

9. Тоффлер Э. Шок будущего: Пер. с англ. / Э. Тоффлер. – М.: ООО «Издательство АСТ», 2004. – 557с.
10. Тютюнникова С.В., Перепелица Н.В. Актуализация духовной составляющей человеческого капитала в современных условиях // Социальная экономика. – 2005. – № 1-2 – С. 47-63.
11. Интернет-энциклопедия, толковый словарь. <<http://encycl.accoona.ru>>.
12. Ashby Eric Reconciliation of Tradition and Modernity in Universities // On the Meaning of the University. University of Utah Press, 1973. – p. 13-27.
13. McMurrin Sterling M. The Philosophy of Education// On the Meaning of the University. University of Utah Press, 1973. – p. 2-12.
14. Meyer J., Ramirez F., Frank D., Schofer E. Higher Education as an Institution// Center on Democracy, Development, and the Rule of Law. Stanford University. WP#57, May 2006. – 58 p. <<http://cddrl.stanford.edu>>.
15. Olsen Johan P. The Institutional Dynamics of the (European) University// Centre of European Studies, University of Oslo. WP#15, March 2005. – 49 p. <<http://www.arena.uio.no>>.
16. The Global Education Digest 2004: Comparing Education Statistics Across the World. <<http://www.uis.unesco.org/ev.php?ID=5728201&ID=DOTOPIC>>.

Статья поступила в редакцию 28.12.2006

**Л.А. ВЕНГЕР,**

*ДУ «Институт економіки та прогнозування НАН України»*

### ОСОБЛИВОСТІ СТРУКТУРИ ВЛАСНОСТІ У ПРОМИСЛОВОСТІ УКРАЇНИ

Ефективність перерозподілу капіталу між фірмами та всередині них залежить від того, яку структуру власності вони мають – розпорошену чи концентровану. З моменту публікації класичної роботи А.Берлі та Г.Мінза «Сучасна корпорація та приватна власність» одним із предметів наукових досліджень став вплив структури акціонерного капіталу на результати діяльності фірм. Традиційний підхід до корпоративного управління полягає в розділенні власності та контролю, що призводить до виникнення агентських витрат, які можуть призвести до погіршення результатів діяльності фірм. Конфлікт інтересів при розпорошеній формі власності виникає між акціонерами та найманими менеджерами. Компанії з розпорошеною формою власності переважають у країнах з англосаксонською правовою традицією. Проте в багатьох країнах, включаючи більшість європейських, переважають компанії з порівняно високою концентрацією власності. У цьому випадку проблема корпоративного управління охоплює складні взаємовідносини між менеджерами, власниками крупних пакетів акцій та дрібними акціонерами. Тенденція до консолідації власності спостерігається в перехідних економіках постприватизаційного періоду. Не є винятком і Україна.

Серед досліджень форм власності та проблем корпоративного управління варто виділити роботу Р.Ла-Порта, Ф.Лопес-Силанеса та А.Шлейфера «Корпоративна власність у різних країнах світу» [1], яка була присвячена дослі-

дженню структури власності в крупних корпораціях 27 розвинутих країн світу. Дослідження показали відмінності систем корпоративного управління цілого ряду країн від загальноприйнятої раніше класифікації, яка базувалась на законодавчих обмеженнях щодо володіння банків акціями промислових корпорацій. Зауважимо, що так званий закон Гласса-Стігала, прийнятий в США в 1933 році (Glass Steagall Act), який забороняв комерційним банкам володіти акціями промислових підприємств (крім інвестиційних банків, яким, в свою чергу, було заборонено приймати депозити від фізичних та юридичних осіб), неодноразово доповнювався більш пізніми поправками. Спочатку було дозволено володіти акціями холдингам комерційних банків, а на початку 2000-х рр. майже всі обмеження були зняті. Емпіричні дослідження структури акціонерного капіталу в Росії та її впливу на результати діяльності фірм на основі панельних даних 1995-1997 рр. показали, що концентрація власності призводить до зростання технічної ефективності підприємств, проте також підтвердили гіпотезу про експропріацію [2]. У роботі Р.І. Капелюшнікова «Концентрація власності та корпоративне управління», керуючись критерієм концентрації власності, виділяє два базових типи крупних корпорацій – з широким володінням акціями та з домінуванням блок-холдерів [3].

Мета цього дослідження полягає в аналізі

© Л.А. Венгер, 2007

структури власності українських промислових підприємств і оцінці її впливу на фінансові результати.

У рамках масової приватизації в Україні була зроблена ставка на формування розпорошеної структури власності і розвиток фондового ринку. Така політика супроводжувалась спрямованою трансформацією колишніх державних підприємств у відкриті акціонерні товариства, акції яких належали б широкому колу осіб та повинні були б котируватися на біржі. Проте дана модель виявилась недієздатною. Загалом спостерігалась тенденція до закриття таких компаній для зовнішніх інвесторів та формування інсайдерської моделі корпоративного управління, під якою розумілось зосередження реального контролю над підприємством у руках менеджменту. Недоліки такої моделі пов'язують з масовим виводом активів та порушенням прав акціонерів. У процесі еволюції інтересів спостерігалось стирання розбіжностей між старими «інсайдерами» та «аутсайдерами» в особі крупних зовнішніх інвесторів. Основою такого

процесу була консолідація власності – зосередження корпоративного контролю в руках домінуючих власників, незалежно, чи мова йде про старих директорів чи нових крупних зовнішніх акціонерів. На першому (сертифікатному) етапі приватизації головними дійовими особами були працівники підприємства та його менеджмент, які користувалися певними перевагами при продажу акцій. Тому за умов інсайдерського контролю під час приватизації відбувалася трансформація старих інсайдерів у контролюючих акціонерів.

Для виявлення впливу концентрації власності на результати діяльності українських промислових підприємств було вибрано 110 промислових підприємств (ВАТ) з часткою держави менше 25% за рейтингом Міністерства промислової політики [4] і наявністю даних у системі розкриття інформації фондового ринку [5] станом на кінець грудня 2005 року. Структура вибірки у розрізі регіонів і видів діяльності представлена в табл.1.

Таблиця 1.

## Структура вибірки промислових підприємств (ВАТ)

Види діяльності	Економічні макрорегіони*						Всього
	Центральний	Західний	Північно-Східний	Східний	Центрально-Східний	Південний	
Добувна промисловість							
Видобування неенергетичних матеріалів	1			2	9		12
Обробна промисловість							
Виробництво коксу, продуктів нафтоперероблення та ядерного палива				4	4		8
Хімічне виробництво	3	2	1	2	2	2	12
Виробництво гумових та пластмасових виробів	1				1		2
Виробництво інших неметалевих мінеральних виробів	1			6	1		8
Металургія та оброблення металу		1	1	13	10	1	26
Виробництво машин та устаткування	2	5	11	11	7	6	42
Всього	8	8	13	38	34	9	110

Примітка: \* – використаний поділ України на макрорегіони доктора географічних наук, професора Шаблія О.І.

Як видно з даних табл. 1, підприємства металургії та машинобудування складають майже 62% від загальної кількості відкритих акціонерних товариств, що увійшли до вибірки.

Ліва частина компаній (65%) розташовані в Східному та Центрально-Східному економічних макрорегіонах.

На підставі даних щодо структури влас-

ності було виділено шість груп підприємств залежно від частки одного крупного інвестора (незалежно від типу власників) в акціонерному капіталі: до 10%, від 10 до 25%, від 25 до 40%, від 40 до 50%, від 50 до 75% та більше 75%. Такий поділ зумовлений особливостями впливу акціонерів на корпоративне управління залежно від їх частки в акціонерному капіталі товариства [6;7;8]:

10% + 1 голос – можуть вимагати скликання позачергових зборів акціонерів; у випадку, якщо правління протягом 20 днів не виконало зазначеної вимоги, можуть самі скликати збори; вносити пропозиції щодо порядку денного загальних зборів, які мають бути враховані правлінням обов’язково; призначати своїх працівників для контролю за реєстрацією акціонерів, які прибули на загальні збори акціонерів; вимагати проведення ревізійною комісією перевірок фінансово-господарської діяльності товариства;

25% + 1 голос (малий блокуючий пакет акцій) – можуть блокувати прийняття рішень за такими питаннями: внесення змін до статуту, припинення діяльності товариства, призначення ліквідаційної комісії, затвердження ліквідаційного балансу; створення, реорганізації та ліквідації дочірніх підприємств, філій і представництв, затвердження їх статутів і положень;

40% голосів (великий блокуючий пакет

акцій) – можуть блокувати проведення зборів акціонерів.

50% + 1 голос (контрольний пакет акцій) – можуть приймати рішення, які вимагають простої більшості голосів: обрання та відкликання членів правління, спостережної ради, ревізійної комісії; затвердження правил процедури й інших внутрішніх документів, визначення організаційної структури товариства; про придбання товариством власних акцій; про збільшення або зменшення статутного фонду товариства; передача ведення реєстру власників іменних цінних паперів товариства.

75% голосів (абсолютний контрольний пакет акцій) – можуть приймати практично будь-які рішення.

Серед акціонерів товариств – фізичних осіб – були виділені угруповання у вигляді сімейного володіння (лише по тих підприємствах, де такі групи осіб мали найбільшу частку в акціонерному капіталі). Такі підприємства склали більше 9% вибірки. У 13% товариств власником зазначений номінальний утримувач. Передача ведення реєстру власників іменних цінних паперів товариства є узгодженим процесом, тому що вимагає 50% голосів для прийняття такого рішення, тому дані щодо частки крупного власника по товариствам зазначеної вибірки будемо вважати прийнятними. Структура власності промислових підприємств за видами діяльності зображена в табл.2.

Таблиця 2.

Структура власності промислових підприємств (ВАТ)

Види діяльності	Частка одного крупного інвестора в акціонерному капіталі						Всього
	до 10%	10-25%	25-40%	40-50%	50-75%	більше 75%	
Добувна промисловість							
Видобування неенергетичних матеріалів		1	4		1	6	12
Обробна промисловість							
Виробництво коксу, продуктів нафтоперероблення та ядерного палива	1	1	2	1	1	2	8
Хімічне виробництво		5	1		3	3	12
Виробництво гумових та пластмасових виробів					1	1	2
Виробництво інших неметалевих мінеральних виробів		1	3	1		1	6
Металургія та оброблення металу		9	3	6	1	7	26
Виробництво машин та устаткування	1	7	9	6	12	7	42
Всього	2	24	22	14	20	28	110

Загалом по 110 промисловим підприємствам більше ніж у 25% з них у власності одного крупного інвестора знаходиться понад 75% акцій компанії, а майже 44% – володіють контрольними пакетами акцій. При цьому висока частка підприємств (майже 33%), де власники володіють блокуючим пакетом акцій. У США, де превалює розпорошена форма власності, у великих компаніях практично немає акціонерів, які володіли би більш ніж 50% акцій, 95% акціонерів мають не більше 5% акцій компанії. У Німеччині в більш ніж 71% корпорацій власник контролює 50% акцій, причому в 35% товариств всі 100% акцій належать одному власнику [9].

Структуру власності вибраних промислових підприємств не можна характеризувати як висококонцентровану. Для визначення характеру власності цих підприємств більше підійшов би термін «розконцентрована структура власності», тобто відносно рівномірна концентрація по пакетах акцій з різною часткою. Ймовірність конфлікту інтересів між власниками зумовлена високим показником (33%) по власниках блокуючих пакетів (25-50%). Особливо така тенденція спостерігається на підприємствах за такими видами діяльності, як виробництво інших неметалевих виробів (66,7%); виробництво коксу та продуктів нафтоперероблення (37,5%); виробництво машин та устаткування (35,7%); металургія та оброблення металу (34,6%).

Поняття «результати діяльності підприємства» часто пов'язують з підвищенням рентабельності, зростанням ефективності та збільшенням випуску продукції. За виконаними на основі кореляційного аналізу розрахунками не виявлено прямої взаємозалежності між часткою крупного інвестора на підприємстві та результатами діяльності підприємства. Такий результат може свідчити про те, що система корпоративного управління в українській промисловості знаходиться в стадії становлення, причому з тенденцією до консолідації власності.

Консолідацію власності на перехідному етапі можна вважати позитивним моментом, оскільки вона супроводжується орієнтацією на довгостроковий розвиток. Безумовно, свій вплив можуть здійснювати й інші фактори, такі як стабілізація політичної ситуації в країні, формування законодавчої бази підприємницької діяльності, адаптація менеджменту до ринкових умов.

В умовах концентрації власності зростає попит бізнесу на формальні правові інструменти та механізми, які забезпечують захист інте-

ресів домінуючих акціонерів. Дрібні акціонери в більшості випадків не в силі спільно виступати на захист своїх прав ні на зборах акціонерів, ні в судах, ні в громадських організаціях. На цьому фоні особливого значення набуває попит домінуючих власників на механізми захисту від ворожого поглинання зі сторони іншого бізнесу, оскільки останнім часом в Україні корпоративні структури все частіше потерпають від рейдерства (від англ. *ride* – раптове захоплення). Це розповсюджено як у всьому світі, так і в Україні система поглинань підприємств шляхом захоплення, насильницького злиття, скупки акцій через підставну структуру, шляхом винесення спірного судового рішення з наступним силовим захопленням підприємства. У рейдерство часто втягуються суди, силові структури та високопосадові чиновники, яким надзвичайно важко протидіяти [10]. Така ситуація не сприяє нормальному функціонуванню підприємств, а відтак і економіки в цілому. Тому шляхами оздоровлення та стабілізації вітчизняної економіки повинно стати посилення регуляторної функції систем державного та корпоративного управління, удосконалення законодавчої бази у сфері корпоративного управління.

Водночас з консолідацією власності виникає тенденція до розділення власності і контролю: відхід старих директорів-власників від оперативного управління бізнесом; розвиток великих інтегрованих структур, які залучають для керівництва найманий менеджмент.

Глобалізація економіки, в якій складові ринку вільно переміщуються в міжнародному географічному просторі, спонукають світ до розвитку, виявлення та виникнення нових інституцій та явищ. Такі вимоги до бізнесу змушують організації пристосовуватись до нових умов, формуючи при цьому нові конкурентні переваги. Інтеграційні процеси виступають засобом підвищення конкурентоспроможності підприємств. Розширення масштабів бізнесу за рахунок поглинання дрібних фірм, формування бізнес-груп дозволяє успішно конкурувати на глобальних ринках. Консолідована власність створює передумови для поступового переходу від ворожих до дружніх поглинань.

Ефективність будь-якої моделі корпоративного управління як форми інституціональної угоди відносна і залежить від властивостей інституціонального середовища. Модель корпоративного управління, яка найбільше підходить для розвинутих фінансових ринків, є недієздатною в ситуації українського корпоративного управління, коли не захищені права власності – не дотримується принцип незалежності

судів, не вирішено багато питань, пов'язаних з асиметричним розподілом інформації між зацікавленими особами, і т.ін. В Україні компанії з розпорошеною формою власності знаходяться в гіршому фінансовому становищі ніж, компанії з концентрованою формою власності.

Підсумовуючи вищевикладене, необхідно зазначити, що на сьогодні структура власності української промисловості має трансформаційний характер, з тенденцією до висококонцентрованої. Такий процес – до консолідації власності – на нинішньому перехідному періоді є позитивним моментом, оскільки супроводжується довгостроковим горизонтом планування та ефективним контролем за менеджментом компанії.

Водночас у процесі дослідження взаємозв'язку між структурою власності, що склалася в Україні, та деякими фінансовими показниками (рентабельність акціонерного капіталу та рентабельність продажів) отримано результат, який доводить, що взаємозалежностей між часткою крупного інвестора на підприємстві та результатами діяльності не знайдено, що також свідчить про трансформаційний характер структури власності.

В умовах зростаючого попиту домінуючих власників на механізми захисту від ворожого поглинання з боку іншого бізнесу консолідована власність створює передумови для поступового переходу від ворожих до дружніх поглинань та формування бізнес-груп.

## Література.

1. Ла Порта Р., Лопес-де-Силанес Ф., Шлейфер А. Корпоративная собственность в различных странах мира // Российский журнал менеджмента. 2005. – №3. – с.97-148.
2. Кузнецов П.В., Муравьев А.А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России: анализ «голубых фишек» фондового рынка – М.: РПЭИ, 2002. – 64 с.
3. Капелюшников Р.И. Концентрация собственности и корпоративное управление. Припринт WP1/2005/03.– М.: ГУ ВШЭ, 2005. – 40 с.
4. <http://industry.com.ua/>
5. <http://www.smida.gov.ua/>
6. Закон України «Про господарські товариства» від 19.09.1991 № 1576-ХІІ. Редакція від 13.12.2006 // <http://portal.rada.gov.ua/>
7. Цивільний кодекс України від 16.01.2003 № 435-IV. Редакція від 18.10.2006 // <http://portal.rada.gov.ua/>
8. Господарський кодекс України від 16.01.2003 № 436-IV. Редакція від 04.10.2006 // <http://portal.rada.gov.ua/>
9. Лукашов А.В. Сравнительные корпоративные финансы и корпоративное управление // Управление корпоративными финансами. 2005. – №3. – с.2-12.
10. Ильяшенко М. Рейдерство в законе / Металл. №8Б 2006. с. 12-14.

Статья поступила в редакцию 28.12.2006

**В.В. ЗЯНЬКО, к.е.н., доцент,**  
*Вінницький національний технічний університет*

### ВЛАСНІСТЬ ЯК ОСНОВНИЙ ІНСТИТУТ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ЕФЕКТИВНОГО ФУНКЦІОНУВАННЯ ІННОВАЦІЙНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА

Підвищення значення інновацій, які, дещо відтіснивши інвестиції, виступають нині головним чинником економічного зростання, зумовлює постановку питання про визначальну роль у сфері інноваційного підприємництва та його середовищі інституціональних факторів, які визначають можливості та обмеження суб'єктів підприємницької діяльності.

Теоретичному аналізу інституціональних засад підприємництва, умов та чинників його активізації, впливу інституціональних факторів на поведінку суб'єктів господарювання присвячено велику кількість наукових праць. Так, відомий польський економіст Л. Бальцерович

вважає, що інститути визначають роль кожної людини та межі, в яких вона повинна діяти і приймати рішення [1, с.37]. Це означає, що поведінка підприємця обумовлюється не лише його світоглядом, але й інституціональним середовищем. Як форму людської діяльності, що ґрунтується на чітко розробленій ідеології, системі правил і норм та розвинутому контролі за їх виконанням, визначає інститути російський вчений С. Фролов [2, с.54]. Стосовно впливу інституціонального середовища на підприємницьку діяльність економісти характеризують

© В.В. Зянько, 2007