідчить і динаміка випуску корпоративних цінних паперів в Україні (рис. 5.).

Як бачимо з рис. 5, в Україні після незначного відновлення у 2012 році, знову стрімко впали обсяги випуску корпоративних облігацій. Така ситуація є цілком зрозумілою – і з позиції ринкових умов, і з погляду корпоративного фінансового менеджменту. На сьогодні на ринку надзвичайно складно розмістити боргові цінні папери на привабливих умовах – інвестори не зацікавлені у купівлі фінансових інструментів приватного сектору в умовах, коли надзвичайно результативними є інвестиції у державні боргові цінні папери. Одночасно з цим, умови запозичень (насамперед, з погляду вартості капіталу) є неприйнятними для більшості потенційних емітентів.

Слабкість вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів відображається і у обсягах торгівлі акціями на біржах (рис. 6).

Знову таки, на біржовому ринку яскраво виявляється «ефект витіснення» облігаціями внутрішньої державної позики інших фінансових інструментів. Як наслідок - корпоративні цінні папери втрачають інвестиційну привабливість, є неліквідними

Висновки. Таким чином, для сформованої в Україні моделі корпоративного управління численні характерні ознаки і англосаксонської, ї континентальної моделі корпоративного управління. Проте, окремі тенденції вказують, що ми маємо справу з класичною «перехідною моделлю», яка поступово набуватиме домінантних рис однієї із класичних моделей. На сучасному етапі розвитку відбувається «дрейф» в сторону континентальної моделі, проте, на наш погляд, такий висновок не можна назвати остаточним. На жаль, можна констатувати, що українська

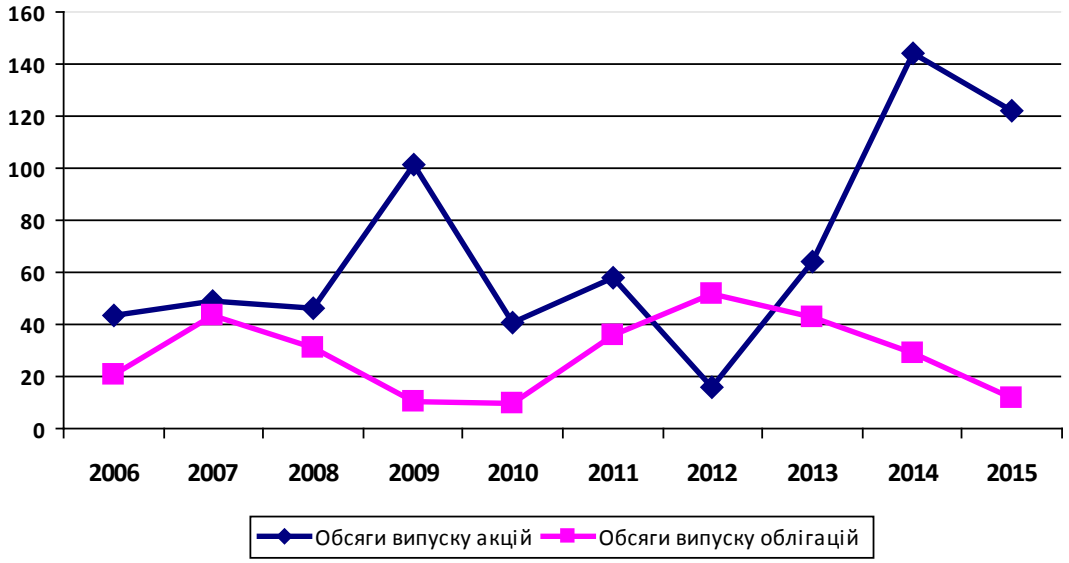

Рис. 5. Обсяги випуску корпоративних цінних паперів в Україні у 2006-2015 рр., млрд. грн.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [1].

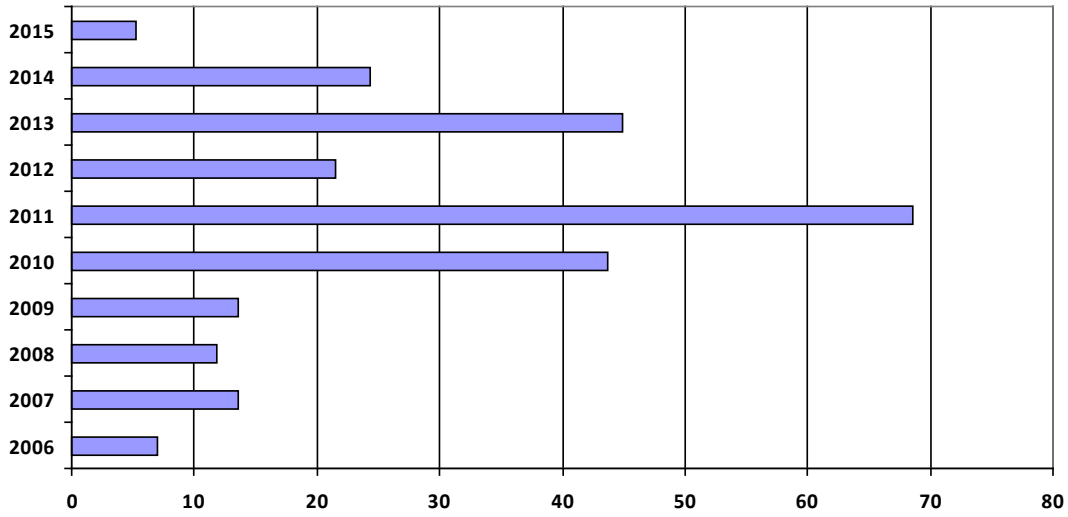

Рис. 6. Обсяг торгівлі акціями на біржовому ринку в Україні у 2006-2015 рр., млрд. грн.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [1].

модель корпоративного управління все більше набуває неоднозначних рис, і тільки держава завдяки виваженій політиці у сфері корпоративного сектору може і повинна нівелювати вплив деструктивних характеристик, і посилити вплив позитивних.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Річний звіт НКЦПФР за 2015 рік [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Офіційний сайт. — Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua. – Назва з екрану.

2. Інформація щодо реформування відносин власності в Україні за 2015 рік [Електронний ресурс] // Фонд державного майна України. Офіційний сайт. — Режим доступу: http://www.spfu.gov.ua. – Назва з екрану.

3. Значення сертифікатної приватизації в процесі роздержавлення власності. Можливі напрямки використання позитивних результатів та мінімізації негативних аспектів сертифікатної приватизації. — К.: ДАК «НМАЦ», 2000.

4. Сіржук Р. Тенденції ринку ICI / Р. Сіржук // Цінні папери України. – 2012. – 13 груд. (№ 47). – С. 19.

5. Федосов В. Негосударственные пенсионные фонды в контексте эволюции финансовой инфраструктуры: зарубежный опыт и его адаптация в Украине / В. М. Федосов, Д. А. Леонов // Akademos. - 2014. - № 4 (35). - С. 141-146.

REFERENCES

1. Richnyy zvit NKCPFR za 2015 rik [Elektronnyy resurs] // Natsional'na komisiya z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku. Ofitsiynyy sayt. — Rezhym dostupu: http://www.nssmc.gov.ua. – Nazva z ekranu.

2. Informatsiya shchodo reformuvannya vidnosyn vlasnosti v Ukrayini za 2015 rik [Elektronnyy resurs] // Fond derzhavnoho mayna Ukrayiny. Ofitsiynyy sayt. — Rezhym dostupu: http://www.spfu.gov.ua. – Nazva z ekranu.

3. Znachennya sertyfikatnoyi pryvatyzatsiyi v protsesi rozderzhavlennya vlasnosti. Mozhlyvi napryamky vykorystannya pozytyvnykh rezul'tativ ta minimizatsiyi nehatyvnykh aspektiv sertyfikatnoyi pryvatyzatsiyi. — K.: DAK «NMATs», 2000.

4. Sirzhuk P. Tendentsiyi rynku ISI / R. Sirzhuk // Tsinni papery Ukrayiny. – 2012. – 13 hrud. (# 47). – S. 19.

5. Fedosov V. Nehosudarstvennie pensyonnie fondy v kontekste evolyutsyy fynansovoy ynfrastruktury: zarubezhniy opit y eho adaptatsyya v Ukrayne / V. M. Fedosov, D. A. Leonov // Akademos. - 2014. - # 4 (35). - S. 141-146.