

УДК 658.014.1(477)

**Іоргачова М. І., аспірантка**  
Одеський національний економічний університет

## УКРАЇНСЬКА МОДЕЛЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

*В статті розглянуто сучасне становище та особливості основних елементів української моделі корпоративного управління, визначено основні фактори, що впливають на її формування. Предложено визначення моделі корпоративного управління та зроблено висновки, що національна модель корпоративного управління є специфічною та продовжує формуватися.*

**Ключові слова:** модель корпоративного управління, елементи моделі, структура власності, корпоративний сектор.

*The article considers the current state and features of the main parts of Ukrainian corporate management model, identifies the main factors influencing on its formation. The article suggests a definition of corporate management model and concludes that domestic corporate management model is specific and continues to develop.*

**Key words:** corporate management model, parts of model, ownership structure, corporate sector.

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** Одним із основних питань проблематики корпоративного управління є вибір найбільш адекватної національної моделі в умовах глобалізації сучасної економіки. Упродовж останніх десятиліть під впливом правової культури, рівня і специфіки економічного розвитку окремих країн склалися моделі корпоративного управління. Вивчення української моделі корпоративного управління неможливе без розгляду існуючих світових моделей.

У кожній країні система управління корпорацією має певні характеристики і складові елементи, які входять до неї, які відрізняють її від систем інших країн. Моделі корпоративного управління розрізняються структурою власності, законодавчою базою, складом основних учасників, формами і способами фінансування, вимогами до розкриття інформації про діяльність компанії та іншими елементами. Саме порівняння цих основних елементів корпоративного управління як в Україні, так і в інших країнах надасть змогу визначити основні риси моделі корпоративного управління в Україні.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питання, пов'язані з моделями корпоративного управління, продовжують цікавити багатьох вітчизняних і зарубіжних учених. Дослідженню моделей корпоративного управління присвятили свої роботи такі вчені, як А.Г. Дементьєва [2] Л.С. Довгань, В.В. Пастухова, Л.М. Савчук [3], Г.Ю. Штерн [6], Anna Thorsell [8], Rafael Porta [10] та ін.

Так, в роботах [3; 6] авторами виділено три основні моделі корпоративного управління: англо-американську, японську і західноєвропейську (німецьку) модель. Ці моделі відносяться до економічно розвинених країн. В одній із робіт [3], яка присвячена цій проблемі, автор, окрім названих трьох моделей, виділяє ще й четверту модель, яка характерна для країн з перехідною економікою – це корпоративна модель країн з перехідною економікою, яка також має свої особливості і власні підходи до формування корпоративних відносин. Інші дослідники четвертою моделлю називають сімейну модель корпоративного управління і виділяють сімейний капіталізм і сімейні бізнес-групи, які набули поширення практично в усіх країнах світу. Більш пізні дослідження [1; 5] є більш всебічними при розгляді даної проблеми та мають деякі відмінності від попередніх.

**Виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми.** Існуючі дослідження не відображають повною мірою сучасні проблеми корпоративного управління в нашій країні. В більшості з них велика увага приділяється вивченню існуючих типів моделей, але досі не визначено, чи сформована вже в Україні своя модель корпоративного управління, а також не існує чіткого визначення самої моделі корпоративного управління.

**Формулювання мети статті та завдань.** Проблематика, яка досліджується в статті, зумовлює постановку таких цілей: запропонувати визначення моделі корпоративного управління, проаналізувати сучасний стан та особливості основних елементів української моделі корпоративного управління, визначити основні чинники, які вплинули на її формування, визначити, чи сформована вже в Україні своя модель корпоративного управління.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** В процесі дослідження моделей корпоративного управління дослідники володіли все більшим обсягом інформації і їх погляд на існуючі моделі корпоративного управління змінювався. Сучасні дослідження [5] виділяють дві базові моделі корпоративного управління: модель W (the widely-held corporation model) та модель B (the blockholder model). Голов-

ний елемент, за якими відрізняються ці моделі, – структура власності. Так, для моделі W характерною рисою є розпорошена власність (корпорація із широким володінням акціями), а для моделі B має місце корпорація з концентрованою власністю (з домінуючими власниками – блокхолдерами). Основні відмінності цих двох моделей представлено в табл. 1.

Таблиця 1

## Базові моделі корпоративного управління

Характеристика моделі	Модель W (the widely-held corporation model)	Модель B (the blockholder model)
Поширення моделі	Англосаксонські країни	Практично весь інший світ
Ознаки власності	З розпорошеною власністю (або з широким володінням акціями)	З концентрованою власністю (з домінуючими власниками – блокхолдерами)
Контроль корпорацією	Контролюється професіональними менеджерами з лояльною до них Радою директорів і пасивною масою дрібних акціонерів	Контролюється великими власниками (найчастіше – багаті родини, рідше держава, ще рідше – фінансові інститути або інші нефінансові корпорації), які мають можливість на власній розсуд формувати Раду директорів (за необхідності очолюючи її), а також визначати й змінювати вищих менеджерів
Інтереси, на які переважно орієнтується вся діяльність корпорації	Захист інтересів незначної кількості акціонерів та особистих політичних, економічних і соціальних інтересів генеральних директорів	Захист інтересів олігархічних сімейних династій, які оберігають зосереджену в них владу, часом з великим збитком для економіки своїх країн
Виникнення конфлікту	Між акціонерами й найманими менеджерами, некомпетентність (або опортуністичне поведіння) професійних менеджерів	Між блокхолдерами й усіма іншими акціонерами, некомпетентність (або опортуністичне поведіння) найбільших акціонерів
Існуючий ризик	Ризик експропріації багатства інвесторів з боку найманих менеджерів	Ризик експропріації багатства інвесторів з боку домінуючих власників

Розглянувши існуючі сучасні погляди на моделі корпоративного управління, можемо визначити *модель корпоративного управління* як систему управління корпорацією, яка має свої постійні специфічні риси основних елементів: інформаційної прозорості компаній, структури власності, особливостей корпоративного законодавства, форм та засобів фінансування.

Великий вплив на формування української моделі корпоративного управління надали приватизаційні процеси, що мали свої особливості порівняно з іншими країнами. В Україні корпоративні підприємства в основному створювалися шляхом розподілу статутних фондів державних підприємств під час приватизації, а не класичним шляхом – об'єднанням капіталів. В результаті того, що значних масштабів набула сертифікатна (безоплатна) приватизація, підприємства не отримали реальних інвестицій. Це призвело до того, що для корпоративного управління характерними стали такі риси, як: неефективна, дуже розпорошена структура акціонерної власності в процесі приватизації, потужне податкове навантаження, наявність у держави великої кількості акцій і необхідність розв'язання проблеми управління державними корпоративними правами.

У розвинених країнах процес приватизації був пов'язаний з двома основними напрямками: проведення спеціальних приватизаційних заходів, які пов'язані із фінансовим оздоровленням підприємств, реструктуризацією, зміною стилю менеджменту, та організація продажу підприємств на вигідних для держави умовах, залучення інвесторів.

В Україні приватизація протягом 1991 – 2009 рр. мала несистемний хвилеподібний характер. Особливостями її проведення є те, що вона не передбачала передприватизаційної санації товариств (фінансово-майновий стан багатьох господарських товариств незадовільний). В ході української приватизації основна частина акцій була спочатку розпорошена серед великої кількості працівників підприємств. Тому спочатку можна було чекати відносно низьких показників концентрації. Але несприят-

ливий інвестиційний клімат, що супроводжується незахищеністю прав міноритарних акціонерів, збитковістю діючих підприємств і відсутністю дивідендів, фактичною закритістю компаній унаслідок відсутності їх акцій на торговельних майданчиках або зосередженням більшості акцій в руках обмеженої кількості акціонерів, а також інформаційна закритість підірвали стимули до придбання акцій і володіння ними дрібними сторонніми інвесторами. В подібних умовах природно було чекати концентрації значних пакетів акцій в руках небагатьох великих утримувачів. Таким чином, проведення приватизації в Україні суттєво вплинуло на структуру власності, яка є одним із найважливіших елементів будь якої моделі корпоративного управління.

Саме структурою власності різняться між собою дві управлінські системи корпоративного управління, які отримали назви інсайдерських (або модель В) та аутсайдерських (або модель W) [1, с. 4].

Українська модель корпоративного управління знаходиться на стадії свого становлення і в ній має місце поєднання елементів цих двох моделей (рис. 1). Саме поєднання елементів цих двох моделей є однією з основних особливостей української моделі корпоративного управління.



Рис. 1. Розвиток української моделі корпоративного управління

Для початкового етапу становлення вітчизняної моделі була характерна розпорошена структура власності (аутсайдерська модель), але надалі для неї характерною стала тенденція переходу до інсайдерської моделі (концентрації власності і контролю, запровадження елементів перехресного володіння та формування складних корпоративних структур різного типу).

Перехід країни від дисперсної структури акціонерної власності до концентрованої відбувся дуже швидко. Дослідження структури власності в Україні, які були розпочаті в 1995 – 1997 роках [9], на основі опитувань показують тенденцію концентрації акціонерного капіталу, зниження частки сторонніх дрібних інвесторів з 23,8 % у 1995 до 19,8 % у 1997 році, зменшення частки держави з 42,6 % у 1995 році до 35,4 % у 1997 році, а також збільшення частки менеджерів в акціонерних капіталах з 14,6 % в 1995 до 26,2 % в 1997 році (табл. 2).

Новітні дослідження [5], починаючи з 2002 року, показують, що частка менеджерів в акціонерних капіталах зросла з 20,7 % в 2002 р. до 32,3 % в 2005 році, при цьому частка держави за цей період зменшилася в 2,9 разу, а частка зовнішніх іноземних інвесторів зросла в 2,76 разу.

Таблиця 2

Зміна частки власності великих акціонерів у компаніях України, %

Періоди (роки)	Менеджери	Держава	Зовнішні вітчизняні інвестори	Зовнішні іноземні інвестори	Роздрібні інвестори
1995	14,6	42,6	18,7	0,3	23,8
1997	26,2	35,4	17,7	0,9	19,8
2002	20,7	5,0	34,0	2,1	38,2
2003	24,4	4,3	31,5	2,9	36,9
2004	28,1	3,8	24,2	4,3	39,6
2005	32,3	1,7	20,3	5,8	39,9
2007	32,6	3,3	31,0	5,2	28,0
2008	34,8	3,1	30,1	5,9	26,1
2009	34,9	3,0	29,8	6,3	26,0

Для подальшого дослідження динаміки структури власності в Україні, починаючи з 2007 року, були використані дані річних звітів ДКЦПФР [12]. Ці дослідження дозволили отримати дані про триваючу концентрацію акціонерного капіталу в Україні.

Так, основними тенденціями в структурі українського акціонерного капіталу є послідовне скорочення частки держави, хоча після 2005 року вона дещо збільшилась, але за останні три роки все ж спостерігається тенденція до її поступового скорочення. Також, з табл. 2 можна побачити зменшення частки зовнішніх вітчизняних інвесторів та дрібних інвесторів, стійке зростання частки менеджменту та значне збільшення в останні роки частки зовнішніх іноземних інвесторів.

Тенденцію до створення в Україні концентрованої структури власності, що базується на домінуванні великих корпоративних, а згодом і фамільних власників, замість більш роздробленої та дисперсної англо-американської моделі, не можна вважати чисто національним явищем, така тенденція властива більшості країн, насамперед країнам з транзитивними економіками. В жодній з цих країн модель корпоративного управління досі не сформована остаточно і не має стійких рис.

Процес формування структури власності та її перерозподіл є ефективним механізмом корпоративного управління та контролю за менеджерами, але в умовах української специфіки цей механізм виконує інші функції, перш за все, він пов'язаний з боротьбою за контроль над підприємством.

Характерною рисою перерозподілу акціонерного капіталу в українській промисловості є домінування власності інсайдерів. За період 2000 – 2009 рр. концентрація акціонерної власності практично не змінилася, зберігаючись на досить високому рівні (табл. 3).

Таблиця 3

**Розміри участі власників в акціонерних капіталах  
компаній України (на 1 січня кожного року)**

Рік	Частка в капіталах компаній акціонерів, що є власниками понад 5 % акціонерного капіталу, %								
	<15	15-20	>20-30	>30-40	>40-50	>50-60	>60-70	>70-80	>80-100
2003	27,6	5,2	6,0	8,3	8,7	12,1	10,8	9,7	11,6
2004	21,2	4,9	5,7	7,8	9,5	11,4	11,0	12,2	16,3
2005	21,0	3,9	5,4	6,7	8,0	10,1	12,1	14,5	18,3
2006	10,8	3,2	4,8	6,2	7,4	9,9	14,5	17,5	23,9
2007	4,8	3,8	11,0	6,1	9,5	10,0	11,1	12,1	31,6
2008	4,5	3,7	10,4	6,4	9,2	9,4	11,5	12,6	32,3
2009	4,5	3,7	9,9	6,0	8,7	9,6	12,5	11,6	33,6

Аналіз табл. 3 дозволяє зробити висновок про те, що в країні за період з 2007 по 2009 роки спостерігається зменшення частки в капіталах компаній акціонерів, що є власниками менше 15 %, та збільшення частки власників, які володіють більше 80 % акціонерного капіталу. Це пояснюється тим, що власники намагаються збільшити розміри своєї частки, щоб почувати себе більш захищеними та впевненими, тобто слабкість правової і регулюючої системи змушує інвесторів утримувати більші частки акціонерного капіталу.

Отже, структура акціонерної власності, що склалася в українській промисловості, може бути охарактеризована як висококонцентрована. Багато дослідників [4, с. 57; 10] відзначають, що концентрована структура власності зустрічається при менш розвиненій економіці частіше, ніж в умовах успішного економічного розвитку. В цілому для сучасного процесу перерозподілу власності характерні дві паралельні базові тенденції: зміцнення менеджерів (як акціонерів або ж суб'єктів, які реально контролюють підприємство) і зростаюче «вторгнення» аутсайдерів. При цьому загальним фоном такого перерозподілу є подальша концентрація власності.

Така структура володіння не є сталою, вона може з часом змінюватися, що й спостерігається на ряді вітчизняних підприємств, коли структура акціонерного капіталу змінюється за рахунок скуповування акцій зовнішніми інвесторами або менеджерами підприємств, а також шляхом проведення додаткових емісій акцій, які здатні внести істотні корективи у структуру управління.

Особливістю українського корпоративного сектора є те, що, якщо в більшості країн світу основою концентрованої власності служить інститут сім'ї, то членами українських компаній, порівняно з сімейними фірмами, є знайомі люди, що багато років працюють один з одним, які разом робили перші кроки в бізнесі і є власниками порівнянних за розміром пакетів акцій. Тобто, система корпоративної власності, що склалася, може виявитися менш застиглою і стійкою, ніж у країнах, де традиційно переважає концентрована власність у вигляді сімейного бізнесу.

Отже, концентрація власності в українських компаніях була і залишається найважливішим чинником, що визначає характер розвитку корпоративного управління. Аналіз тенденцій формування акціонерного капіталу в Україні показав складність цього процесу і відхилення його від моделей, які діють в розвинених країнах Заходу. Українська модель корпоративного управління має змішаний характер, бо поєднує елементи як моделі В, так і моделі W. Наприклад, за ознакою концентрації власності вітчизняна модель близька до Німеччини і Японії, проте для неї не характерний такий же значний вплив банків. Також в ній одночасно має місце тенденція до концентрації власності і позитивних напрямів розвитку законодавчої бази, в якій все більше уваги приділяється нормам захисту прав акціонерів.

**Висновки.** Таким чином, існуюча в Україні модель корпоративного управління є специфічною і продовжує формуватися. Вітчизняна модель корпоративного управління формується під дією таких чинників: наслідки приватизації, в результаті якої в ході акціонування підприємств основними акціонерами виявилися трудові колективи і менеджери; слабкі фінансові ринки, що не дозволяють використовувати непрямі методи контролю з боку акціонерів; м'які законодавчі норми представлення інформації.

Важливим на даному етапі є усвідомлення того, що для нашої країни, як і для будь-якої країни з перехідною економікою, можливе використання досвіду формування моделей розвинених країн з урахуванням існуючої української специфіки корпоративного управління, але не пряме і автоматичне перенесення закордонних моделей на формування системи корпоративного управління, що може бути небезпечним для подальшого реформування. В цьому випадку необхідно вивчати міжнародний досвід, навчитися досконально розуміти тонкощі українських відносин власників і менеджерів, що дозволить побудувати таку вітчизняну модель корпоративного управління, яка буде враховувати національні особливості, відповідати національним інтересам і сприяти економічному зростанню країни.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Геєць І.О. Особливості формування сучасного стану корпоративного сектора економіки України / І.О. Геєць // Економіка. Фінанси. Право. – 2009. – № 5.
2. Дементьева А.Г. Модели корпоративного управления: опыт зарубежных стран и России / А.Г. Дементьева // Право и управление. XXI век. – 2008. – № 8.
3. Довгань Л.Є. Корпоративне управління: навч. посіб. / Довгань Л.Є., В.В. Пастухова, Л.М.Савчук. – К.: Кондор, 2007.
4. Кабилю А.М. Особенности развития корпоративного управления в Украине в современных условиях / А.М. Кабилю // Вісник економічної науки України. – 2007. – № 1.
5. Кубліков В. К. Формування ринку цінних паперів в Україні: державне регулювання / Кубліков В. К. – Одеса: Астропринт, 2008. – С. 158–159.
6. Штерн Г.Ю. Корпоративне управління: навч. посіб. для студ. спец. 7.050 201 «Менеджмент організацій» / Штерн Г.Ю. – Харків: ХНАМГ, 2005.
7. Яковлев А.А. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование / А. А. Яковлев, Ю.А. Данилов // Российский журнал менеджмента. – 2007. – № 1. – С. 3–34.
8. Thorsell A. Shareholder versus Stakeholder models of corporate governance: Sweden's middle road / Anna Thorsell // Корпоративные финансы. – 2008. – № 4 (8).
9. Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States / Djankov S. – Wash.: World Bank.- Policy Research Working Paper 2047. – 1999. – P. 24.
10. Porta Rafael Корпоративная собственность в различных странах мира / Rafael Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer // Российский журнал менеджмента. – 2005. – Т. 3, № 3.
11. Neubauer E. The Family Business. In Governance for sustainability/ E. Neubauer, A.Lank. – London: MacMillan Press Ltd, 1998.
12. [www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua) – сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

*Стаття надійшла до редакції 06.03.2012.*